





Observatorio 2009

de la Inversión Socialmente Responsable



*Este libro ha sido impreso en papel de fibras 100% recicladas post-consumo.
Homologado internacionalmente con certificados NAPM, Cisne Nórdico, Ángel Azul y Eco-etiqueta Europa.*

*Los contenidos de este documento son propiedad de sus autores y queda prohibido su uso para finalidades comerciales.
Se permite su difusión para finalidades formativas, de promoción y sensibilización, siempre haciendo referencia a la fuente original y autoría.*

Diseño y producción | Gráficas 94 S.L.
Depósito Legal | B-39082-2.009
ISBN | 978-84-88971-xx-x

ESADE

Universidad Ramon Llull

INSTITUTO
DE INNOVACIÓN
SOCIAL

Observatorio 2009 de la Inversión Socialmente Responsable

Evolución del mercado
Acontecimientos destacables
Impacto de la crisis financiera

Laura Albareda | María Rosario Balaguer | Daniel Arenas



Índice

Introducción: estado de la cuestión y tendencias en el mercado	09
1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo	11
1.1 El mercado retail: los fondos de inversión	11
1.1.1 Patrimonio	14
1.1.2 Partícipes	20
1.1.3 Rentabilidad	22
1.2 La inversión institucional: fondos de pensiones de empleo	24
1.2.1 Los planes y fondos de pensiones en España	25
1.2.2 Principales características de los planes de pensiones en España	26
1.2.3 Principales datos sobre los planes de pensiones en España	28
1.2.4 Principales planes de pensiones de empleo en España	32
1.2.5 El impacto de la crisis y el futuro de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en España	33
1.2.6 Los fondos de pensiones de empleo, las comisiones de control y la ISR	34
1.3 Planes y fondos de pensiones de empleo con políticas ISR	36
1.4 Líneas de actuación estratégica adoptadas por los fondos de pensiones de empleo con políticas ISR	48
1.4.1 Política de inversión ISR	49
1.4.2 Estrategias de preselección de la cartera	50
1.4.3 Activismo accionarial: ejercicio de los derechos políticos y diálogo constructivo (engagement)	52
1.5 El activismo accionarial en los fondos de pensiones ISR en España	53
1.6 Los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas	57
1.6.1 Los Principios de Inversión Responsable (PRI) y los fondos de pensiones en España	61
1.7 Fondos de pensiones individuales con políticas de ISR en España	62
1.8 La ISR en España: mercado institucional y mercado retail	65
1.9 La ISR en el mundo	67
1.10 La ISR en Europa	69
1.10.1 Estrategias de ISR	69
1.10.2 Mercado institucional y mercado retail en Europa	73

2. La ISR en España: acontecimientos importantes acerca de su evolución durante 2008-2009	75
2.1 SpainSIF	75
2.2 Avances en los planes de pensiones	77
2.3 Activismo accionarial	77
3. La crisis financiera y la inversión socialmente responsable	79
3.1 Sobre la crisis financiera, su origen y su impacto	80
3.2 Cómo afectó la crisis a los instrumentos ISR	83
3.3 ¿Qué pasó con los filtros ISR?	85
3.4 Las propuestas de los foros de ISR	86
3.4.1 US Social Investment Forum: el debate en Estados Unidos	87
3.4.2 Eurosif y la reforma de los mercados financieros desde Europa	94
3.4.3 El futuro del reporting y la transparencia empresarial y Global Reporting Initiative	97
3.5 Tendencias dominantes: el debate sobre la transparencia, la rendición de cuentas y el gobierno corporativo	98
3.5.1 Las propuestas de reforma del gobierno corporativo y la OCDE	100
Conclusiones	107
Instituciones de inversión colectiva ISR en España	115
Bibliografía	123

Introducción: Estado de la cuestión y tendencias del mercado

Esta es la novena edición del OBSERVATORIO DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE, que realiza el equipo integrado en el Instituto de Innovación Social de ESADE. El objetivo del Observatorio es ofrecer datos, analizar tendencias y profundizar en algunos aspectos concretos, que pueden variar de año en año. Lo que nos estimula a continuar con este trabajo es la firme convicción de que las finanzas son (y deberían serlo aún más) una pieza fundamental en el impulso de la responsabilidad social de la empresa y, en general, del desarrollo sostenible.

Los datos de esta edición acentúan las tendencias observadas en años anteriores. La situación del mercado retail de la inversión socialmente responsable (ISR) en el escenario español es francamente mala: es como un árbol que no crece ni acaba de arraigar. La crisis financiera evidentemente no ha ayudado, pero esto no explica la excepcionalidad española en este tema. Por otro lado, el mercado institucional está siendo más activo en incorporar aspectos de ISR, y es en este aspecto donde se están depositando más esperanzas.

Al mismo tiempo, se revalida otra tendencia que coincide con los resultados de otros países, presentados en trabajos académicos: la rentabilidad de la inversión socialmente responsable no es menor y el riesgo no es mayor que en la inversión convencional. No hay un castigo por ser responsable, pero tampoco hay ningún premio. Parece, pues, que cabe hablar ya de un consenso respecto al llamado “argumento de negocios”. Hay que valorarlo positivamente: se refuerza el proverbio según el cual el premio de la virtud es ella misma, pero no se convierte al inversor responsable en un héroe con una misión imposible.

Por otro lado, la pregunta que previsiblemente se va a escuchar con más insistencia es la del “argumento social”: ¿Tiene realmente un impacto la ISR? ¿Puede hacer que las empresas cambien hacia un comportamiento más responsable? Acaso debamos admitir que, si tenemos en cuenta solamente la inversión responsable y el activismo accionarial, el efecto es limitado. Ello es debido a diferentes motivos, relacionados con la estructura de la financiación externa de las empresas. Desde este punto de vista, deberíamos tener en cuenta otros aspectos, como los créditos bancarios, los venture capitalists y el private equity, que pueden ejercer mucha más influencia. Es por ello que este Observatorio (ya desde las pasadas ediciones) quiere ofrecer una mirada más amplia y hacer un seguimiento de iniciativas como los Principios de Ecuador, hace unos años, y los Principios de Inversión Responsable, más recientemente.

Una parte importante de este estudio está dedicada a la reacción de la comunidad internacional de ISR a la crisis financiera del último año: ha habido autocritica y se han formulado propuestas. Los momentos de crisis son una

buena ocasión para replantearse los hábitos, los mecanismos y las opiniones establecidas. Las iniciativas que se exponen en este libro son de sumo interés, en tanto que es muy posible que den lugar a cambios importantes sobre qué se entiende por ISR.

Si atendemos a la estructura del presente Observatorio, éste se divide en cuatro apartados, a los que siguen las conclusiones. En el primero de ellos se analiza la evolución del mercado de la ISR en España. En él se incluye un análisis de la ISR en el mercado retail a través de los fondos de inversión con criterios ISR y un análisis de la ISR en el mercado institucional, especialmente a través de los fondos de pensiones. De esta forma se amplía el estudio del Observatorio, con lo que se espera ofrecer una fotografía más detallada de la ISR en nuestro país.

En el segundo apartado analizamos los hechos más relevantes que han ocurrido en torno a la ISR en España durante el último año y que merecen ser destacados por su importancia. En este sentido, queremos congratularnos aquí de la creación del Foro de la Inversión Socialmente Responsable en España, que tantos años llevábamos reivindicando en este Observatorio como un instrumento fundamental para el futuro de la ISR en nuestro país.

En el tercer apartado, presentamos un estudio sobre el impacto de la crisis financiera global sobre la ISR. Más allá de los impactos, queremos destacar las propuestas y el debate político que se ha generado en torno a los foros de ISR. El debate final se enfoca en la relación entre la ISR y las reformas sobre la regulación del gobierno corporativo.

En el cuarto apartado ofrecemos los principales datos de la ISR en Europa publicados por Eurosif en el informe de 2008, así como los datos sobre la ISR en el mundo.

Para concluir esta publicación, ofreceremos unas conclusiones sobre el futuro de la ISR en España y apuntamos algunos datos que nos permiten prever el impacto de la crisis en el sector.

Finalmente, debemos agradecer la dedicación y el entusiasmo de Laura Albareda y M. Rosario Balaguer, que han hecho posible, un año más, que este trabajo salga a la luz. En esta ocasión, tiene especial mérito, debido a la dificultad añadida de la distancia, ya que Laura está en el Boston College con una prestigiosa beca postdoctoral. Agradecemos también muy sinceramente el apoyo y el compromiso del BBVA para la publicación de este Observatorio.

Daniel Arenas

*Profesor titular, Universidad Ramon Llull
Departamento de Ciencias Sociales, ESADE*

1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo

España sigue estando a la cola de la ISR en Europa. Según los datos de Eurosif (2008), es el país con menos capital invertido en ISR en Europa y su inversión se da, sobre todo, en el mercado institucional, en los fondos de pensiones. La inversión en el mercado retail ha quedado reducida a los fondos de inversión comercializados por las instituciones financieras en nuestro país y que se han estancado tanto por lo que respecta al capital invertido como por lo que respecta a la entrada de nuevos partícipes. En cuanto a los fondos ISR gestionados por gestoras especializadas europeas y comercializados en nuestro país, tampoco han tenido el volumen de inversión que se esperaba. En España, los inversores no han sabido apoyar el desarrollo de la ISR, sobre todo aquellos grupos que en otros países le han dado su apoyo, como las instituciones religiosas, las fundaciones privadas o los fondos de pensiones de las administraciones públicas.

En este punto, sólo podemos decir que el mercado de la ISR en España va evolucionando, pero muy lentamente, y es difícil decir si se ha consolidado. Uno de los datos más positivos en este sentido es que sí que existe en nuestro país una comunidad ISR que se ha movilizadado en torno a la creación de SpainSIF. Se trata de gestores de inversión, instituciones financieras, centros de investigación y análisis ISR, organizaciones de consumidores, sindicatos y organizaciones de la sociedad civil. Con todo, esta comunidad aún no se ha sabido encontrar con los inversores, y ésa es su gran debilidad.

Además, en este contexto de baja inversión y poca conciencia de los inversores, la ISR ha sufrido duramente el impacto de la crisis financiera. Durante algunos meses pensamos que la situación era realmente grave. Ahora, no obstante, a finales de 2009, somos algo más optimistas, pues hemos visto que la ISR ha resistido, o al menos no ha quedado más afectada que los restantes instrumentos de inversión del mercado.

Esta nueva etapa que empezamos, con todo el debate que ha surgido en torno a los mercados financieros, puede ser una oportunidad para la ISR.

1.1 El mercado retail: los fondos de inversión

A finales de 2008, encontramos en el mercado financiero español 66 IIC socialmente responsables, 17 de ellas gestionadas por instituciones gestoras en España y 49 gestionadas por instituciones gestoras extranjeras.¹ Si comparamos estas cifras con el número de fondos ISR en 2007 (61 en total), se observa que, a lo largo de 2008, se ha producido un incremento del 8,2% respecto al número de fondos ISR comercializados en España en el año anterior, una cifra

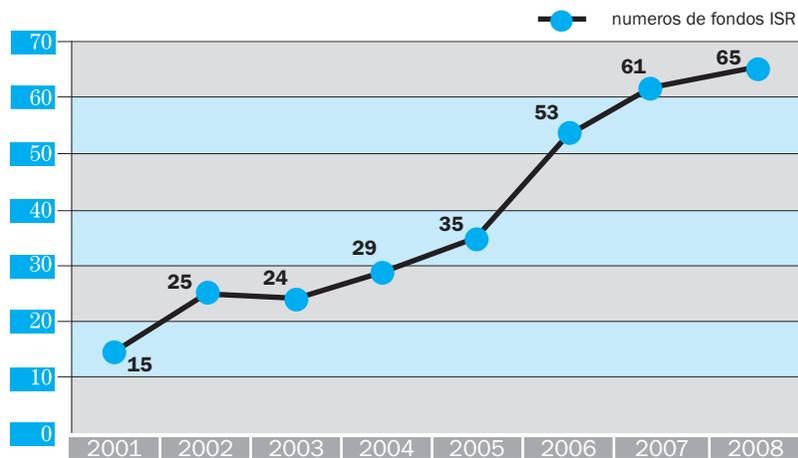
¹ En esta edición del Observatorio, al igual que en la del año pasado, se han excluido de los datos los fondos que son solidarios, es decir, aquellos que se limitan a dar una parte de la comisión de gestión a organizaciones sin ánimo de lucro, pero que no integran políticas de ISR en su gestión y que, por lo tanto, no realizan preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social.

positiva, sobre todo teniendo en cuenta que nos encontramos en un contexto de crisis financiera internacional.

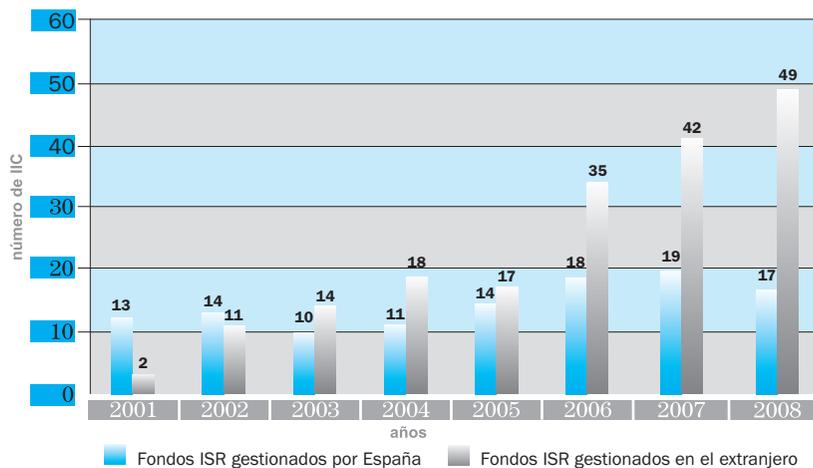
Así, durante el año 2008 han aparecido dos nuevas IIC socialmente responsables gestionadas en España: Fonpenedès Ètic i Solidari, FI, cuya política de inversión toma como referencia el índice *FTSE4Good IBEX Index* (este índice está compuesto por valores pertenecientes a los índices *IBEX35* y *FTSE Spain All Cap*, que cumplen con los criterios de buena práctica en responsabilidad social corporativa), y el fondo Privado Inversión Socialmente Responsable, FI, cuyo índice de referencia es el *DJ Sustainability World*, que está integrado por empresas calificadas como socialmente responsables.

Por otra parte, cabe destacar que, a mediados de 2008, los fondos Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI y Foncaixa Cooperación, FI se fusionaron para dar lugar al fondo Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI. Asimismo, en 2008, el fondo Santander Responsabilidad Bolsa, FI, el Caixa Catalunya Europa Valor, FI y el Corporate Governance Spain Fund, FI se fusionaron con otros fondos y dejaron de ser comercializados como fondos ISR.

Figura 1. Evolución del número de fondos ISR en España (2000-2008)



Fuente: Elaboración propia.

Figura 2. Evolución de los tipos de fondos ISR

Fuente: Elaboración propia.

2 En 2007 se comercializaban en España 42 IIC socialmente responsables gestionadas en otros países europeos; durante 2008 se incorporaron 8 nuevas. Por otra parte, el fondo ABN AMRO Funds-Sustainable Global Equity Fund dejó de comercializarse al fusionarse con el fondo Fortis L Fund Equity SRI World Classic. Por tanto, existían 42 fondos, se crearon 8 y dejó de comercializarse uno. El total de fondos IIC a fecha 31/12/2008 es de 49.

Por lo que respecta a las IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, a finales de 2008 se comercializan en España 49 IIC socialmente responsables gestionadas en otros países europeos. Se observa, por tanto, un incremento respecto al número de IIC del año 2007, puesto que se han incorporado al mercado financiero español 8 nuevas IIC socialmente responsables extranjeras.² Así, la sociedad gestora Aviva Investors ha introducido el fondo Aviva Investors Sustainable Future Global Equity Fund. Por su parte, la entidad Crédit Agricole Asset Management ha introducido también un nuevo fondo, el CAAM Funds Clean Planet, al igual que la entidad Dexia Asset Management, que ha introducido el fondo Dexia Money Market Euro Sustainable, así como la entidad DWS Investments, que ha empezado a comercializar el DWS Invest New Resources. Especial mención merece la entidad gestora Fortis Investments, que a lo largo de 2008 ha introducido 4 nuevas IIC en el mercado financiero español: Fortis L Fund Equity Clean Tech World Classic, Fortis L Fund Equity SRI World Classic, Fortis L Fund Green Future Classic y Fortis L Fund Green Tigers Classic.

La incorporación de estos fondos al mercado financiero español, como ya apuntábamos en el Observatorio del año pasado, no deja de ser un dato notablemente positivo para el desarrollo de la ISR en nuestro país y, sobre todo, una muestra de que la ISR tiene futuro en España.

Este dinamismo de los fondos ISR también se ha visto reflejado en algunos cambios estructurales de los fondos. Así, por ejemplo, durante el año 2008, el fondo ABN AMRO Fund Sustainable Global Equity se ha fusionado con el fondo Fortis

L Fund Equity SRI World Classic, adoptando esta nueva denominación. Por otra parte, también hubo cambios en el grupo AXA, pues el fondo AXA World Funds Development Debt se pasó a llamar Axa World Fund Responsible Development Bonds, al igual que el fondo Dexia Equities L World Welfare, que también cambió su denominación por la de Dexia Equities L Sustainable World. Por su parte, el fondo Pioneer Funds Global Ethical Equity modificó levemente su denominación para pasar a llamarse Pioneer Funds Global Sustainable Equity y, finalmente, el fondo UBS (Lux) Responsibility Fund European Equities cambió su nombre por el de UBS (Lux) Equity Fund 2 Sustainable European Equities. Todos estos cambios son una muestra de la situación de los fondos y su recomposición ante la crisis financiera.

3 Fuente: http://www.cotizalia.com/cache/2009/01/02/patrimonio_fondos_inversion_rentabilidad_media.html

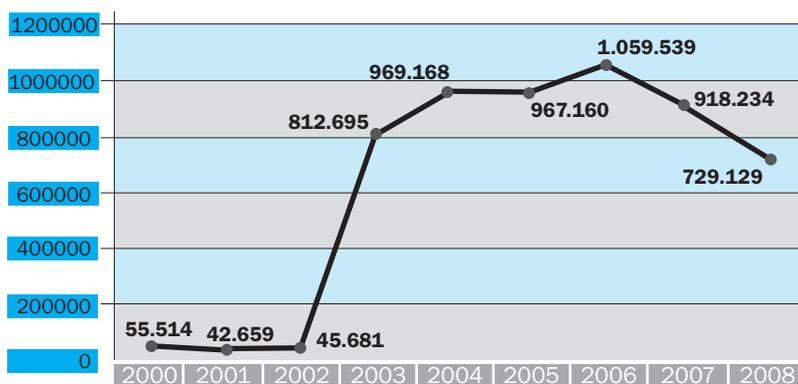
1.1.1 Patrimonio

De acuerdo con los resultados que se presentan en la tabla 1, el volumen de patrimonio del conjunto de las IIC socialmente responsables en España ha disminuido de manera considerable durante el año 2008, tanto en las IIC domiciliadas y comercializadas en España como en las extranjeras, que, a pesar de haber introducido en el mercado financiero español un importante número de fondos, han visto mermado su volumen de patrimonio.

Obviamente, esta tendencia bajista del volumen de patrimonio de los fondos obedece a la crisis financiera que estamos viviendo, cuya profundidad y dimensión está remodelando un sector que, sin duda, quedará notablemente reducido. No hay que olvidar que esta remodelación afecta a la totalidad de la industria de los fondos de inversión, puesto que su patrimonio se redujo en 71.061 millones de euros en 2008, hasta situarse en 167.600 millones de euros, lo que supone una caída del 29% en el año, según datos de Ahorro Corporación, que situó en un descenso del 2,3% la rentabilidad media ponderada.³

Así, en lo que respecta a las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, se ha registrado un significativo descenso del volumen de patrimonio: se ha pasado de 918.234 miles de euros en 2007 a 729.129 miles de euros en 2008. Por tanto, el descenso porcentual en 2008 respecto a 2007 es del -20,6%, sin duda el dato más negativo desde el inicio de la comercialización y gestión de los fondos ISR en España ahora hace 9 años, puesto que hasta ahora siempre se habían registrado incrementos.

Figura 3. Evolución del volumen de patrimonio invertido en los fondos ISR gestionados en España (2000-2008)



Fuente: Elaboración propia.

Profundizando en el análisis del mercado financiero español, es destacable, un año más, el importante volumen de patrimonio que aporta el BBVA Extra 5 II Garantizado, FI. Se trata de un fondo garantizado que preselecciona las empresas del índice financiero *FTSE4Good Global 100 Index*, pero que, a diferencia de los otros fondos ISR indexados, se comercializa como fondo garantizado y no como fondo ISR. Esta IIC cuenta con un patrimonio muy superior al del resto de las IIC socialmente responsables, sobre todo porque es una IIC garantizada, uno de los productos que había alcanzado mayor éxito comercial en los últimos años. Si excluyésemos el valor de esta IIC,⁴ el volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables, a fecha de 31 de diciembre de 2008, ascendería a 100.408 miles de euros.

A 31 de diciembre de 2008, el patrimonio total de los fondos de inversión mobiliarios domiciliados en España, según datos de INVERCO,⁵ ascendía a 167.654.923 miles de euros. Como hemos visto, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios ISR gestionados en España era de 729.129 miles de euros. Así pues, el patrimonio de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España suponía, en esa fecha, el 0,43% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España.⁶ A pesar de todo, no deja de ser un pequeño dato positivo para la ISR, puesto que en 2007 ese porcentaje era inferior, concretamente del 0,38%.

Si nos volvemos a fijar en el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios en España, la tabla 1 nos muestra la evolución de este patrimonio desde 1999 hasta 2008. En esta tabla se puede analizar el impacto de la crisis financiera. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España a 31 de diciembre de 2007, según datos de INVERCO, era de 238.716.583 miles de euros. En un año, entre 2007 y 2008, la variación porcentual del patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios ha sido de -29,77%. Se trata de la disminución de patrimo-

4 Puesto que el patrimonio de esta IIC influye de forma muy significativa en el resultado, consideramos importante comparar estos datos con los obtenidos en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, una vez excluido el valor del patrimonio del fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FI.

5 Fuente: INVERCO: Estadísticas. Fondos de inversión. Diciembre de 2008. Información general. Patrimonio. <http://www.inverco.es/eFondosInversion.do?id=0812_Diciembre-2008> (9/9/2009).

6 Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los fondos ISR y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español.

nio más importante desde el año 2000. Si comparamos esta disminución con la disminución porcentual del patrimonio de los fondos de inversión con criterios ISR en España, entre 2007 y 2008 esta disminución fue de -20,6%. Por lo tanto, se puede afirmar que el impacto negativo de la crisis en el patrimonio ISR fue menor.

En cambio, entre 2006 y 2007, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España registró una disminución del 6,1% según datos de INVERCO, mientras que la disminución patrimonial de los fondos de inversión mobiliaria con criterios ISR entre 2006 y 2007 fue del 13,34%, un porcentaje muy superior, por tanto, al del total de los fondos de inversión mobiliarios. Así, parece que el impacto de la crisis en los fondos ISR fue muy superior en el año 2007 que en el año 2008. Ello indicaría que el 2008 fue un año mejor para la ISR que el año 2007.

Tabla 1. Comparación de la evolución del patrimonio de los Fondos de Inversión y el patrimonio de los fondos de inversión ISR en España (1999-2008)

Periodo anual	Patrimonio total de los Fondos de inversión Miles de €	Patrimonio de los Fondos de inversión con criterios ISR Miles de €	Porcentaje del patrimonio de la ISR sobre el total de los fondos de inversión en España
31/12/1999	205.524.135		
31/12/2000	183.390.713	55.514	0,03%
31/12/2001	179.509.504	42.659	0,02%
31/12/2002	170.801.472	812.695	0,47%
31/12/2003	197.979.756	969.168	0,48%
31/12/2004	219.571.943	967.160	0,44%
31/12/2005	245.823.183	1.059.539	0,43%
31/12/2006	254.322.499	1.059.539	0,41%
31/12/2007	238.716.583	918.234	0,38%
31/12/2008	167.654.923	729.129	0,43%

Fuente para los datos de patrimonio de los fondos de inversión en España: Inverco. Estadísticas. Fondos de inversión. Diciembre 2008. Información General. Patrimonio. http://www.inverco.es/eFondosInversion.do?id=0812_Diciembre-2008 (9/9/2009).

Finalmente, por lo que respecta a las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, debemos señalar que, como en años anteriores, no disponemos de los datos concretos del patrimonio invertido por partícipes en España, ya que las cifras son globales y no desagregadas por países. No obstante, un año más, es importante apuntar que estas IIC no cuentan con muchos partícipes en nuestro país, según información de los propios gestores.

En lo que respecta al volumen de patrimonio del total del capital invertido en estas IIC extranjeras, la tendencia es la misma. Por primera vez desde la aparición de estos fondos ISR en España han registrado una notable disminución del volumen de patrimonio: se ha pasado de 6.650.768 miles de euros en 2007 a 4.623.581 miles de euros en 2008.

(1) Los datos correspondientes al patrimonio de las IIC se refieren al volumen de patrimonio al cierre del período anual (31 de diciembre de 2007). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.

(2) Para poder clasificar adecuadamente las IIC socialmente responsables en España, en este Observatorio ofrecemos dos tablas con cómputos separados. En la primera tabla se contabilizan las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España; en la segunda, las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, pero sí comercializadas en nuestro país.

Tabla 2. Instituciones de inversión colectiva socialmente responsables registradas en la CNMV.
Evolución del volumen de patrimonio (período 2000-2008) (1)

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (2)									
Denominación de la IIC	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Año 2008
	miles de euros	miles de euros	miles de euros						
Ahorro Corporación Responsable 30, FI	-	-	-	-	-	-	6.391	4.353	4.802
BBK Solidaria, FI	-	-	-	-	-	3.408	5.125	7.036	4.115
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	-	-	-	-	76.227	69.399	52.001	29.886	12.539
BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI	7.979	7.935	7.155	6.051	5.876	5.581	4.809	8.620	6.898
Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	-	-	-	-	-	-	7.015	5.210	2.360
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	-	-	-	-	600	7.196	10.946	542
Compromiso Fondo Ético, FI	-	-	-	-	-	-	8.421	12.642	8.490
Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	4.363
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	10.121	9.441	9.359	8.761	10.078	14.978	15.925	16.095	8.879
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	19.059	12.137	8.034	6.116	4.915	4.098	3.947	4.468	2.611
Fonpenedes Ético i Solidari, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	306
Privado Inversión Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	286
Santander Dividendo Solidario, FI	18.355	13.146	8.681	7.499	5.995	21.555	63.182	55.116	15.301
Santander Responsabilidad Conservador, FI	-	-	-	-	-	-	-	35.893	15.720
Urquijo Cooperación, SICAV	-	-	12.452	21.281	14.124	18.347	16.657	14.658	8.885
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	-	-	-	467	10.184	15.235	83.665	25.238	4.311
Fondo basado en índices ISR, pero no comercializado como ISR									
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	-	-	762.520	841.769	813.959	785.205	688.073	628.721
TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA	55.514	42.659	45.681	812.695	969.168	967.160	1.059.539	918.234	729.129

A continuación presentamos el volumen de patrimonio a 31 de diciembre de 2008 de las IIC socialmente responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España:

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (3)									
Denominación de la IIC	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Año 2008
	miles de euros								
Aviva Investors - European Socially Responsible Equity Fund	-	-	-	14.274	10.425	37.400	68.273	94.396	64.986
Aviva Investors - Sustainable Future Global Equity Fund	-	-	-	-	-	-	-	-	85.174
Axa World Fund Clean Tech	-	-	-	-	-	-	-	35.740	15.220
Axa World Fund Human Capital	-	-	-	-	-	-	-	20.957	25.970
Axa World Fund Responsible Development Bonds	-	-	4.680	18.810	19.488	16.850	18.140	15.800	9.620
CAAM Funds Aqua Global	-	-	-	-	-	-	-	45.980	29.580
CAAM Funds Clean Planet	-	-	-	-	-	-	-	-	25.500
CAAM Funds Euro SRI	-	-	-	-	-	-	-	28.310	10.480
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy	66.410	128.370	76.860	56.640	44.910	45.340	43.710	193.470	93.190
Dexia Equities L Sustainable Green Planet	-	-	-	-	-	-	-	10.470	11.580
Dexia Equities L Sustainable World	-	-	25.485	42.464	50.281	71.700	78.030	84.330	64.110
Dexia Money Market Euro Sustainable	-	-	-	-	-	-	-	-	407.130
Dexia Sustainable EMU	-	-	-	-	-	-	48.020	28.190	12.640
Dexia Sustainable Euro Bonds	-	-	-	-	-	-	261.810	258.440	214.400
Dexia Sustainable Euro Corporate Bonds	-	-	-	-	-	-	121.310	107.820	306.860
Dexia Sustainable Euro Government Bonds	-	-	-	-	-	-	303.890	343.490	265.050
Dexia Sustainable Euro Long Term Bonds	-	-	-	-	-	-	104.320	89.230	62.360
Dexia Sustainable Euro Short Term Bonds	-	-	-	-	-	-	-	205.260	216.930
Dexia Sustainable Europe	55.514	-	-	-	-	-	-	259.470	74.430
Dexia Sustainable European Balanced High	-	-	-	-	-	-	-	79.020	46.850
Dexia Sustainable European Balanced Low	-	-	-	-	-	-	-	212.900	161.140
Dexia Sustainable European Balanced Medium	-	-	-	-	-	-	-	437.200	284.940

Dexia Sustainable World	-	-	-	-	-	-	-	106.340	38.280
Dexia Sustainable World Bonds	-	-	-	-	-	-	27.580	28.200	19.120
DWS Invest Climate Change	-	-	-	-	-	-	-	156.300	55.500
DWS Invest New Resources	-	-	-	-	-	-	-	-	229.900
DWS Invest Responsibility	-	-	-	-	16.750	21.200	12.200	61.100	33.900
European Responsible Consumer Fund	-	-	-	-	50.932	56.000	32.935	30.865	22.326
Fortis L Fund Bond SRI Euro	-	-	-	-	-	-	-	77.750	56.460
Fortis L Fund Equity Clean Tech World - Classic	-	-	-	-	-	-	-	-	15.630
Fortis L Fund Equity SRI Europe - Classic	-	-	-	11.400	11.500	15.670	56.920	107.460	81.090
Fortis L Fund Equity SRI World - Classic	-	-	-	-	-	-	-	-	19.790
Fortis L Fund Green Future - Classic	-	-	-	-	-	-	-	-	79.870
Fortis L Fund Green Tigers - Classic	-	-	-	-	-	-	-	-	6.570
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe - Classic	-	-	-	-	195.200	172.490	143.370	126.450	79.650
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe - Classic	-	-	-	-	44.900	46.940	45.520	38.980	21.060
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe - Classic	-	-	-	-	123.300	109.010	101.370	89.280	65.580
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	-	-	27.240	30.570	30.420	32.670	35.660	187.930	47.730
ING (L) Renta Fund Sustainable Fixed Income	-	-	-	-	-	-	-	254.670	16.150
Mellon European Ethical Index Tracker	-	-	10.400	11.920	16.140	21.200	16.320	16.170	6.390
Pictet Funds – European Sustainable Equities	-	-	37.100	26.600	40.200	61.400	165.000	160.000	56.400
Pioneer Funds - Global Ecology	-	-	-	-	-	-	210.940	142.700	753.000
Pioneer Funds - Global Sustainable Equity	-	-	14.070	16.400	13.400	283.900	264.800	203.500	83.500
UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators	-	-	-	-	-	-	219.240	101.440	337.868
UBS (Lux) Equity Fund 2 Sustainable European Equities	-	-	-	-	-	-	6.800	18.130	9.677
TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES NO DOMICILIADAS NI GESTIONADAS EN ESPAÑA (3)	66.410	128.370	195.835	229.078	667.846	991.770	3.517.578	6.650.768	462.3581

La tabla que sigue recoge el patrimonio de las IIC en monedas diferentes al euro:

Dexia Sustainable North America	-	-	-	-	-	-	98.460 miles de \$	126.140 miles de \$	92.460 miles de \$
Dexia Sustainable Pacific	-	-	-	-	-	-	12.522,89 millones de yenes	18.046,51 millones de yenes	6.924,90 millones de yenes
JP Morgan Funds - Global Socially Responsible Fund	-	-	-	-	31.118 miles de \$	38.000 miles de \$	43.100 miles de \$	52.000 miles de \$	65.100 miles de \$
UBS (Lux) Equity Fund -Eco Performance	340.140 miles de CHF	429.570 miles de CHF	313.820 miles de CHF	250.980 miles de CHF	249.536 miles de CHF	255.250 miles de CHF	240.570 miles de CHF	234.970 miles de CHF	119.038 miles de CHF

Fuente: Elaboración propia.

1.1.2 Partícipes

Por lo que respecta a los partícipes, a lo largo de 2008 se ha registrado, por cuarto año consecutivo, una destacable disminución. Éste es uno de los retos importantes de la ISR en España: hacer frente al débil papel que tienen los inversores individuales.

El número de partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España ha pasado de 37.442 en 2007 a 33.707 en 2008, lo que supone un descenso del 9,97%. De nuevo, la crisis financiera, seguida de la caída de los mercados y la salida de dinero hacia otros productos, principalmente depósitos y participaciones preferentes, puede haber provocado este descenso del número de partícipes.

Si comparamos estos datos con los fondos de inversión tradicionales, se confirma que casi tres millones de inversores han dejado los fondos desde finales de 2006 hasta mayo de 2009, lo que supone una caída del 33%. Por otra parte, los que se han quedado en el producto han virado notablemente su perfil de riesgo hacia posiciones más conservadoras que las de hace unos años.⁷

Centrándonos en los fondos ISR gestionados en España, observamos que, si del volumen de partícipes excluyéramos el importante volumen de partícipes que aporta el fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FI, que como ya hemos expuesto no se comercializa como fondo ISR, el número de partícipes de las IIC socialmente responsables, a 31 de diciembre de 2008, sería de 9.162.

Según datos de INVERCO,⁸ el número de partícipes de los fondos de inversión mobiliarios en España, a 31 de diciembre de 2008, era de 6.147.542. A la misma fecha de 2007, el número de partícipes era de 8.264.422. En

(1) Los datos correspondientes al patrimonio de las IIC se refieren al volumen de patrimonio al cierre del período anual (31 de diciembre de 2008). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.

(2) Para poder clasificar adecuadamente las IIC socialmente responsables en España, en este Observatorio ofrecemos dos tablas con cálculos separados. En la primera tabla se contabilizan las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España; en la segunda, las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, pero sí comercializadas en nuestro país.

(3) El patrimonio de estas IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas fuera de España nos informa del capital invertido en todos los países donde se comercializan, y no sólo en España. Por esta razón, no podemos agregar los datos a los de las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España.

7 Fuente: <<http://www.labol-sa.com/foro/mensajes/124512649575442600/>>.

8 Fuente: INVERCO: Estadísticas. Fondos de inversión. Diciembre de 2008. Información general. Partícipes. <http://www.inverco.es/eFondosInversion.do?id=0812_Diciembre-2008> (9/9/2009).

un año (2007-2008), pues, la disminución porcentual del número de partícipes en los fondos de inversión mobiliarios en España ha sido del 25,61%

A finales de 2008, el porcentaje del número de partícipes en los fondos ISR respecto al número de partícipes en el total de los fondos de inversión mobiliaria en España era del 0,54%.

Si comparamos el descenso del 9,97% de los partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España con el descenso del 25,61% registrado por el total de los fondos de inversión mobiliaria en España durante el mismo período anual de 2008, observamos que la evolución del número de partícipes registrada por los fondos ISR no ha sido tan negativa.

Finalmente, en relación con las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, cabe señalar que no se dispone de la información concreta acerca del número de partícipes en España, ya que, al igual que sucedía con los datos relativos al patrimonio, los informes de estas IIC recogen únicamente el volumen de partícipes globales, es decir, de los partícipes que existen en el conjunto de países donde se comercializan. Por tanto, no incorporamos la tabla por no disponer de los datos correspondientes.

Tabla 2. socialmente responsables registradas en la CNMV

Evolución del número de partícipes (período 2000-2008) (1)

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (2)									
Denominación de la IIC	Año 2000								
Ahorro Corporación Responsable 30, FI	-	-	-	-	-	-	988	681	550
BBK Solidaria, FI	-	-	-	-	-	334	424	522	386
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	-	-	-	-	16.295	12.889	9.442	6.550	5.409
BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI	205	201	171	124	106	118	97	99	113
Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	-	-	-	-	-	-	291	241	140
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	-	-	-	-	32	260	250	104
Compromiso Fondo Ético, FI	-	-	-	-	-	-	136	158	130
Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	940
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	331	298	268	261	237	214	193	176	98
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	1.995	1.401	1.048	802	656	525	460	449	331
Fonpenedes Étíc i Solidari, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	1

Privado Inversión Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Santander Dividendo Solidario, FI	700	542	381	285	220	622	1.530	1.450	634
Santander Responsabilidad Conservador, FI	-	-	-	-	-	-	-	201	120
Urquijo Cooperación, SICAV (2)	-	-	126	140	126	129	1.182	104	-
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	-	-	-	7	328	432	105	567	205
Fondo basado en índices ISR, pero no comercializado como ISR									
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	-	-	28.192	30.595	29.707	28.893	25.994	24.545
TOTAL PARTÍCIPES DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA	3.231	2.442	1.994	29.811	48.563	45.002	44.001	37.442	33.707

Fuente: Elaboración propia.

(1) Los datos correspondientes al número de partícipes de las IIC se refieren al número de partícipes al cierre del período anual. Informes del cuarto trimestre de la CNMV para los años 2000-2007. Para el año 2008, los datos se han extraído de los informes anuales de las entidades gestoras de fondos de inversión.

(2) No se nos han facilitado los datos de los partícipes relativos a la SICAV Urquijo Cooperación.

1.1.3 Rentabilidad

Como ya presentamos en el Observatorio anterior, queremos aportar algunos datos sobre la rentabilidad de los fondos ISR. Este año 2008 ha sido un año nefasto para los fondos de inversión en todos los mercados. En general, los fondos de inversión han recibido rentabilidades negativas, y los fondos de inversión con criterios ISR no han sido una excepción.

Según datos de INVERCO, a 31 de diciembre de 2008, las rentabilidades medias ponderadas de los fondos de inversión mobiliarios en los últimos diecisiete, quince, diez, cinco, tres y un años, estuvieron comprendidas entre el 3,92% y el -5,59%. El último año ha sido el período más negativo. Destacan las rentabilidades positivas a diecisiete años (3,92%) y a quince años (2,96%), y la negativa del año 2008 de -5,59%.

Tabla 4. Rentabilidades de los fondos de inversión inmobiliaria (datos a 31 de diciembre de 2008).

	17 Años	15 Años	10 Años	5 Años	3 Años	1 Año
MONETARIOS	4,22	3,35	2,14	1,91	2,40	2,44
FIM RENTA FIJA CORTO PLAZO	4,21	3,31	2,14	1,85	2,03	1,21
FIM RENTA FIJA LARGO PLAZO	4,64	3,71	2,30	1,81	1,30	2,45
FIM RENTA FIJA MIXTA	4,47	3,49	1,29	1,86	0,27	-6,01
FIM RENTA VARIABLE MIXTA	4,56	3,54	-0,40	1,53	-3,27	-22,60
FIM RENTA VARIABLE NACIONAL	7,69	6,61	0,25	4,68	-4,17	-37,80

	17 Años	15 Años	10 Años	5 Años	3 Años	1 Año
FIM RENTA FIJA INTERNACIONAL	4,55	2,98	1,88	0,80	-0,41	-0,22
FIM R. FIJA MIXTA INTERNACIONAL	3,67	2,47	0,17	0,19	-2,24	-9,98
FIM R. V. MIXTA INTERNACIONAL	3,61	2,13	-2,06	-1,09	-6,81	-22,50
FIM RENTA VARIABLE EURO	5,03	3,50	-3,45	-1,04	-10,30	-41,30
FIM RENTA VARIABLE INT. EUROPA	3,56	2,30	-3,76	-1,56	-11,60	-40,50
FIM RENTA VARIABLE INT. EEUU	-4,43	-4,10	-5,25	-5,64	-12,50	-34,40
FIM RENTA VARIABLE INT. JAPON	-3,02	-5,16	-6,19	-4,99	-19,60	-33,80
FIM RENTA VARIABLE INT. EMERGENTES	3,98	0,79	3,25	4,30	-11,70	-53,80
FIM RENTA VARIABLE INT. RESTO	1,42	-0,73	-6,31	-4,09	-13,10	-39,80
FIM GLOBALES	4,17	2,95	-0,28	0,73	-1,48	-9,70
GARANTIZADOS RENTA FIJA			2,44	2,26	2,31	3,28
GARANTIZADOS RENTA VARIABLE			1,98	2,36	1,32	-2,80
TOTAL FONDOS MOBILIARIOS	3,92	2,96	0,91	1,88	0,52	-5,59
FONDOS INMOBILIARIOS			6,43	4,79	4,02	0,69

Fuente: INVERCO. Nota de prensa. Datos de Instituciones de Inversión Colectiva. 31 de diciembre de 2008. INVERCO. Estadísticas. Fondos de inversión. Diciembre de 2008. Transferencia de datos.

La rentabilidad de la práctica totalidad de los fondos de inversión mobiliarios con políticas de ISR ha sido negativa en 2008, pero los datos son comparables a la media del mercado, que es, según INVERCO, del -5,59%. Tal y como se observa en la tabla 5, sólo uno de los diecisiete fondos ISR, el recién creado Fonpenedès Ètic i Solidari, FI presenta una rentabilidad positiva, junto con la SICAV Urquijo Cooperación.

Tabla 5. Rentabilidad de las IIC ISR registradas y gestionadas en España (31 de diciembre de 2008)

Denominación de la IIC	Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/08)
Ahorro Corporación Responsable 30, FI	-18,10%
BBK Solidaria, FI	-8,69%
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	-39,77%
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-0,68%
BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI	-12,11%
Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	-33,73%
CAM Fondo Solidaridad, FI	-21,05%
Compromiso Fondo Ético, FI	-20,07%
Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI	-45,28%
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	-10,84%

Fondo Solidario Pro Unicef, FI	-8,42%
Fonpenedés Étíc i Solidari, FI	1,10%
Privado Inversión Socialmente Responsable, FI	-4,51%
Santander Dividendo Solidario, FI	-37,14%
Santander Responsabilidad Conservador, FI	-0,31%
Urquijo Cooperación, SICAV	0,52%
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	-18,08%

Fuente: Los datos sobre rentabilidad se recogen de los informes del cuarto trimestre 2008 de las correspondientes gestoras.

⁹ Eurosif, *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors*, 2003 Report, París, octubre de 2003.

1.2 La inversión institucional: fondos de pensiones de empleo

Siguiendo la línea iniciada el año pasado en este Observatorio, además de facilitar los datos del mercado *retail*, vamos a dedicar un apartado a la evolución del mercado institucional ISR en España. Incorporaremos en este estudio la evolución de los planes y fondos de pensiones de empleo e individuales con criterios ISR y analizaremos sus principales datos y características.

El desarrollo del mercado de la ISR entre los inversores institucionales constituye, en los últimos años, uno de los principales motores de la sostenibilidad en el mercado financiero convencional.⁹ Entre estos inversores encontramos, sobre todo, los planes y fondos de pensiones de empleo, las instituciones religiosas, las fundaciones y ONG, los gobiernos y las administraciones públicas, y las universidades. En los países anglosajones hemos visto cómo estos fondos —especialmente los planes de pensiones de empleo—, por sus características, pueden ser uno de los marcos más favorables para integrar los criterios de responsabilidad en la gestión de la cartera de inversión colectiva por mandato de las comisiones de control a los gestores.

En el contexto internacional, lo que destaca entre los inversores institucionales, especialmente en los fondos de pensiones de empleo, es su capacidad para influir en los gestores de inversión. En general, como destaca Eurosif (2008), estos inversores suelen adoptar estrategias de ISR más amplias, que incorporan criterios de exclusión y estrategias de inclusión menos estrictas y más vinculadas a la gestión del riesgo y a la sostenibilidad que a la inversión estrictamente ética. En muchas ocasiones, los inversores institucionales suelen iniciar su ISR pidiendo a sus gestores que excluyan de la cartera aquellas empresas que incurren en uno o dos criterios de exclusión básicos, y poco a poco van avanzando a través de

otras estrategias, como por ejemplo el ejercicio del voto en las asambleas de accionistas o la relación de diálogo o implicación con las empresas participadas en la cartera.

Así pues, además de la preselección y el análisis de la cartera, una de las estrategias más utilizadas por los inversores institucionales, ya sean fondos de pensiones o instituciones religiosas, es el diálogo o la implicación con las empresas participadas. Esta estrategia, que en inglés se conoce como *engagement*, la vamos a denominar “diálogo” o “implicación en la gestión de la empresa”. Los partícipes de estos fondos, como accionistas de las empresas participadas, establecen una relación directa con los equipos de alta dirección de las empresas participadas. Son marcos de relación continuada, que suelen ser ejercidos por los gestores de los fondos institucionales, en tanto que representantes de los partícipes del fondo. En algunas ocasiones, las propias comisiones de control de los planes de empleo pueden establecer esta relación directa con las empresas en que se invierte en la cartera. Como accionistas, se considera que existe una relación de responsabilidad entre la inversión y la actuación empresarial, y se pretende influir en las políticas sociales y medioambientales de la empresa participada.

Otra estrategia utilizada por los inversores institucionales, especialmente en los fondos y planes de pensiones de empleo con criterios ISR, es el ejercicio de los derechos políticos como accionistas de las empresas participadas. De ello se deriva el ejercicio del voto en las juntas generales de accionistas. Se trata de una práctica muy habitual entre los fondos de pensiones ISR en Estados Unidos, que, además de votar, presentan resoluciones para proponer cambios en las políticas empresariales. En España, como veremos más adelante, esta estrategia se está empezando a consolidar. En última instancia, es en esta estrategia donde la ISR enlaza directamente con el gobierno corporativo de la empresa, pues el ejercicio de los derechos políticos está garantizado por los códigos de gobierno corporativo en cada país. De esta forma, en los últimos años, los inversores responsables han pedido que los códigos y principios de gobierno corporativo garanticen el derecho al voto en las juntas de accionistas de los inversores minoritarios y permitan el voto fiduciario o delegado.

Estas tres estrategias —la preselección de la cartera, el diálogo o implicación con las empresas y el ejercicio del derecho al voto en las juntas generales de accionistas— definen las tres líneas estratégicas de actividad de la mayoría de los inversores institucionales ISR, especialmente, como ya hemos apuntado, de los fondos y planes de pensiones de empleo.

1.2.1 Los planes y fondos de pensiones en España

Este año, como ha sucedido con los fondos de inversión, los datos sobre el mercado y la evolución de los fondos de pensiones en España no han sido muy alentadores. En efecto, los fondos de pensiones también se han visto afectados severamente por la crisis financiera global y presentan una rentabilidad negativa. No obstante, si nos fijamos en el mercado de la ISR en España, podemos afirmar que en estos momentos el mercado institucional es más activo que el mercado *retail*. Los gestores de fondos de pensiones, las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo y los sindicatos han dado pasos importantes que permiten realizar esta afirmación.

En primer lugar, en el último año, 5 fondos de pensiones, 4 gestoras de inversión de fondos de pensiones y un servicio profesional han firmado los *Principles for Responsible Investment* de Naciones Unidas, que comprometen a estos inversores institucionales y gestores a adoptar criterios de sostenibilidad y responsabilidad social en la preselección de la cartera. En segundo lugar, algunas comisiones de control de estos planes están trabajando seriamente con los gestores de los fondos para avanzar en este sentido. En tercer lugar, los sindicatos, especialmente Comisiones Obreras y UGT, están trabajando activamente con los miembros de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones de empleo para que avancen en la selección de las carteras de los fondos de pensiones y para que ejerzan sus derechos políticos en las juntas de accionistas impulsado el buen gobierno corporativo y la ISR. En cuarto lugar, la creación de SpainSIF ha integrado de forma muy significativa a los inversores institucionales, a los gestores de estos fondos y a los sindicatos.

Todo ello permite prever que la ISR impulsada por los fondos de pensiones de empleo puede llegar a ser el puntal de este tipo de inversión en nuestro país en los próximos años.

1.2.2 Principales características de los planes de pensiones en España

Como ya explicamos en el Observatorio anterior, en la actualidad, los fondos de pensiones ocupan un espacio importante en el sistema financiero y son el pilar básico del complemento privado al sistema público de pensiones. La creación de los fondos de pensiones privados de empleo en nuestro país es tardía, si se compara con los países anglosajones. En España, los primeros fondos de pensiones privados, planes de pensiones de empleo o individuales, se crearon a finales de la década de 1980. Desde el punto de vista legal, el primer Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones se aprobó en 1987.¹⁰ En la actualidad, el mercado se encuentra todavía en fase de desarrollo, y una característica muy importante es que los principales fondos de pensiones en volumen de patrimonio corresponden a grandes empresas, como “la Caixa”, Telefónica BBVA y ENDESA, o están vinculados a la Administración pública, como es el caso del Plan de Pensiones de la Administración General del Estado.

En España, los fondos de pensiones se rigen actualmente por el Real Decreto Legislativo 1/2002.¹¹ La aprobación de este nuevo marco normativo tiene que ver con la transformación del marco normativo europeo sobre planes y fondos de pensiones. El 23 de septiembre de 2003 se publicó la Directiva 2003/41 CE del Parlamento Europeo y del Consejo,

¹⁰ Se trata de la Ley de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones, Ley 8/1987, de 8 de junio.

¹¹ Este Real Decreto 1/2002 de Planes y Fondos de Pensiones integra y sustituye al reglamento originario, aprobado mediante el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre.

relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, en la que, tras un largo proceso de discusión y debate intraeuropeo, se definen las directrices que deben seguir los países miembros.

Los planes de pensiones establecen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez. Se trata de planes o fondos constituidos voluntariamente por la entidad promotora, y sus prestaciones no son, en ningún caso, sustitutivas de las preceptivas en el régimen correspondiente de la Seguridad Social; en consecuencia, tienen carácter privada y son complementarias de aquellas.

Un **plan de pensiones** es una modalidad de ahorro que permite, pasado un tiempo, recuperar el valor de lo invertido, más los rendimientos que haya generado durante ese período. Generalmente, esos ahorros se invierten en un fondo con una serie de gratificaciones fiscales específicas. La ley establece que los planes deben integrarse en un fondo de pensiones, que puede incluir al mismo tiempo más de un plan.

Los **fondos de pensiones** son patrimonios creados exclusivamente con el propósito de dar cumplimiento a planes de pensiones. En consecuencia, los diferentes planes de pensiones integrados en un mismo fondo de pensiones responderán a una misma política de inversión. Los fondos de pensiones carecen de personalidad jurídica y son administrados necesariamente por una entidad gestora con el concurso de una entidad depositaria.

Según el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, en España existen tres modalidades de planes de pensiones: empleo, individuales y asociado.

En España, la creación y participación en los planes y fondos de pensiones de empleo es voluntaria. Por este motivo, sólo un 9% de los trabajadores cuenta con un plan de pensiones de empleo, que se mantiene sobre todo en las grandes empresas. Según los datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), en 2007, sólo 1,7 millones de empleados tenían algún plan de pensiones de empleo.¹² Si comparamos los datos del capital invertido en los fondos de pensiones de empleo, clasificados como el segundo pilar en el marco de la Unión Europea (15), España ocupa el sexto lugar, por delante de países como Austria, Bélgica, Finlandia, Hungría, Irlanda, Italia y Portugal (EFRP, 2008: 33).

12 <<http://www.dgsfp.mineco.es/profesionales/informacion-tecnica/c.p.asp>> (16/6/2008).

1.2.3 Principales datos sobre los planes de pensiones en España

Según los datos del último informe de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2009), al cierre del ejercicio del año 2008, en España, el número de planes existentes era de 3.019. Esta cifra supone un incremento del 1,7% respecto a 2007 (2.969 planes).

Tabla 6. Número de planes y fondos de pensiones en España (2006-2008)

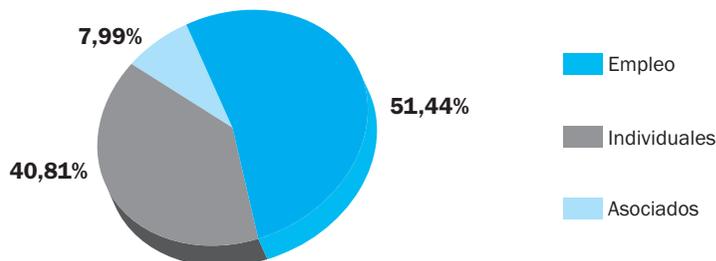
MAGNITUD	2006	2007	2008	Incremento absoluto (2007-08)	Incremento porcentual (%) (2007-08)
Planes de pensiones	3.289	2.969	3.019	50	1,7
Fondos de pensiones	1.340	1.353	1.374	21	1,6
Entidades Gestoras	112	113	106	-7	-6,2
Entidades Depositarias	100	102	102	0	0

Fuente: DGSFP (2009), p. 23.

Durante el año 2008 se incrementó en 50 el número de planes de pensiones y en 21 el número total de fondos de pensiones. Respecto a las entidades gestoras, su número se redujo en 7 sociedades, mientras que las entidades depositarias se mantuvieron igual. El incremento anual del número de fondos de pensiones fue del 1,6%.

Según las modalidades, los datos muestran cómo el 51,44% de los planes de pensiones en España son de empleo, es decir, promovidos por una empresa, sociedad, corporación o entidad, siendo sus empleados los partícipes. El 40,61% son individuales. Finalmente, sólo el 7,9% son asociados, es decir, planes promovidos por una asociación o un sindicato y cuyos partícipes son sus miembros, asociados o afiliados.

Figura 4. Distribución del número de planes de pensiones por modalidades. Año 2008.



Fuente: DGSFP (2009), p.27.

La evolución de los planes de pensiones, según las distintas modalidades es la siguiente:

Tabla 7. Número de planes de pensiones por modalidades. Año 2007-08

Año	Empleo	Asociados	Individuales	Total
2008	1.553	240	1.226	3.019
2007	1.559	234	1.176	2.969

Fuente: DGSFP (2009), p.26.

La modalidad de planes que en 2008 experimentó un mayor crecimiento porcentual fue la del sistema individual, con un incremento del 4,3%, seguida de los planes asociados, que crecieron un 2,6%. Los planes de empleo, en cambio, decrecieron un 0,4%.

Si comparamos los partícipes según modalidades de planes de pensiones, observamos cómo la mayoría de partícipes en España optan por los fondos de pensiones individuales.

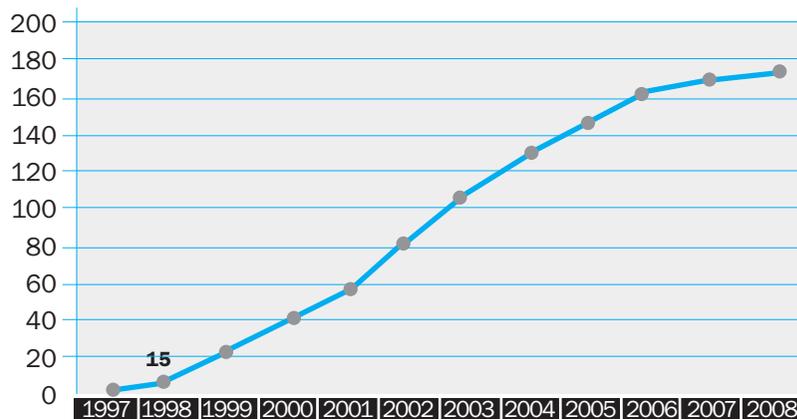
Tabla 8. Distribución de los partícipes por las diferentes modalidades de planes de pensiones en España: empleo, asociados e individuales (año 2008)

Nº DE PARTÍCIPES	
EMPLEO	1.922.805
ASOCIADOS	90.013
INDIVIDUALES	8.623.778
TOTAL	(*) 10.636 596

(*) Datos estimados

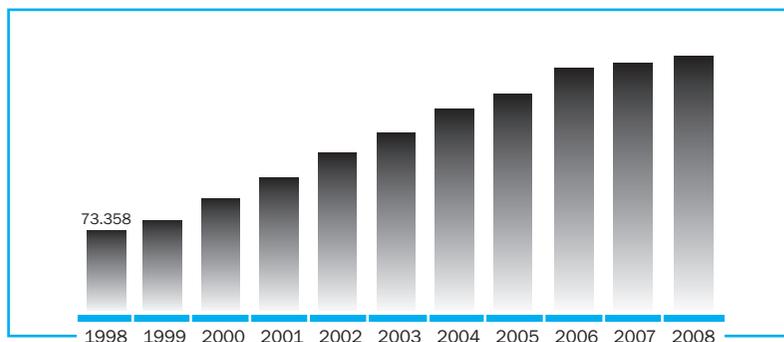
Fuente: DGSFP (2009), p.97.

Si tenemos en cuenta el número de fondos de pensiones en el año 2008, éste se incrementó un 1,6% respecto el año anterior. Considerando el año 1997 como base, el número de fondos inscritos a 31 de diciembre de 2008 acumula un aumento del 171,5%.

Figura 5. Incremento acumulado del número de fondos de pensiones (1997-2008)

Fuente: DGSFP (2009), p. 24.

Del total de 1.374 fondos de pensiones inscritos a 31 de diciembre de 2008, 361 eran fondos de pensiones que incorporaban planes de pensiones de la modalidad de empleo; 188 no tenían ningún plan de pensiones integrado al finalizar 2008 (el 13,7% del total), y 805 tenían un único plan integrado, lo que equivale al 58,6%.

Figura 6. Evolución del número de Fondos de pensiones inscritos en el registro de la DGSFP (1988-2006)

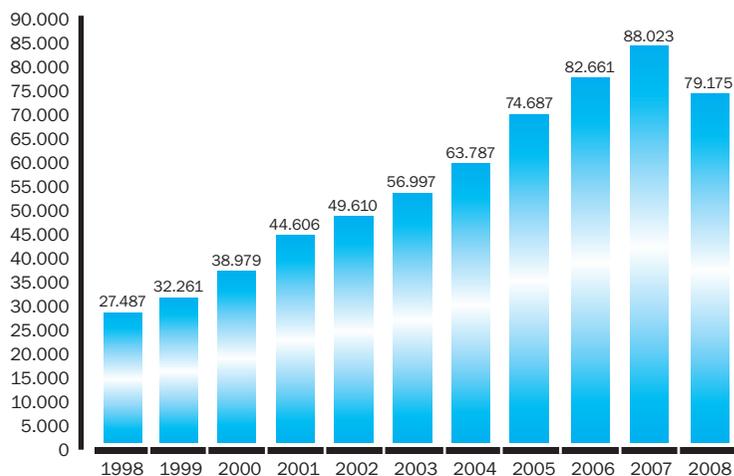
Fuente: DGSFP (2009), p. 25.

Respecto a los datos sobre el patrimonio y los partícipes, se estima que, al cierre del ejercicio de 2008, el patrimonio gestionado por los fondos de pensiones en España, que contaban con 10.636.596 partícipes, ascendía a 79.175 millones de euros. Según el informe de la DGSFP (2009), el patrimonio gestionado ha

disminuido en un 10% respecto a finales de 2007. En cambio, los partícipes han experimentado un crecimiento del 2,3%.

En la siguiente figura observamos la evolución del patrimonio de los fondos de pensiones desde 1998 hasta 2008, y cómo éste no ha dejado de incrementarse hasta este último año, cuando se advierte el impacto de la crisis económica.

Figura 7. Evolución del patrimonio de los fondos de pensiones en España (1998-2008)



Fuente: DGSFP (2009), p. 90.

Tabla 9. Fondos de pensiones en España: evolución del patrimonio y partícipes (2006-2008)

MAGNITUD	2006	2007	2008	Incremento absoluto (2007-08)	Incremento porcentual (%) (2007-08)
Patrimonio fondos ³	82.660	88.022,5	79.175	-8.847,5	-10,0
Partícipes	9.794.093	10.396.654	10.636.596	239.942	2,3
Aportaciones ³	8.096	7.097	6.296	-801	-11,3
Prestaciones ³	3.300	3.245	3.683	438	13,5

³ Datos en millones de euros

Fuente: DGSFP (2009), p.89.

Datos definidos en la *Memoria estadística de planes y fondos de pensiones 2008*.

1.2.4 Principales planes de pensiones de empleo en España

En cuanto al volumen de patrimonio (y también de partícipes), los planes de pensiones más importantes en España son los de las grandes empresas: “la Caixa”, Telefónica, BBVA, Endesa e Iberdrola. El sector que cuenta con mayor número de planes de pensiones de empleo es el financiero, que concentra el 20% del patrimonio de este tipo de fondos en España (DGSFP, 2007).

La siguiente tabla se ha elaborado a partir de las estadísticas sobre fondos de pensiones de INVERCO a 31 de marzo de 2009. Éstos son los planes de pensiones de empleo en España con mayor volumen de patrimonio.

13 <http://www.inverco.es/documentos/estadisticas/planes_pensiones/espana/informe_trimestrales/0812-RkgPatrimFondos.pdf> (9/9/2009).

Tabla 10. Planes de pensiones de empleo con mayor volumen de patrimonio en España (31 de abril de 2009)

Plan de pensiones	Fondo de Pensiones	Entidad gestora	Patrimonio miles € 31/12/2009	Patrimonio Miles € 30/6/2009	Partícipes 30/6/2009
Plan de pensiones de los empleados de “la Caixa”	Pensions Caixa 30	Caixa Vida	3.592.102	3.639.853	28.876
Empleados de Telefónica	Empleados de Telefónica ESP	Fonditel	3.083.220	2.883.167	41.518
Fondo de pensiones de empleo del BBVA	Fondo 23	Gestión de previsión y Pensiones BBVA	2.461.661	2.500.939	37.567
Plan de Pensiones de Endesa	Endesa FP	Ibercaja Pensión	2.265.672	2.300.078	18.071
Plan de Pensiones de Iberdrola	Empleados Iberdrola	BBVA Pensiones	974.741	1.008.043	10.996
Europopular Integral	Europopular integral	Europensiones	718.218	741.919	13.484
Plan de pensiones de los Empleados de CajaMadrid 23	Empleados Caja Madrid	Empleados Caja Madrid	672.396	730.489	18.974
Empleados Caja Ahorros del Mediterraneo	FP CAM	Mediterraneo Vida	459.286	469.185	9.293
Plan de Pensiones Repsol YPF	Repsol II FP	Gestión de Previsión y Pensiones BBVA	448.551	455.064	9.294
Empleados Ibercaja	Iber Empleados FP	IbercajaPension	442.160	447.719	5.131

Fuente: INVERCO. Estadísticas Fondos de Pensiones. Informe 2008 y junio 2009. 13 <http://www.inverco.es/eF/Espana.do?per=m&id=090E_Junio_2009> (14 de septiembre de 2009). Los datos de INVERCO sobre patrimonio de los fondos de pensiones no coinciden con los datos de la tabla 12 sobre el patrimonio de los fondos de pensiones ISR; la razón es que la fuente de información es diferente. La información de la tabla 12 ha sido facilitada a este Observatorio por los propios gestores del fondo y las comisiones de control. En general, la diferencia es que, en INVERCO, los gestores del fondo no sólo incluyen el patrimonio de ahorro gestionado por el fondo, sino también la provisión matemática incluida en el seguro.

1.2.5 El impacto de la crisis y el futuro de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en España

La crisis financiera ha impactado severamente en los fondos de pensiones en todo el mundo, especialmente en Estados Unidos, donde se vieron afectados por el impacto de los créditos *subprimes*, pero también en el Reino Unido o en América Latina. La crisis financiera, así mismo, ha impactado negativamente en los fondos de pensiones en España, que desde el tercer trimestre de 2007 no han dejado de ver cómo disminuye su rentabilidad. Según el Servicio de Medición de Fondos de Pensiones (PIPS, Pension Investment Performance Service) de Mercer,¹⁴ la rentabilidad media de los fondos de pensiones en España en 2008 fue de -8,5%, el dato más negativo desde 1996. El impacto en la rentabilidad ha afectado directamente al patrimonio y ha llevado a los gestores de estos fondos a cambiar las estrategias de inversión intentando mantener el patrimonio en un momento como el actual.

14 [http://mx.mercer.com/summary.htm?sessionid=v0xQB4xrlBsifu14tAMQbw**.merc04?siteLanguage=102&idContent=1331780#>\(9/9/2009\).](http://mx.mercer.com/summary.htm?sessionid=v0xQB4xrlBsifu14tAMQbw**.merc04?siteLanguage=102&idContent=1331780#>(9/9/2009).)

15 [http://mx.mercer.com/summary.htm?sessionid=v0xQB4xrlBsifu14tAMQbw**.merc04?siteLanguage=102&idContent=1331780#>\(9/9/2009\).](http://mx.mercer.com/summary.htm?sessionid=v0xQB4xrlBsifu14tAMQbw**.merc04?siteLanguage=102&idContent=1331780#>(9/9/2009).)

Tabla 11. Rentabilidad de los fondos de pensiones en España. Año 2008

Rentabilidades medianas estimadas Fondos de Pensiones Españolas		
	Diciembre 2008	12 meses
Renta fija	1,0%	6,5%
Renta Variable Euro	0,9%	-41,6%
Renta Variable no Euro	-7,4%	-34,4%
Fondo total	-0,6%	-8,5%

Fuente: Pension Investment Performance Service de Mercer. Enero 2009 . 15

Los fondos de pensiones con criterios ISR no han escapado al impacto, pero, además, como consecuencia de la crisis financiera, sus partícipes y las comisiones de control han sufrido también una crisis en relación con la viabilidad de la ISR. Tal como nos informan los sindicatos, este hecho ha comportado que, durante un tiempo, tanto las comisiones de control como los gestores hayan discutido sobre el futuro de las estrategias de ISR que habían empezado a aplicar en los últimos años. Como consecuencia, muchos analistas de ISR apuntaban la situación crítica a la que se enfrentaba la ISR en el mercado institucional, especialmente en países como España, donde no había acabado de despegar en los fondos de pensiones de empleo.

En general, en una primera etapa, la crisis económica global pudo frenar la ISR, pues las comisiones de control y los gestores priorizaron el objeti-

vo económico. No obstante, en España, en el último año, hemos visto cómo aquellos fondos que habían empezado a aplicar criterios ISR, no sólo han mantenido sus políticas, sino que las están consolidando y, además, avanzan en su mejora. Así pues, tras el impacto inicial de la crisis, se constata que la ISR en el mercado institucional está avanzando. En este marco, los miembros de las comisiones de control de estos planes —que aplicaban criterios ISR— han considerado que el impacto de la crisis no proviene de la preselección de la cartera que habían realizado para gestionar el riesgo y la sostenibilidad de la inversión, sino de la falta de responsabilidad y de regulación de los mercados financieros.

En este sentido, en España, los departamentos de los sindicatos que trabajan en el marco de los fondos de pensiones tienen un papel muy importante. Para seguir avanzando en la ISR, en el último informe elaborado por el equipo de la Secretaría de Previsión Social Complementaria de Comisiones Obreras (CC.OO., 2009: 15) para apoyar a las comisiones de control, se destaca la necesidad que tienen estas comisiones de disponer de más información extrafinanciera, sobre impactos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo de las empresas, para gestionar mejor la complejidad de la crisis e identificar mejor los riesgos financieros. También se apunta la necesidad de que estas comisiones de control generen un marco de control y supervisión sobre el trabajo de los gestores externos. Para ello se precisa formarlas y reforzar los procesos de toma de decisiones con criterios de gestión del riesgo.

1.2.6 Los fondos de pensiones de empleo, las comisiones de control y la ISR

En España, los fondos de pensiones de empleo no tienen más de dos décadas de vida. Nacieron a finales de la década de 1980 o principios de 1990. En estas dos décadas, los miembros de las comisiones de control han tenido que trabajar mucho para conocer el funcionamiento de los fondos de pensiones y la inversión en general. Las comisiones de control están formadas por los representantes de los partícipes y los beneficiarios, que son los trabajadores de la empresa y los representantes de los promotores o la dirección de la empresa. Ellos forman el núcleo de la comisión de control. La relación entre los miembros de las comisiones de control se ha ido consolidando lentamente en torno a intereses complejos y diversos.

En general, a lo largo de estas dos décadas, el primer objetivo de las comisiones de control ha sido —y continúa siendo— mantener la rentabilidad de la inversión, especialmente en épocas de crisis financieras como la actual. No obstante, una vez consolidados los fondos, además de la rentabilidad, los miembros de las comisiones de control representantes de los trabajadores también han puesto la atención en el tipo de inversión y el impulso de la responsabilidad laboral y social de las empresas participadas.

Para poder consolidar su trabajo, los representantes de los trabajadores han recibido el apoyo de los sindicatos por medio de programas de formación, de apoyo personalizado y de conferencias y seminarios, para avanzar en una gestión responsable de los fondos de pensiones de empleo. Poco a poco, la madurez de los fondos de pensiones en nuestro país ha comportado que las comisiones

de control de algunos fondos de pensiones de empleo impulsados por los sindicatos hayan empezado a trabajar en la integración de criterios de responsabilidad social y medioambiental y gobierno corporativo en la preselección de la cartera de inversión. De esta forma, cada vez hay más comisiones de control de fondos de pensiones de empleo en España que adoptan políticas de ISR. Estas comisiones han ido avanzando en el conocimiento del funcionamiento de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en otros países, vinculándose al movimiento internacional de la ISR y utilizando los diferentes instrumentos que han ido emergiendo en torno a las conferencias sindicales internacionales y las iniciativas de Naciones Unidas.

16 Principles of Responsible Investment, a partir de ahora PRI.

En nuestro país, las primeras comisiones de control interesadas en estos temas fueron las de los grandes fondos de pensiones de empleo, aquellos que tenían representantes sindicales y corporativos que se dedicaban, de forma semiprofesional o profesional, a la dirección del fondo de pensiones. Se trataba, entre otros, de los fondos de pensiones de los empleados de Telefónica, de los empleados de “la Caixa”, de la Dirección General de Aragón y de los trabajadores de la ONCE, Oncepensión.

La implementación, hace 6 ó 7 años, de los mandatos de la responsabilidad social en la gestión de la cartera del fondo no resultó fácil. Las comisiones de control tuvieron que trabajar de forma importante con los gestores de inversión para encontrar estrategias de inversión real que respondiesen a sus demandas. La vía más fácil y factible en aquellos momentos fue la compra de participación de fondos ISR extranjeros que ya se comercializaban en Europa.

En los últimos años, más de una decena de comisiones de control de fondos de pensiones de empleo han desarrollado nuevas estrategias de ISR. En algunos casos, estas comisiones han integrado criterios de responsabilidad social y medioambiental en la política de inversión, pidiendo a sus gestores la implementación directa de criterios de responsabilidad social, medioambiental y ética. Otras comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo han empezado a implementar la ISR a través de la firma de los Principios de Inversión Responsable (PRI)¹⁶ de Naciones Unidas, que son aceptados e impulsados por inversores institucionales en todo el mundo, a través de la inversión en fondos ISR extranjeros.

De forma paralela a la preselección de la cartera, otras comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo han empezado a adoptar estrategias como inversores activos y ejercen el derecho al voto en las jun-

tas de accionistas de las empresas participadas. La complejidad que supone la integración de criterios ISR en la práctica de la gestión de la cartera y en el ejercicio de los derechos políticos y el activismo accionarial es muy diversa, circunstancia que se refleja claramente en las diferentes propuestas y tendencias que veremos a propósito del análisis de los fondos de pensiones con criterios ISR.

El papel de toma de decisiones de la comisión de control en todo este proceso es fundamental. En los últimos años, las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo se han convertido en uno de los principales impulsores de la ISR en el mercado institucional. Para avanzar en este proceso, estas comisiones han recibido el apoyo de los departamentos de fondos de pensiones de los sindicatos, que han facilitado la información y la formación a los miembros de las comisiones para que puedan avanzar en la elaboración de políticas ISR y su implementación. Cabe referirse, en particular, a la Secretaría Confederal de Seguridad Social y Previsión Social Complementaria de Comisiones Obreras, que ha desarrollado diferentes campañas para formar a los miembros de las comisiones de control y para que éstos ejerzan los derechos políticos y su ejercicio de voto en las juntas de accionistas de las empresas participadas del IBEX 35.

1.3 Planes y fondos de pensiones de empleo con políticas ISR

En estos momentos¹⁷ podemos afirmar que, en España, hay 12 fondos o planes de pensiones que han ido integrando criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la política de preselección de la cartera. Otros fondos se hayan inmersos en un proceso de definición de la política de integración.

La siguiente tabla muestra los fondos de pensiones de empleo que han incorporado políticas de ISR y sus respectivas estrategias.

17 La investigación se cerró a 31 de septiembre 2009. En estos momentos sabemos que hay otros fondos que están trabajando en integrar políticas ISR, pero que por demanda de las comisiones de control no fueron aún contabilizados debido a su proceso incipiente.

Fondo de pensiones de empleo	Tipo de estrategia de ISR	Política ISR	Mes y año de firma de los PRI	Participación en juntas de accionistas	Porcentaje de la cartera dedicado a ISR	Patrimonio (miles €) A 31/12/2008	Participes a 31/12/2008	Rentabilidad 1 año a 31/12/2008	Rentabilidad acumulada a 31/12/2008	Entidad gestora	Otros
Futurcaval Plan/Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja	Estrategia de integración.	Adopción de los Principios de ISR de Naciones Unidas, estableciendo formalmente requisitos de aplicación de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en el proceso de gestión de inversiones y criterios de discriminación positiva. Regulación más amplia del control que debe ejercer la comisión de control.	Firma de los PRI de UN: 22/12/2008 Futurcaval, FP	Ejercicio de los derechos políticos en las empresas del IBEX 35: voto indirecto.	100% (en proceso)	366.674,6	6.683	-7,21%	+6,52% a 31 de agosto de 2009	Aseguradora Valenciana, S.A. de Seguros y Reaseguros (ASE-VAL)	
Plan/Fondo de pensiones de empleo del BBVA	Estrategia de integración.	1. Cartera de títulos de renta variable: en concordancia con normas internacionales en materia de derechos humanos o explotación infantil; integración de criterios sociales y de gobierno corporativo en el análisis de inversiones; actividad de gobierno corporativo. 2. Fondos ISR de renta variable de tenencias gestoras. 3. Activos de renta fija (gobiernos y privada): rating mínima	Firma de los PRI de NU en febrero de 2008.	Participación en juntas de accionistas con prima de asistencia.	100% (en proceso)	2.461.661	41.162	-7,12%	-7,12%	Gestión de Previsión y Pensiones EGFP. Firma de los PRI de NU en febrero de 2008	

Plan/Fondo de pensiones de los empleados de "la Caixa" Pensions Caixa 30 FP	De estrategia reducida a estrategia de integración (en proceso).	mo de sostenibilidad. 4. Inversiones pasivas basadas en índices de sostenibilidad e inversiones en fondos temáticos.	Firma de los PRI de NU en noviembre de 2008.	En estos momentos, la compra de acciones se realiza a través de inversión indirecta: a través de fondos de inversión. Se comunica a los gestores del fondo en el que se invierte la política ISR. Los gestores del fondo. La comisión de control ya ha aprobado en el protocolo de actuación para participación directa y significativa de acciones en un futuro próximo para poder actuar como accionistas activos.	Objetivo de incluir la ISR en toda la filosofía del fondo. La posición en fondos de renta variable catalogados como ISR a 30/6/2009 era del 13,39% de la cartera RV, que representa un 3,45% del total invertido. No obstante, si revisamos el detalle de la cartera, los activos que pasan el filtro de la ISR serían muy superiores. Sin embargo, no está contabilizado.	3,623,644	28,292	-15,49%	1,34% anual (30/6/2009) Representa una acumulación de capital del 12,01 desde 2001	Vida Caixa Previsión Social Grupo Segur Caixa Holding	Consultaría y revisión de la política y la gestión: Mercer
---	--	---	--	--	--	-----------	--------	---------	--	---	--

<p>Fondo de pensiones de empleo de Caixa Galicia</p>	<p>Estrategia de integración.</p>	<p>Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la selección de las inversiones. Discriminación positiva y negativa. Compromiso iniciado en 2004. Entre estas políticas ISR destacan las de medio ambiente, responsabilidad social corporativa y recursos humanos, y la de prevención de delitos financieros. La discriminación positiva se realiza al escoger empresas con calificación social de una agencia especializada, ubicadas en países que cumplan el Protocolo de Kyoto, realicen la memoria de RSE o cumplan claramente los criterios ASG. Por otra parte, como discriminación negativa, la comisión de control ha decidido que la gestora aplique este criterio a empresas que, como actividad principal, se dediquen al juego, la producción o distribución de pornografía y la producción o venta de armas. Como avance en tomas de posición directas, se ha deci-</p>	<p>Pendientes de decisión</p>	<p>Se asiste a las juntas generales de accionistas de las mayores compañías del IBEX35 en cartera</p>	<p>100%</p>	<p>391.319</p>	<p>4.850</p>	<p>-3,54%</p>	<p>3,98%</p>	<p>CxG Aviva Corp C.G. SVR.</p>	
--	-----------------------------------	---	-------------------------------	---	-------------	----------------	--------------	---------------	--------------	-------------------------------------	--

Fondo de los empleados de la Caja de Ahorros de Jaén	Estrategia de integración.	<p>didado participar en un fondo medioambiental temático dentro del ámbito de las ISR.</p>	<p>Caja Jaén tiene un código de conducta responsable en el mercado de valores que se tiene en cuenta en la inversión de la cartera. Criterios negativos: empresas cuyos ingresos y beneficios provengan de actividades relacionadas con la producción de armamento ligero y nuclear de cualquier tipo, contratos militares de abastecimiento, tabaco, juego o pornografía. Controversias en temas de corrupción y sobornos de actividades, de lobby político, de blanqueo de dinero, sobre impuestos, sobre aspectos éticos en actividades de I+D. Criterios de exclusión por motivos laborales: controversias en las condiciones de los trabajadores, sobre la discriminación en el puesto de trabajo,</p>	100%	Ejercicio de los derechos políticos en las empresas del IBEX 35: voto por correo	6.760	190	-13,44%	-4,04% (desde 31/12/08 a 14/9/09)	Casar Pensiones EGPFS.A. Firma de los PR-HUN Abril 2009	
--	----------------------------	--	---	------	--	-------	-----	---------	-----------------------------------	---	--

<p>Plan/Fondo de pensiones de los empleados del grupo Caja Madrid</p>	<p>De estrategia reducida a estrategia de integración (en proceso). Declaración apro-</p>	<p>En la política de inversión del fondo, desde su inicio se aprobó excluir inversiones en activos de sociedades relacionadas con la explotación de plantillas, sobre la libertad de asociación sindical, sobre el trabajo infantil y sobre la salud y seguridad en el trabajo. Criterios de exclusión por motivos medioambientales: controversias sobre emisiones al agua, suelo, aire o ruido, sobre residuos, sobre uso de los recursos y daños al ecosistema, acerca de efectos medioambientales en la cadena de aprovisionamiento y sobre productos y/o servicios. Criterios valorativos, que apoyan las inversiones en empresas que contribuyan al desarrollo de las convenciones del inversor. Se invierte de acuerdo con los valores de SIRI, en empresas que muestren un mejor comportamiento que la mayoría.</p>	<p>En proceso de adhesión a los PRI de NU.</p>	<p>Durante 2008 ha acudido con voto a distancia a las juntas de accionistas de las siguientes empresas:</p>	<p>No existe un límite establecido.</p>	<p>655.450,1</p>	<p>18.974</p>	<p>-0,19%</p>	<p>-15,03%</p>	<p>Caja Madrid Pensiones</p>	
---	---	--	--	---	---	------------------	---------------	---------------	----------------	------------------------------	--

Fondo de pensiones CajaSol Empleados	<p>bada por la comisión de control con criterios de exclusión.</p> <p>Participación en juntas de accionistas con voto responsable, realizando un análisis de los acuerdos e intentando coordinar los intereses del fondo con los criterios ASG.</p> <p>Actualmente en proceso de elección de la herramienta más adecuada. Eiris es la propuesta de la gestora.</p>	<p>tación infantil, el deterioro del medio ambiente y la vulneración de derechos fundamentales de las personas, así como otras que pueden ser definidas por la comisión de control del fondo en cada momento.</p>	<p>Estrategia de integración.</p>	<p>Criterios negativos: empresas cuyos ingresos y beneficios provengan de la producción de armamento ligero y nuclear de cualquier tipo, contratos militares de abastecimiento, tabaco, juego o pornografía. Controversias en temas de corrupción y sobornos de</p>	<p>Firma de los PRI de NU en noviembre de 2008.</p>	<p>100%</p>	<p>Caja San Fernando 184.151 El Monte 197.641</p>	<p>Caja San Fernando 2.424 El Monte 2.485</p>	<p>2,73%</p>	<p>2,73% Constituido en 2008</p>	<p>Caser Pensiones EGFP S.A. Firma de los PRI de NU en abril de 2009</p>
--------------------------------------	--	---	-----------------------------------	---	---	-------------	---	---	--------------	----------------------------------	--

actividades, de lobby político, de blanqueo de dinero, sobre impuestos, sobre aspectos éticos en actividades de I+D. Criterios de exclusión por motivos laborales: controversias en las condiciones de los trabajadores, sobre la discriminación en el puesto de trabajo, sobre la reestructuración de plantillas, sobre la libertad de asociación sindical, sobre el trabajo infantil y sobre la salud y seguridad en el trabajo. Criterios de exclusión por motivos medioambientales: controversias sobre emisiones al agua, suelo, aire o ruido, sobre residuos, sobre el uso de los recursos y daños al ecosistema, acerca de efectos medioambientales en la cadena de aprovisionamiento y sobre productos y/o servicios. Criterios valorativos, que apoyan las inversiones en empresas que contribuyen al desarrollo de las convenciones del inversor de acuerdo con los

	<p>entidades privadas (es decir, emisiones de renta fija y acciones de empresas).</p>	<p>en 2010. Con el fin de obtener una visión global del comportamiento socialmente responsable de las compañías analizadas, se van a observar distintos campos de análisis que cubren todas las áreas de una empresa y su relación con cada uno de los grupos de interés con los que interactúa en su labor diaria. En el análisis se aplicarán criterios valorativos y excluyentes, dando mayor relevancia e importancia a los primeros, quedando los segundos circunscritos a determinadas actividades o comportamientos no tolerables en una compañía. Los campos de análisis son los siguientes: medio ambiente, gobierno corporativo, derechos humanos, relación con grupos de interés y otros asuntos éticos. Previsto para ser aprobado por la comisión de control en el último trimestre de 2009.</p>

Plan/Fondo de empleados de Telefónica ETE PP	Estrategia reducida.	ISR. Compra de acciones ISR. Inversiones específicas: vivienda protegida e inversión forestal.	-	Ejercicio de los derechos políticos en las empresas del IBEX 35: voto por correo.	53,5 mil € 1,73%	3.088	42.567	-26,86%	127,77% (5,27% anual) desde su creación	Fonditel Pensiones, EGFP, S.A.
TOTAL						11.201.802,10	182.927			

Fuente: datos facilitados por las comisiones de control o las entidades gestoras de los fondos de empleo a este Observatorio. Los datos de esta tabla no coinciden con los datos de la tabla 10, sobre el patrimonio de los fondos de pensiones ISR. En el caso de la tabla 10, los datos se han recogido de las estadísticas anuales publicadas por INVERCO. En general, la diferencia en los datos de patrimonio responde al hecho de que, en INVERCO, los gestores del fondo no incluyen sólo el patrimonio de ahorro gestionado por el fondo, sino también la provisión matemática incluida en el seguro.

Como ya hemos avanzado, en España hay actualmente 12 fondos de pensiones de empleo con políticas ISR en la gestión de su cartera. No obstante, hay unos cuantos más que ya han aprobado en el mandato la incorporación de criterios ISR y que están trabajando en su implementación. Otras comisiones de control están discutiendo este tema. Así pues, existe un importante dinamismo en cuanto al número de comisiones de control de fondos de pensiones que están trabajando esta cuestión.

Seguidamente se ofrecen algunos datos relevantes con respecto a esos 13 fondos de pensiones de empleo.

Patrimonio y partícipes:

Entre esos fondos de pensiones figuran los fondos de pensiones con mayor patrimonio: el fondo de Pensiones de los Empleados de “la Caixa”, el Plan de empleados de Telefónica, el fondo de Pensiones de Empleo BBVA, el fondo de pensiones de empleados del Grupo Caja Madrid, el fondo de pensiones de empleo de Caixa Galicia, el fondo de Pensiones Cajasol Empleados o el fondo de Futurcaval Fondo de Pensiones de los Empleados de Bancaja. En concreto, el patrimonio total de estos 12 fondos asciende a 11.201.802,10 miles de euros. Por otra parte, agrupan a un total de 182.927 partícipes.

Tipos de estrategia de gestión aplicada:

Ocho de esos fondos trabajan con una estrategia de integración de la ISR en todo el patrimonio de la cartera. No obstante, esta estrategia de integración aplicada por los fondos se está desarrollando progresivamente en planes de trabajo que se aplican de forma muy diversa, pero la vocación final es ir avanzando en la gestión de toda la cartera de inversión. Respecto el resto de fondos 1 de esos fondos cuenta una estrategia reducida y aplica la ISR en un porcentaje reducido de la cartera. 3 de ellos han aprobado la política de ISR y están avanzando para definir los criterios e implementar la preselección de la cartera.

Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas:

Los PRI constituyen uno de los marcos más importantes a los que las comisiones de control se están adhiriendo para promover la ISR en la gestión de la cartera. Cinco de esos fondos de pensiones han firmado los PRI de Naciones Unidas: Futurcaval Fondo de Pensiones de los Empleados de Bancaja, Fondo de Pensiones de Empleo BBVA, Fondo de Pensiones Cajasol Empleados, Fondo de Pensiones de los Empleados de “la Caixa” y Midat Cyclops FP. Otro plan, el plan de pensiones de los empleados del grupo Caja Madrid, está en proceso de adhesión.

Activismo accionarial:

Se trata de un criterio en el que están trabajando muchas de las comisiones de control. Siete de los citados fondos han votado en las juntas de accionistas de las empresas participadas del IBEX 35.

Uno de ellos lo empezará a hacer en breve; otro ha aprobado en acta la participación en voto en las juntas de accionistas y debe concretarlo; y un tercero, finalmente, analizará cómo implementar esta estrategia durante el próximo año.

En general, si comparamos el volumen de patrimonio de los fondos de pensiones con criterios ISR frente al volumen de patrimonio de los fondos de pensiones de empleo en España a 31 de diciembre de 2008, observamos que la ISR representa el 39,5% del patrimonio invertido en los fondos de pensiones de empleo en España y el 14,2% del patrimonio invertido en los fondos de pensiones.

Tabla 13. Comparativa del volumen de patrimonio de los fondos de pensiones de empleo ISR frente al patrimonio de los fondos de pensiones de empleo y el patrimonio del total de fondos de pensiones (31 de diciembre de 2008)

Tipología	Patrimonio (miles de €) a 31/12/2008	Porcentaje de la ISR sobre el total
Fondos de pensiones ISR	11.201.80210	-
Fondos de pensiones de empleo	28.356.552	39,5%
Fondos de pensiones	78.407.510	14,2%

Fuente: INVERCO. Estadísticas de fondos de pensiones a 31 de diciembre de 2008
<http://www.inverco.es/eFpEspana.do?per=m&id=0906_Junio 2009> (14 de septiembre de 2009).

1.4 Líneas de actuación estratégica adoptadas por los fondos de pensiones de empleo con políticas ISR

En general, podemos distinguir tres líneas de actuación estratégica en el proceso de desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo.

1. Aprobación de la política ISR con la definición de los criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo.
2. Integración de la ISR en las estrategias de preselección de la cartera de inversión.
3. Adopción de políticas de activismo accionario.

Figura 8. Estrategias adoptadas por los fondos de pensiones de empleo para implementar la ISR

Fuente: elaboración propia.

1.4.1 Política de inversión ISR

La política de inversión ISR se integra en la política de inversión de un fondo de pensiones, que, de este modo, adopta una estrategia ISR. Es la comisión de control de un fondo o la junta de partícipes la que puede tomar la decisión de integrar esa política ISR. Se trata de una decisión voluntaria.

Una vez que se ha tomado la decisión de integrar la ISR en la política de inversión del fondo, esta política debe concretarse. La política de inversión ISR puede ser muy diversa. Normalmente, está formada por los diversos criterios que guían el mandato que se va a aplicar en la gestión de la cartera y la preselección de los valores. Tradicionalmente se distingue entre criterios negativos y criterios positivos. Los criterios negativos son los denominados “criterios de exclusión”, que se definen como aquellos factores que, en caso de que las empresas incurran en ellos, permiten excluir determinados valores de las carteras de inversión. Normalmente, se excluyen de la cartera aquellas empresas que incurren en prácticas sociales y medioambientales negativas. En general, las comisiones de control de fondos de pensiones de empleo suelen integrar los criterios de exclusión vinculados a cuestiones laborales, entre los que cobra especial relevancia la violación de los derechos humanos.

Para conocer las políticas y prácticas empresariales se compran bases de datos e informes elaborados por centros de investigación ISR independientes. Estos centros de investigación analizan los comportamientos de las empresas, sus impactos sociales y sus políticas e impactos medioambientales. No obstante, en los últimos años, también se han empezado a investigar los criterios vinculados al gobierno de las empresas. Se trata de un proceso global por el que los inversores responsables, además de tener en cuenta los criterios sociales y medioambientales del comportamiento empresarial, consideran importante conocer los datos sobre el gobierno de las empresas. Entre estos criterios figuran las retribuciones de la alta dirección y de los consejos de administración (en función de los resultados financieros o evolución del patrimonio), la relación entre el presidente y el consejero delegado o director general, el respeto de los derechos políticos de los accionistas o la existencia de consejos inoperantes, la diversidad de género y de razas en el consejo de administración, entre otros.

También se puede contemplar la incorporación de criterios positivos en las políticas de inversión. En general, todos los criterios que hemos planteado, además de analizarse desde el punto de la exclusión, se pueden analizar desde el punto de vista de la integración. En este sentido, los criterios positivos pretenden integrar en la cartera aquellas empresas con mejores políticas sociales y medioambientales y con buen gobierno corporativo. Como expone el informe de Comisiones Obreras (2009: 32), un plan de pensiones puede tener razones para potenciar cuestiones positivas, y no sólo para excluir. Así, puede invertir en actividades que podrían ser favorables para sus miembros desde el punto de vista financiero y social. Ello permite conocer mejor las empresas participadas y gestionar mejor los riesgos de la inversión.

Existen diferentes estrategias o enfoques que se desarrollan en el mercado ISR en relación con los criterios positivos. En primer lugar, cabe referirse a la estrategia *best-in-class*, que promueve las inversiones en acciones de empresas con un comportamiento óptimo en temas sociales, medioambientales o de sostenibilidad, y se basa en la comparación de las empresas con el resto de las empresas de su sector. Este proceso de selección a partir de criterios de ISR se puede integrar posteriormente en los perfiles de rentabilidad y riesgo del comportamiento empresarial, de modo que se pueden equilibrar los criterios financieros y los no financieros. En segundo lugar, se puede aludir a las inversiones en fondos temáticos, que son fondos de acciones cotizadas en sectores concretos, como las energías renovables, las emisiones de CO₂, el sector del agua, los bosques sostenibles, las políticas de responsabilidad social, etc.

En la política ISR de los fondos, las comisiones de control definen los criterios concretos que se comprometen a cumplir. La definición de estos criterios determinará las necesidades de la gestión de la cartera que deberán llevar a cabo los gestores.

1.4.2 Estrategias de preselección de la cartera

La política de ISR de un fondo de pensiones de empleo se puede plantear de modo que pueda integrarse en la gestión de la cartera desde diferentes puntos de vista. En términos generales, se puede hablar

de dos estrategias básicas, la **estrategia reducida** y la **estrategia de integración**, entre las que caben muchos matices intermedios y que, por tanto, no se deben tomar de forma estricta. De hecho, a veces un fondo comienza con una estrategia reducida y luego cambia hacia una estrategia de integración.

La ISR se puede aplicar en los fondos de pensiones de empleo como **estrategia reducida**, es decir, limitándola a una pequeña proporción de la cartera del fondo. En cambio, se habla de **estrategia de integración** cuando el fondo de pensiones tiene vocación de aplicar la ISR a toda la gestión de cartera del fondo.

En el primer caso se establecen una serie de criterios ISR muy concretos, que pueden ser negativos o positivos. En general, se pueden aplicar a la inversión directa —en la preselección de los valores— o a la inversión indirecta —a través de la compra de participaciones en fondos ISR o en proyectos de inversión responsables—.

La estrategia de integración, mientras tanto, supone la integración de criterios de preselección ISR en la gestión de toda la cartera de inversión. El reto, en este caso, es mayor. La vocación de la comisión de control cuando aprueba este mandato es avanzar en la integración de la ISR en la totalidad del patrimonio. No se trata de un proceso que se inicie bruscamente, sino que se presenta a través de un plan de trabajo y una evolución de la política de inversión con un calendario de implementación. Para ello se elabora un plan estratégico en el que constan los criterios de preselección que se irán aplicando paulatinamente a los diferentes tipos de inversión que componen la cartera. Primero se suele aplicar a la renta variable o a las inversiones alternativas, y posteriormente a la renta fija. Los gestores deben analizar si pueden invertir directamente en la compra de acciones empresariales o indirectamente, a través de fondos de inversión.

La estrategia de integración, por su amplitud, implica una visión de la ISR más amplia, que a menudo puede parecer menos estricta. En muchos casos, se sustenta en criterios positivos y en el desarrollo de políticas de diálogo o implicación con las empresas participadas. Este hecho permite conocer mejor el comportamiento de las empresas participadas y sus riesgos, y también mejorar el análisis financiero.

De esta forma, la ISR se integra en el conjunto de la cartera como proceso de inversión transversal, lo que obliga a los gestores a avanzar la introducción de los criterios ISR en la gestión del 100% de la cartera. En España, la mayoría de los fondos de pensiones que han adoptado políticas ISR en los últimos tres años están siguiendo esta estrategia de integración. En algunos de los fondos esta estrategia se apoya a través de la firma de los PRI de Naciones Unidas, que comprometen a sus signatarios a ir avanzando en la integración de la ISR en la totalidad de la cartera.

En cualquier caso, la diferencia entre una y otra estrategia, como ya se ha señalado, es una gradación. Lo realmente valioso de la estrategia de preselección de la cartera ISR es la capacidad que tienen los gestores de seleccionar de forma concreta los valores y las inversiones secundarias más adecuadas, de acuerdo con la política definida por la comisión de control.

1.4.3 Activismo accionarial: ejercicio de los derechos políticos y diálogo constructivo (*engagement*)

Otra de las líneas adoptadas por los fondos de pensiones en España es el **activismo accionarial**. El activismo accionarial integra básicamente dos estrategias: en primer lugar, el ejercicio de los derechos políticos de los fondos como accionistas de las empresas participadas en la cartera de inversión; y, en segundo lugar, la relación de diálogo directo y constructivo entre las comisiones de control, en tanto que representantes de los partícipes, y los equipos directivos de las empresas participadas en la cartera de estos fondos.

El uso de los derechos políticos de voto por parte de los fondos de pensiones de empleo, en su calidad de accionistas, es parte integral de una inversión responsable: la responsabilidad de cualquier accionista es participar en la dirección de la empresa participada. La “recuperación” de los derechos políticos por parte de los inversores socialmente responsables ha sido una línea estratégica importante en la comunidad ISR en los países anglosajones, especialmente en Estados Unidos. Esta iniciativa fue denominada activismo accionarial, porque suponía que los partícipes de los fondos de pensiones, a través de las comisiones de control, asumían su papel activo como inversores en las empresas participadas. Para ejercer los derechos políticos, el paso más importante era acceder al voto en las juntas de accionistas, pues es uno de los principales medios que tienen los accionistas para influir en las empresas.

En la actualidad, se trata de una práctica muy extendida en Estados Unidos y, cada vez más, en Europa. Las comisiones de control de los fondos de pensiones pueden ejercer directamente el voto en las juntas de accionistas, o bien delegando su voto a los gestores del fondo. Los fondos de pensiones ISR, asimismo, presentan propuestas y resoluciones en las juntas de accionistas de las grandes empresas. No obstante, este derecho político fundamental no está garantizado en todos los países, sino que depende de las normativas y las legislaciones sobre fondos de pensiones, por un lado, y sobre gobierno corporativo, por otro. A este respecto, la dificultad legal y formal más importante se presenta cuando un fondo de pensiones quiere ejercer los derechos políticos en otros países.

Con todo, la estrategia política mayoritariamente adoptada por los fondos de pensiones ISR es el desarrollo de estrategias de diálogo o implicación con la alta dirección de las empresas participadas. Esta estrategia de diálogo entre las comisiones de control y los equipos directivos de las empresas participadas se desarrolla de forma continuada a través de intercambios directos, pero no siempre se traduce en una presión en las juntas de accionistas. Se trata de una implicación activa y continuada que, en algunas ocasiones, puede adoptar una visión de denuncia por parte de los fondos de pensiones a las empresas. Se pretende influir en los procesos, las actividades y los productos, en particular en las políticas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. En España, ésta es todavía una práctica poco desarrollada.

De hecho, tanto la participación y el voto en las juntas de accionistas como el diálogo sostenido con las empresas son estrategias que vienen a complementar la política de inversión y preselección de la cartera. El activismo empresarial, a diferencia de la preselección negativa que excluye a las empresas de la cartera, permite al fondo de pensiones implicarse en la gestión de las empresas y presionar a la dirección de las empresas participadas para que adopten políticas de responsabilidad social y cambien sus políticas poco responsables. Desde este punto de vista, el activismo accionarial encaja mejor con los objetivos fundamentales de los miembros de las comisiones de control, que suelen tener aspiraciones laborales y sociales.

En España, la práctica del activismo accionarial, especialmente del ejercicio del derecho al voto en las juntas de accionistas, es una práctica cada vez más utilizada por los fondos de pensiones de empleo con criterios ISR. Hasta hace poco tiempo, debido a las limitaciones del ejercicio de voto, esta práctica no se había utilizado; pero, en los últimos tres años, alrededor de una decena de fondos de pensiones de empleo de nuestro país han empezado a votar en las juntas de accionistas de las empresas españolas del IBEX 35. Hasta ahora, las comisiones de control se han limitado a votar en las empresas españolas, debido a las dificultades de acceder al voto de las empresas extranjeras, incluso de las europeas. La mayoría de las comisiones de control suelen adoptar la estrategia del voto por correo; lo hacen directamente, sin delegar su voto a los gestores.

Como hemos apuntado, una de las limitaciones más importantes es el ejercicio de los derechos políticos sobre las inversiones en empresas extranjeras, pues la normativa de los códigos y regulaciones sobre gobierno corporativo es extraordinariamente diversa, incluso en el seno de la Unión Europea. Además, existe un coste adicional para las comisiones de control: el hecho de participar o votar en juntas que tienen lugar fuera de las fronteras nacionales. En los últimos años, Eurosif ha realizado un gran esfuerzo por unificar las regulaciones europeas, y, desde el punto de vista práctico, han aparecido distintas entidades especializadas en el ejercicio del voto delegado que, además, realizan investigaciones que invitan a los inversores institucionales a actuar como accionistas activos. Entre estas organizaciones destacan Governance Metrics Internacional (GMI) y Pensions & Investment Research Consultants (PIRC), en el Reino Unido, o Euresa.

No obstante, en este campo queda un largo camino por recorrer, que puede ir desde el voto y la participación directa en las juntas de accionistas y la proposición de resoluciones concretas en temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, hasta el voto conjunto con otros fondos de pensiones en empresas extranjeras o las coaliciones internacionales por medio de confederaciones sindicales o de las entidades signatarias de los PRI de Naciones Unidas. En este sentido, cabe apuntar que algunos fondos ya están empezando a trabajar con otros fondos de pensiones europeos para actuar conjuntamente fuera de España.

1.5 El activismo accionarial en los fondos de pensiones ISR en España

Como hemos apuntado, el ejercicio del derecho al voto por parte de los accionistas activos está directamente vinculado en cada país con la regulación sobre fondos de pensiones y los derechos

políticos de los accionistas, pero, al mismo tiempo, se puede vincular con la regulación sobre el gobierno corporativo de las empresas participadas. En España, en los últimos años, se han dado pasos importantes en ambas regulaciones para garantizar el voto de los accionistas.

En primer lugar, la aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en marzo de 2006 ha permitido que los accionistas minoritarios puedan disponer de la información pertinente sobre las empresas, especialmente las del IBEX 35. El Código obliga a las empresas participadas en los mercados a publicar su Informe Anual de Gobierno Corporativo a partir de 2007. A través de este ejercicio de transparencia empresarial, los accionistas o partícipes de los fondos de inversión y pensiones tienen la información necesaria sobre el gobierno de las empresas participadas.

En segundo lugar, el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, abrió la puerta al ejercicio del derecho al voto en las juntas de accionistas de las empresas participadas por parte de los fondos de pensiones, y legitimó las nuevas formas de activismo activo que estaban empezando a ejercer algunas comisiones de control de los fondos de pensiones con criterios ISR. El artículo 69.6 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones establece que las comisiones de control deberán ejercer sus derechos políticos. En concreto, determina que la comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales. Dichos derechos podrá ejercitarlos directamente o a través de la entidad gestora, que seguirá las indicaciones de dicha comisión o lo dispuesto en las normas de funcionamiento.

De esta forma, en España, las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo deben ejercer los derechos políticos en las juntas de accionistas. Para poder avanzar en este camino, en los últimos años, los sindicatos han trabajado para promover que las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo en España ejercieran sus derechos de voto en las juntas de accionistas.¹⁸ Uno de los informes más importantes en este sentido es el estudio anual que publica la Secretaría de Previsión Social Complementaria y Fondos de Pensiones de Comisiones Obreras (desde 2006) sobre las memorias anuales de buen gobierno corporativo de las empresas del IBEX 35. El objetivo de este informe es dotar a las comisiones de control de la información sobre el comportamiento de las

¹⁸ Su impulso corresponde a los departamentos de fondos de pensiones de Comisiones Obreras y UGT, que han promovido el papel de las comisiones de control de los fondos de pensiones y han formado a los miembros de esas comisiones para que ejerzan sus derechos políticos en las juntas o juntas generales de accionistas de las empresas del IBEX 35 de las que son partícipes.

empresas en los diferentes aspectos de gobierno corporativo que se aplican en el código de buen gobierno. De esta forma, las comisiones de control tienen a su alcance los indicadores necesarios para poder tomar decisiones sobre su voto en temas concretos en las juntas de accionistas. Comisiones Obreras analiza las políticas de gobierno corporativo de las empresas del IBEX 35 y expone sus debilidades y sus avances.

¹⁹ Información obtenida gracias a la colaboración de la Secretaría Confederada de Seguridad Social y Previsión Social Complementaria de Comisiones Obreras (septiembre de 2009).

Además, esta Secretaría ha publicado, en 2009, el informe *La inversión socialmente responsable en los sistemas de pensiones complementarias. Una aproximación desde la perspectiva sindical* (CC. OO., 2009) con el objetivo de ayudar a las comisiones de control a obtener toda la información necesaria y conocer el debate acerca de la implementación de la ISR en los fondos de pensiones de empleo.

Así pues, en España, el ejercicio del derecho al voto en las juntas generales de accionistas de las empresas participadas por parte de los planes y fondos de pensiones de empleo es una estrategia que se halla todavía en un proceso inicial de desarrollo. En España, en junio de 2009, un total de 13 planes o fondos de pensiones de empleo y 2 planes de pensiones asociados habían ejercido su derecho al voto por correo en las juntas generales de accionistas de algunas empresas del IBEX 35. En estos momentos, la mayoría de estas comisiones de control de los fondos ejercen su voto por correo o bien electrónicamente; pocas veces asisten personalmente a las juntas generales de accionistas. Hasta ahora, han puesto el énfasis en las cuestiones de buen gobierno y, entre éstas, especialmente en la retribución y la transparencia. No obstante, está previsto que en el futuro, con el impulso de los sindicatos, se trabaje también en la integración de los criterios de responsabilidad social y medioambiental para cambiar las políticas corporativas.

En 2008, ejercieron su derecho a voto en las juntas de accionistas 671.330 partícipes (36% del sistema de empleo en España, que cuenta con un total de 1.864.007 partícipes). Los derechos consolidados de estos partícipes suponen 5.370,689 milles de euros en patrimonio (18,9% del total del patrimonio del sistema de empleo, un total de 28.356.552 milles de euros). Estos fondos de pensiones se detallan a continuación.¹⁹

De estos 13 fondos de pensiones de empleo, 6 de ellos tienen aprobada una política de inversión ISR: Fondo/plan de pensiones de los empleados de Caixa Galicia, Fondo de los empleados de la Caja de Ahorros de Jaén; Fondo de pensiones empleados grupo Caja Madrid; Fondo de pensiones

CajaSol Empleados, Futurcaval, fondo de pensiones de los empleados de Bancaja y el Fondo de empleados de Telefónica ETE FP. Con lo cuál estos 6 fondos adoptan ambas estrategias: preselección de la cartera ISR y activismo accionarial.

Tabla 14. Planes o fondos de pensiones que votan en las juntas de accionistas de las empresas del IBEX 35 durante 2009 (datos a 31 de diciembre de 2008)

Fondos y/o planes de pensiones de empleo

Denominación del fondo o plan	Patrimonio (miles de euros) (20/12/2008)	Partícipes
Fondo/plan de pensiones de la Administración General del Estado	333.168	571.155
Fondo/plan de pensiones de los empleados de Barclays Bank	45.754	3.752
Fondo/plan de pensiones de los empleados de Bridgestone Hispania	73.067	3.254
Fondo/plan de pensiones de los empleados de Caixa Galicia	391.319	4.850
Fondo de pensiones de los empleados de Caja General de Ahorros de Granada	200.575	3.157
Fondo de los empleados de la Caja de Ahorros de Jaén	6.760	193
Fondo de pensiones empleados grupo Caja Madrid	672.396	18.690
Fondo de pensiones CajaSol Empleados	381.793	5.348
Fondo de pensiones de empleo de Centrales Nucleares Trillo-Almaraz	43.478	918
Fondo de pensiones de empleo Puertos del Estado	28.610	4.184
Futurcaval, fondo de pensiones de los empleados de Bancaja	366.675	6.683
Plan de pensiones de los empleados de Seguros Bilbao	14.888	568
Fondo de empleados de Telefónica ETE FP	3.083.220	42.758

Planes asociados

Plan de pensiones asociado de Comisiones Obreras	8.643	624
Plan de pensiones asociado de empleados de "la Caixa"	111.271	5.196
TOTAL	5.370.689	671.330

Fuente: Planes y fondos de pensiones: datos recogidos por la Secretaría Confederal de Seguridad Social y Previsión Social Complementaria de Comisiones Obreras (septiembre de 2009). Patrimonio: datos de INVERCO. Estadísticas de fondos de pensiones 31/12/2008 <http://www.inverco.es/eFpEspana.do?per=m&id=0906_Junio_2009> (14 de septiembre de 2009).

20 Fuente: *El País*. "El buen gobierno, congelado. Las empresas siguen sin tomarse en serio los puntos clave del Código Conthe". *El País de los Negocios*. Madrid, 24 de mayo de 2009.

Las comisiones de control votan los temas más importantes del Código Unificado de Buen Gobierno para hacer avanzar a las empresas en esta materia. Según un análisis realizado por el periódico *El País* sobre los informes de buen gobierno presentados por las empresas del IBEX 35 a finales de 2008,²⁰ éstos muestran importantes deficiencias en diferentes ámbitos y marcos recomendados por el Código Unificado de Buen Gobierno. Las recomendaciones del Código que menos cumplen las empresas son las siguientes: tamaño del consejo (entre 5 y 35 miembros), consejeros independientes (al menos un tercio de los miembros del consejo), diversidad de género, poderes a un independiente (cuando el presidente sea también el primer ejecutivo, debe otorgar poderes a un independiente), límites del número de consejos a los que puede pertenecer un mismo consejero, límites de años en el cargo (máximo de 12 años), votación de retribuciones (el consejo debe someter a votación de la junta un informe sobre la política de retribución de los consejeros), transparencia sobre el detalle de la retribución individualizada y estructura de la comisión ejecutiva similar a la del Consejo.

1.6 Los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas

Los Principios de Inversión Responsable (PRI) se han convertido en los últimos años en una de las iniciativas internacionales más importantes de apoyo y difusión de la ISR en el mercado institucional. Los PRI se enmarcan en las acciones impulsadas por la Iniciativa Financiera de Naciones Unidas (UNEP-FI) del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) y el Pacto Mundial de Naciones Unidas. El proceso fue convocado por el secretario general de las Naciones Unidas en el año 2005 con la idea de que los grandes inversores institucionales de todo el mundo se agruparan en torno a una iniciativa global conjunta de compromiso con la ISR. Para desarrollar los principios, se invitó a un grupo que reunía a los inversores institucionales más importantes. Había veinte inversores institucionales de doce países diferentes, fondos de pensiones, gestores, etc. Además, el grupo recibió el apoyo de setenta expertos de diferentes stakeholders, como empresas, agencias gubernamentales, organizaciones intergubernamentales y sus agencias, ONG y la academia.

De esta forma, entre abril de 2005 y enero de 2006, el grupo trabajó en la elaboración de los principios. El proceso fue coordinado por el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente a través de su Iniciativa Financiera (UNEP FI) y UN Global Compact.

21 <<http://www.unpri.org/signatories/>>(9/9/2009).

Los PRI se presentaron ante la opinión pública en abril de 2006 como una declaración voluntaria a la que se pueden adherir inversores institucionales, gestores de inversión de fondos institucionales y grupos de servicios profesionales de gestión y análisis financiero. Se trata de un instrumento regulador voluntario, que no impone un marco obligatorio a los signatarios. Por el contrario, se trata de una declaración de intenciones y un compromiso público adoptado por los inversores institucionales. Como tal, no incluyen compromisos específicos de las políticas que deben seguir los signatarios, y tampoco existen mecanismos de ejecución.

Sus objetivos se concretan en el compromiso de los signatarios con relación a los siguientes temas:

1. Incorporar las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en los procesos de análisis y toma de decisiones en materia de inversiones.
2. Integrar de forma sistemática las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las prácticas y políticas de identificación.
3. Pedir a las entidades en que se invierta que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo.
4. Promover la aceptación y aplicación de los principios en la industria de las inversiones.
5. Colaborar para mejorar la eficacia en la aplicación de los principios.
6. Notificar las actividades y progresos en relación con la aplicación de los principios.

Por tanto, los signatarios de los PRI se comprometen a integrar los temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en las políticas de inversión; desarrollar mecanismos para su implementación en la gestión de la cartera; presentar resoluciones como accionistas activos en las empresas participadas; instar la presentación de informes estandarizados por parte de las empresas sobre temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, como los GRI; y, finalmente, pedir a las empresas que informen sobre su adhesión a las normas e iniciativas internacionales, como el Pacto Mundial.

Esta iniciativa ha movilizado a los grandes inversores institucionales y a los gestores de estos fondos en todo el mundo. Así, en septiembre de 2009, los PRI contaban con más de 591 signatarios,²¹ 178 más que en el mismo mes del año anterior. Se trata de inversores que invierten, en con-

junto, a principios del año 2009, más de 18 billones de dólares (18.087.00.000.000) en 26 países.²² Entre éstos figuran inversores institucionales, gestores de inversiones y profesionales de servicios financieros.

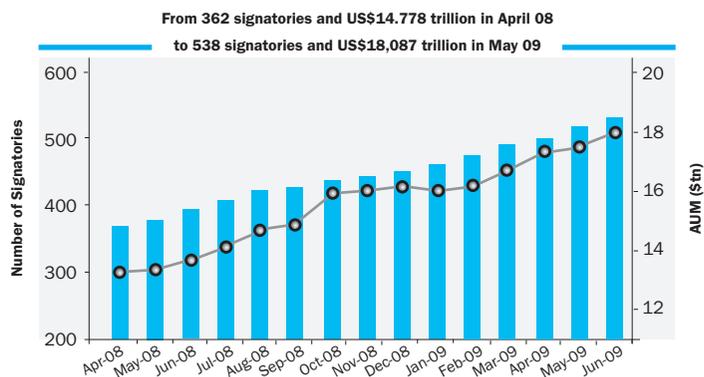
22 Annual Report of the PRI Initiative 2009. <http://www.unpri.org/files/PRI%20Annual%20Report%2009.pdf> (9/9/2009).

Entre los inversores institucionales destacan BP Pension Fund (Reino Unido), BT Pension Écheme (Reino Unido), CalPERS (Estados Unidos), CalSTRS (Estados Unidos), Canada Pensions Plan Investment Board (Canadá), la Iglesia de Suecia (Suecia), Dexia Insurance Services (Bélgica), Fuji Pension Fund (Japón), New York State and Local Retirement System (Estados Unidos), Fondo de Pensión del Gobierno de Noruega (Noruega) y, en España, BBVA Fondo de Pensión, Fondo de pensiones Cajasol Empleados, Futurcaval Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja y Midat Cyclops FP (España).

Entre los gestores de fondos figuran ABN AMRO Asset Management, AXA Investment Managers, Pictet Asset Management, BNP Paribas Asset Management, Dexia Asset Management, Crédit Agricole Asset Management Group, HSBC Group Investment Businesses, ING Investment Management y Gestión de Previsión y Pensiones EGFP.

Entre los nuevos signatarios, finalmente, destacan Catella Fondförvaltning AB (Suecia), Lægernes Pensionskasse (Dinamarca), Pioneer Capital Management Limited (Nueva Zelanda), Panoramic Growth Equito, Sensorido Ltd, Joseph Rowntree Charitable Trust, La Salle Investment Management (Reino Unido) y Pluris Sustainable Investments SA (Suiza).

Figura 9. Incremento del número de signatarios de los PRI desde su creación



FUENTE: DGSFP (2008).

Informe anual

23 <<http://www.unpri.org/reporting/>> (9 de septiembre de 2009).

El único requerimiento obligatorio para los signatarios de los PRI es la presentación de un informe anual. Se trata de un cuestionario en línea que ayuda a los signatarios a evaluar el proceso de implementación de los seis principios.²³ En la Asamblea General de los PRI de 2009 se acordó que, en el futuro, los signatarios deberán presentar un informe público en el que informen del progreso en la implementación de los principios. Se prevé que se integre en el año 2011.

Grupos de trabajo

A pesar de no ser un marco jurídico formal, los PRI han favorecido el desarrollo de la ISR y, sobre todo, la relación entre los diferentes stakeholders: empresas participadas, fondos de pensiones, inversores institucionales, entidades gestoras, etc. Poco a poco han ido emergiendo diferentes propuestas de trabajo conjunto. Entre esos grupos de trabajo destacan los siguientes: Engagement Clearinghouse, PRI in Practice, PRI Enhanced Research Portal, Reporting and Assessment Tool, PRI in Emerging Markets and Developing Countries, PRI in Private Equity y PRI in Property

El PRI Engagement Clearinghouse, creado a finales de 2006, es una de las iniciativas más relevantes. Se trata de un foro destinado a intercambiar información entre los signatarios sobre cómo llevan a cabo sus actividades de diálogo o implicación con las empresas (engagement). Su objetivo fundamental es apoyar el desarrollo de iniciativas colectivas entre los inversores institucionales. Es un foro muy activo, donde el intercambio es muy importante a nivel internacional. Así, permite integrar iniciativas internacionales, difundir información e integrarse en proyectos de voto conjunto para potenciar el diálogo de los inversores institucionales con las empresas.

Los PRI ofrecen a los signatarios diferentes servicios que resultan de suma utilidad, como el acceso a informes de buenas prácticas; a informes de los grupos de trabajo sobre áreas de inversión más complejas, como la inversión inmobiliaria, el capital riesgo, los mercados emergentes; o a la investigación desarrollada por diferentes brókeres vinculados a esta red de investigación.

1.6.1 Los Principios de Inversión Responsable (PRI) y los fondos de pensiones en España

En España, una parte de los fondos de pensiones de empleo que han empezado a desarrollar la política ISR en los últimos años han basado su iniciativa en la firma de los Principios de Inversión Responsable (PRI)²⁴ de Naciones Unidas. En la actualidad, en concreto, 5 fondos de pensiones, 4 gestoras de fondos de pensiones y 2 servicios profesionales con sede en España son signatarios de los PRI. Otras entidades ya han solicitado su adhesión, de modo que se prevé en los próximos años aumentará significativamente el número de adhesiones de nuevos fondos y entidades gestoras.

24 <<http://www.unpri.org>> (3 de septiembre de 2007).

25 <<http://www.eleconomista.es/banca-finanzas/noticias/1626195/10/09/VidaCaixa-se-adhiere-a-los-Principios-para-la-Inversion-Responsable-de-la-ONU.html>> (22 de octubre de 2009).

Tabla 15. Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas

Fondos de pensiones
<ul style="list-style-type: none"> • Fondo de pensiones de empleo BBVA • Fondo de pensiones Cajasol Empleados • Fondo de pensiones de los empleados de "la Caixa" • Futurcaval Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja • Midat Cyclops FP
Entidades gestoras
<ul style="list-style-type: none"> • Gestión de Previsión y Pensiones EGFP • Caser Pensiones Entidad Gestora de Pensiones, S. A. • Arcano Group • Mercacapital
Servicios profesionales
<ul style="list-style-type: none"> • Novaster • Orquedo Capital

Fuente: <<http://www.unpri.org/signatories/>> (22 de octubre de 2009).

Otras entidades gestoras, como VidaCaixa —compañía aseguradora de SegurCaixa Holding—, han anunciado recientemente de forma pública su adhesión.²⁵ VidaCaixa se ha adherido al PRI como compañía aseguradora y gestoras de planes de pensiones. Así, es la entidad gestora de los fondos de pensiones relacionados con los empleados de "la Caixa" (Pensions Caixa 30, Fondo de Pensiones y Pensions Caixa 2, Fondo de Pensiones) y también de otros fondos de pensiones que están empezando a trabajar en este ámbito. De éstos, el Pensions Caixa 30 ha suscrito los PRI, y para ello se ha apoyado en los controles que tiene instrumentados VidaCaixa.

Al igual que el resto de las gestoras adheridas a los PRI, como CASER y GPP del Grupo BBVA, una vez firmados los PRI, la gestora VidaCaixa sigue el proceso de integración de ISR para la gran mayoría de fondos de pensiones gestionados, incorporando políticas de inversión de acuerdo con los PRI.

El papel de los PRI en los fondos de pensiones de empleo es muy importante, pues su firma constituye un compromiso respecto a la elaboración de una política de ISR. Más concretamente, la firma de los PRI es la base para el compromiso frente los partícipes, y el elemento que las comisiones de control han tomado para apoyar el trabajo de los gestores de estos fondos. De esta forma, los gestores de estos fondos pueden encontrar en la plataforma de los PRI los instrumentos fundamentales para su trabajo, así como los contactos y las experiencias de los grupos de trabajo.

1.7 Fondos de pensiones individuales con políticas de ISR en España

En los últimos años también se han ido creando en España diferentes planes de pensiones individuales que integran políticas de ISR. La existencia de este tipo de fondos permite al inversor individual acceder a fondos de pensiones de empleo con criterios de preselección de la cartera.

En la tabla siguiente se resumen los principales datos de los tres fondos de pensiones individuales con políticas ISR en España.

Tabla 15. Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas

Fondo de pensiones individual	Política ISR	Participación en asambleas de accionistas	Porcentaje de la cartera dedicado a ISR	Patrimonio (miles €) (31/12/2008)	Partícipes 31/12/2008	Rentabilidad 1 año (31/12/2008)	Rentabilidad acumulada desde su creación 31/12/2008	Entidad gestora	Otros
Ahorro Pensión 33	Firma de los PRI-UN en noviembre de 2008 Selecciona los valores de acuerdo con las siguientes estrategias y principios: 1. Filtro negativo 2. Sobreponderación e infraponderación de los valores restantes de acuerdo con el rating global de SIRI. Invierte en empresas que muestran un mejor comportamiento que la media (<i>best-in-class</i>). Filtro negativo: Criterios de exclusión: armamento (producción de armamento ligero y	-	100%	1.703	941	-5,937%	-3,812%	Caser Pensiones EGFP, S.A. Firma de los PRI-UN en abril de 2009	

	<p>nuclear de cualquier tipo, contratos militares de abastecimiento), tabaco, juego, pornografía.</p> <p>Criterios de exclusión por motivos éticos: controversias en temas de corrupción y sobornos de actividades, controversias de lobby político, controversias de blanqueo de dinero, controversias sobre impuestos, controversias sobre aspectos éticos en actividades de I+D, controversias sobre otros aspectos éticos.</p> <p>Criterios de exclusión por motivos laborales: controversias en las condiciones de los trabajadores, sobre la discriminación en el puesto de trabajo, sobre la reestructuración de plantillas, sobre la libertad de asociación sindical, sobre el trabajo infantil y sobre la salud y seguridad en el trabajo.</p> <p>Criterios de exclusión por motivos medioambientales: controversias sobre emisiones al agua, suelo, aire o ruido, sobre residuos, sobre uso de los recursos y daños al ecosistema, acerca de efectos medioambientales en la cadena de aprovisionamiento y sobre productos y/o servicios.</p>								
BS Plan Ético y Solidario	<p>Invierte su patrimonio en los componentes del <i>FTSE4Good Index</i></p>	<p>Para la gestión del fondo, se prevé la creación de una comisión</p>	<p>Preselección a la cartera a partir del <i>FTSE4Good Index</i>.</p>	3.887	736	0,70%	6,38%	BanSabadell Pensiones EGFP, SA.	<p>Sabadell Atlántico cede un 0,50% de la comisión de gestión a Intermón</p>

		ética y de seguimiento que se reunirá al menos dos veces al año para supervisar y validar los criterios éticos del plan y delimitar los valores aptos para la inversión de la cartera. La comisión, que aún no se ha creado, estará integrada por representantes del Banco de Sabadell, Intermón Oxfam y ESADE.							Oxfam para proyectos de desarrollo y ayuda humanitaria.
Caixa Catalunya Plan de Pensiones Solidario	No hay política de preselección		-	987	1.789	-47,55%	-40,62% (Rentabilidad desde 30/06/05 hasta 31/12/08)	ASCAT Vida. Caixa Catalunya Gestió SGIC.	Existe una cesión anual de un 0,25% del valor efectivo del fondo (procedente de la comisión de gestión) como donación para financiar proyectos sociales, relacionados con el medio ambiente, etc. de la Obra Social de Caixa Catalunya
TOTAL				6.577	3.466				

Fuentes de la información: INVERCO. Estadísticas planes de pensiones individuales (31 de diciembre de 2008). Entidades Gestoras: Caser; Caixa Catalunya Gestió, BS Pensiones.

En conjunto, estos fondos de pensiones individuales cuentan con un patrimonio de 6.577 miles de euros y 3.466 partícipes.

El fondo Ahorro Pensión 33 es el único fondo de pensiones individual con una política ISR definida mediante criterios. Los otros dos fondos son fondos indexados en índices de sostenibilidad e ISR. Al igual que la mayoría de los fondos de pensiones de empleo, el fondo Ahorro Pensión 33, gestio-

nado por Caser Pensiones, ha adoptado una estrategia de integración de los criterios ISR en toda la cartera y no contempla elementos de solidaridad. Es el único fondo de pensiones individual signatario de los PRI de Naciones Unidas (en noviembre de 2008). Selecciona los valores de acuerdo con las estrategias y los principios negativos descritos e invierte en empresas que muestran un mejor comportamiento que la media (*best-in-class*).

26 <http://www.bancsabadell.es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION/_JUBILACION/BS_PLAN_ETICO_Y_SOLIDARIO/index.html> (16 de enero de 2004).

El fondo BS Plan Ético y Solidario, gestionado por el Grupo Sabadell-Atlántico desde 2003, fue el primer fondo de pensiones individual destinado al mercado *retail*.²⁶ Para poder aplicar este criterio en la preselección financiera, el fondo invierte en los componentes del universo del índice financiero socialmente responsable *FTSE4 Good Europe Index*. En él se incluyen empresas que han adoptado políticas de responsabilidad social y que se distinguen por el respeto a los derechos humanos y por su contribución a la sostenibilidad medioambiental, de modo que quedan expresamente excluidas las vinculadas a la producción de tabaco, sistemas completos de armamento o piezas clave de armamento nuclear, así como sus proveedores, además de empresas propietarias y operadoras de centrales de energía nuclear y extractores y productores de uranio. Además, el fondo integra los criterios de los fondos de solidaridad, es decir, cede una parte de la comisión de gestión a una ONG.

En 2006, por último, Caixa Catalunya creó el fondo de pensiones Caixa Catalunya Plan de Pensiones Solidario, que no cuenta con política de preselección ISR. Indexado en el *Dow Jones Stoxx Sustainability*, el fondo establece un criterio de solidaridad, más allá de la inversión. En concreto, se cede el 0,25% del valor efectivo del fondo procedente de la comisión de gestión como donación para financiar proyectos sociales o de medio ambiente de la Obra Social de Caixa Catalunya.

Como puede verse, pues, dos de los fondos de pensiones individuales mantienen los criterios de los fondos solidarios. Desde nuestro punto de vista, estas dos prácticas, la ISR y la solidaridad, deben analizarse por separado, dado que se trata de elementos distintos.

1.8 La ISR en España: mercado institucional y mercado retail

En este apartado, para finalizar, queremos ofrecer los datos agregados de la ISR en España. A este respecto, si sumamos el patrimonio de los fondos de pensiones de empleo del mercado institucional que incorporan políticas ISR al de aquellos que no las tienen, pero que adoptan estrategias activismo accionarial, y al de los fondos de pensiones individuales con política ISR, el patrimonio invertido en la ISR institucional en España asciende a 12.067.883,10 miles de €, y el número de partícipes, a 779.201.

Tabla 17. ISR en el mercado institucional (31 de diciembre de 2008)

Tipología	Patrimonio (miles de euros)	Participes
Fondos de pensiones de empleo con política ISR	11.201.802,10	182.927
Activismo accionarioal (fondos de pensiones de empleo y asociados sin política ISR, pero con activismo accionarioal)	859.454	592.808
Fondos de pensiones individuales	6.577	3.466
TOTAL	12.067.883,10	779.201

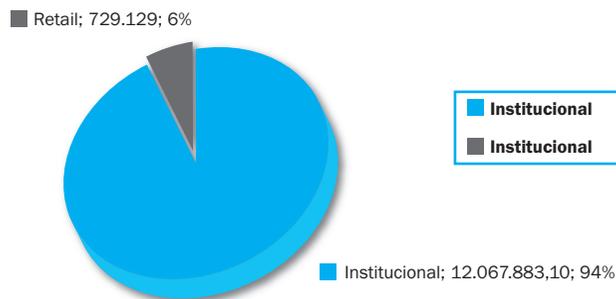
Fuente: elaboración propia.

Una vez conocidos los datos sobre la ISR en el mercado retail e institucional, en la siguiente tabla resumimos los principales datos de la ISR en España. En total, el patrimonio invertido en ISR en España asciende a 12.797.012,10 miles de euros, distribuidos entre un total de 812.908 participes.

Tabla 18. ISR en España (31 de diciembre de 2008)

Mercado	Patrimonio (miles de euros)	Participes
Inversores institucionales	12.067.883,10	779.201
Mercado retail	729.129	33.707
TOTAL	12.797.012,10	812.908

Fuente: elaboración propia.

Figura 10. Distribución de la ISR en España

Fuente: elaboración propia.

1.9 La ISR en el mundo

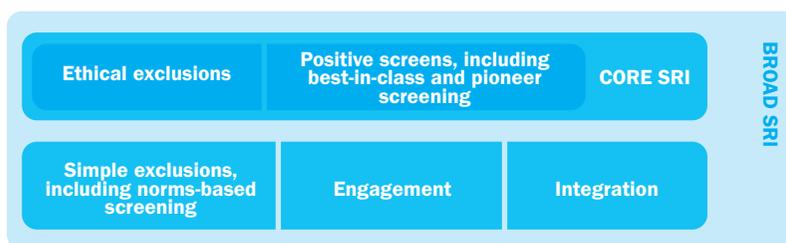
En este apartado vamos a ofrecer algunos datos comparativos sobre el desarrollo de la ISR en el mundo, a partir de la información contenida en el último informe de Eurosif (2008): *2008 European SRI Study*.

Eurosif distingue entre la *core* ISR (o ISR restrictiva) y la *broad* ISR (o ISR amplia). La primera sólo contempla aquellos fondos de inversión y pensiones que incluyen estrategias de preselección de la cartera a partir de criterios negativos y de criterios positivos (*best-in-class* y fondos temáticos). La ISR amplia, en cambio, supone una visión menos estricta, que no obliga a practicar una preselección de la cartera.

La ISR amplia, además, incluye los fondos de inversión y pensiones y otras carteras que pueden incluir algún criterio concreto, como el tabaco, el alcohol o los derechos humanos. También incluye aquellos fondos que trabajan en el diálogo constructivo (*engagement*) con las empresas, pero que pueden no preseleccionar la cartera de inversión, sino sólo influir en las empresas participadas para que adopten políticas de responsabilidad social y medioambiental. Asimismo, incluye los fondos que trabajan en la integración de la ISR en el mercado *mainstream*, como marco para la gestión del riesgo. Los gestores tradicionales incorporan criterios sociales y medioambientales para mejorar la gestión del riesgo en las carteras convencionales.

En general, la ISR restrictiva es practicada por los fondos de inversiones en el mercado *retail*, mientras que la más amplia, como se explica en el informe de Eurosif, es practicada por los fondos de pensiones y los inversores institucionales. A menudo, no obstante, encontramos fondos que practican ambas tipologías de ISR, por ejemplo la preselección, el *engagement* y la integración en el *mainstream*.

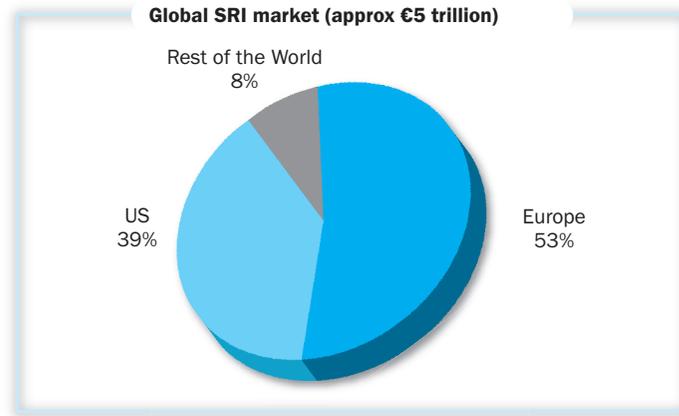
Figura 11. Definición de ISR según Eurosif



Fuente: Eurosif (2006: 4-5).

Respecto al mercado mundial, la ISR en Europa ocupa el 53% del mercado, frente al 39% de Estados Unidos.

Figura 12. Distribución de la ISR en el mundo (2007)



Fuente: Eurosif (2008: 52).

Los datos concretos se detallan en la siguiente tabla..

Tabla 19. Distribución de la ISR en el mundo por regiones (2007)

		2007	Total SRI	Total SRI in Euros
United States (2007)	Social Screening	US\$2098	US\$2710	€1917.3
	Shareholder Advocacy	US\$739		
	Screening and Shareholder*	(US)\$151		
	Community investing	US\$26		
Canada (2006)	Core SRI	Cnd\$57.4	Cnd\$503.6	€333.6
	Broad SR	Cnd\$446		
Australia / NZ (2007)	Core SRI	Au\$19.4	Au\$72.2	€41.4
	Broad SRI	Au\$52.8		
Japan (30/09/2007)	Broad SRI	Y840	Y840	€5.5
	Core SRI	€511.7		
Europe (2007)	Broad SRI	€2153.7	€2665.4	€2665.4
	Core SRI	€511.7		
TOTAL WORLD				€4963.2

* negative number to avoid double-counting

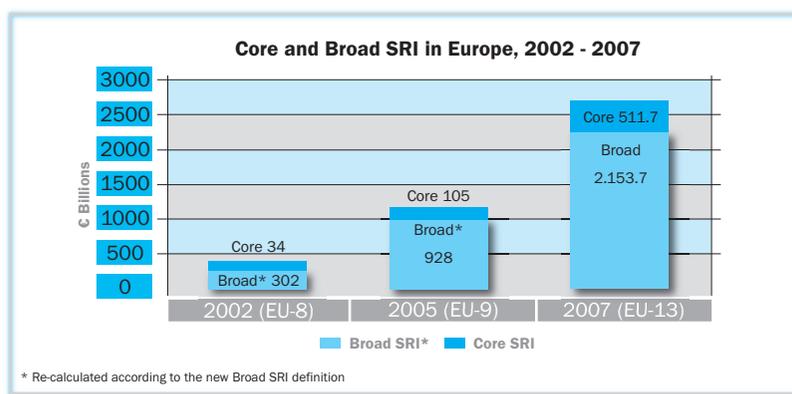
Fuente: Eurosif (2008: 52). Datos en miles de millones de €.

El mercado de la ISR en Europa tenía invertidos 2.665 miles de millones de euros, mientras que en Estados Unidos el capital invertido ascendía a 1.917 miles de millones de euros.

1.10 La ISR en Europa

Como hemos visto, de acuerdo con la investigación de Eurosif, la ISR en Europa a 31 de diciembre de 2007 ascendía a 2.665 miles de millones de euros. De ellos 511,7 miles de millones correspondían a la ISR restrictiva y 2.154 miles de millones, a la más amplia.

Figura 13. Principales datos sobre la ISR en Europa (31 de diciembre de 2007)



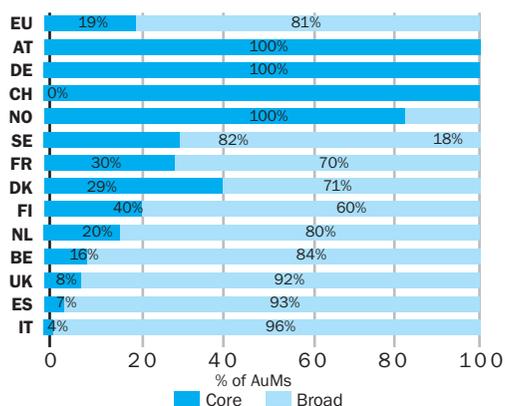
Fuente: Eurosif (2008: 10). En miles de millones de €.

Teniendo en cuenta los activos en los mercados financieros en Europa, Eurosif compara los datos del mercado de la ISR con el mercado global europeo. Según un cálculo de la European Fund and Asset Management Association (EFAMA), a finales de 2006, se estima que el mercado financiero europeo ascendía a 13.5 billones de millones de euros, lo que indicaría que la ISR representa el 17,6% del capital invertido en el mercado financiero en Europa (el 3,4% correspondería a la ISR restrictiva y el 14,2%, a la ISR amplia).

1.10.1 Estrategias de ISR

Al analizar el porcentaje de los dos tipos de ISR, observamos que, en conjunto, la ISR restrictiva representa el 19% de la ISR en Europa, mientras que la ISR amplia supone el 81%. Por países, la diferencia es muy importante. Así, en Austria, Alemania o Suiza, la ISR restrictiva representa la mayor parte de la inversión; en cambio, en países como Italia, el Reino Unido, España o Bélgica, la ISR amplia es mayoritaria.

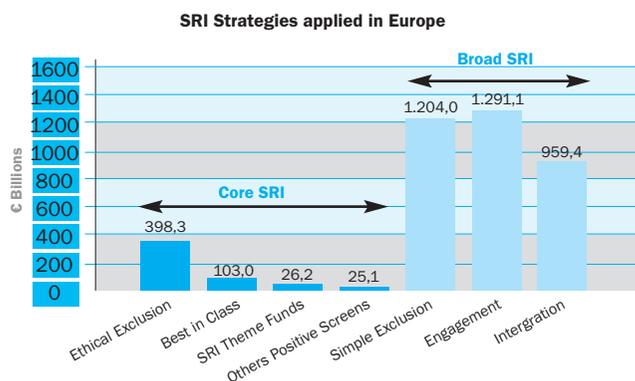
Figura 14. Distribución de la ISR restrictiva y amplia por países en Europa (2007)



Fuente: Eurosif (2008: 11).

Con respecto a las estrategias adoptadas por los inversores socialmente responsables, los inversores institucionales suelen utilizar de forma más activa la ISR amplia, especialmente las estrategias de integración de la ISR en el mercado convencional, adoptando algún criterio de preselección y generando estrategias de diálogo con las empresas participadas. En cambio, los fondos de inversión del mercado *retail* suelen adoptar —sobre todo en el Reino Unido, Suiza y Francia— estrategias de ISR restrictiva, como las políticas de exclusión o de best-in-class y los fondos temáticos.

Figura 15. Estrategias adoptadas por la ISR en Europa (2007)

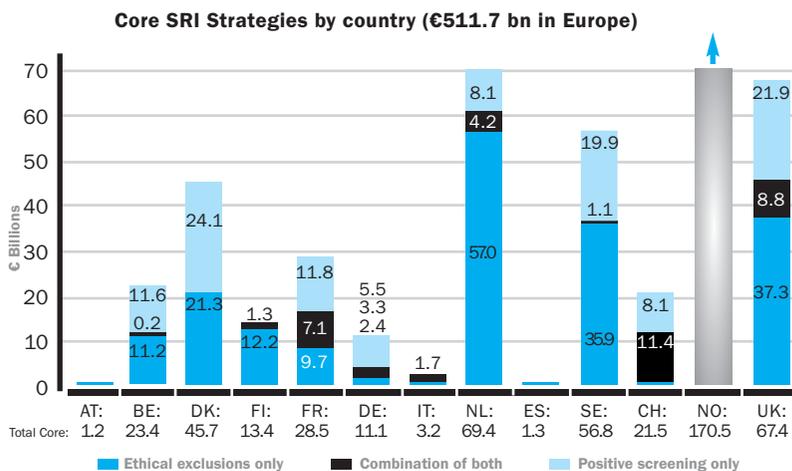


Fuente: USSIF (2007:6).

Los países con mayor volumen de activos son el Reino Unido y los Países Bajos. Alemania, Francia y Suiza, por su parte, son los que más han incrementado su volumen entre 2005 y 2007. Finalmente, Austria y España son los países donde el mercado de la ISR es más reducido.

Si analizamos el mercado según la ISR restrictiva, Noruega cuenta con un elevado porcentaje de capital invertido, sobre todo debido a la existencia de un fondo temático, el Fondo Noruego gubernamental de pensiones, derivado de las ganancias estatales del petróleo. Con todo, los Países Bajos y el Reino Unido siguen siendo los mercados europeos más importantes. España, Italia y Austria, mientras tanto, se sitúan a la cola del mercado de la ISR restrictiva.

Figura 7. Evolución del patrimonio de los fondos de pensiones en España (1998-2008)



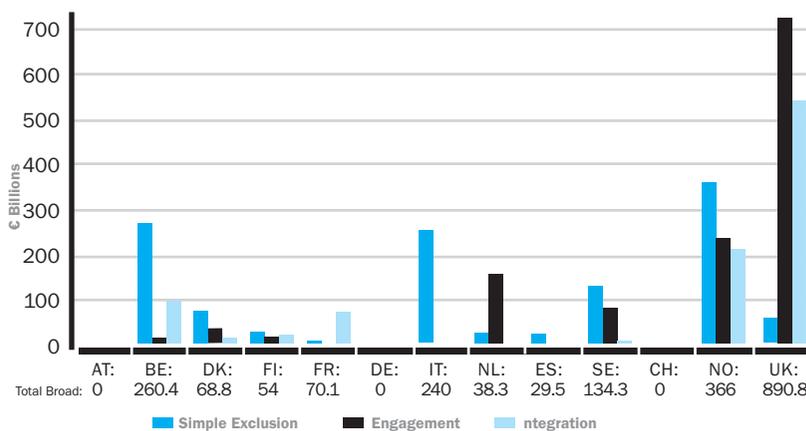
Fuente: Eurosif (2008: 12).

En el caso de la ISR restrictiva, en general, en los últimos años destaca la aparición de una nueva generación de fondos temáticos de ISR que se centran en temas vinculados a la sostenibilidad — como los fondos del mercado del carbono, el cambio climático, las energías renovables o la ecoeficiencia— o los temas de salud. El estudio de Eurosif incluye sólo los fondos que integran los temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo.

Los fondos temáticos de ISR son los más desarrollados en países como Suiza y Alemania. En cambio, la estrategia *best-in-class*, basada en la preselección de las mejores empresas de cada sector con mejores políticas de responsabilidad social y medioambiental y mejor comportamiento financiero, es la más utilizada en Dinamarca, Suecia, Suiza, Francia o Bélgica. Los fondos positivos *best-in-class*, en concreto, representan 103.000 millones de euros, mientras que los fondos suponen 26.200 millones de euros.

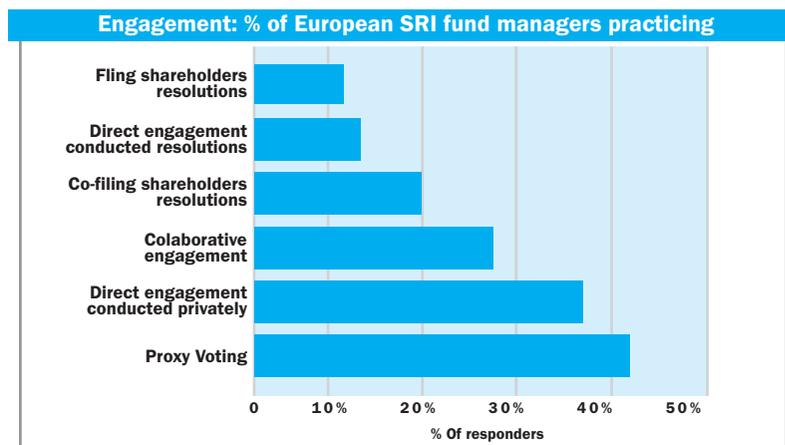
Si analizamos el mercado de la ISR amplia por países, el Reino Unido continúa siendo el que aporta mayor cantidad de activos al mercado de la ISR en Europa, seguido de los Países Bajos y Bélgica. El país con mayor incremento en este sector desde 2005 hasta 2007 es Italia, como resultado de la incorporación de un inversor institucional que adopta la exclusión simple de dos criterios concretos.

Figura 7. Evolución del patrimonio de los fondos de pensiones en España (1998-2008)



Fuente: Eurosif (2008: 12).

En cuanto al *engagement* o diálogo constructivo entre los partícipes —a través de su delegación en los gestores— y las empresas participadas, que no implica necesariamente una preselección de la cartera, representa 1.291 billones de euros. El país donde más se ejerce esta estrategia es el Reino Unido, seguido de Países Bajos y los países nórdicos. A pesar de que el *engagement* se empezó a desarrollar con las empresas con sede en los países de origen de los fondos, porque resultaba más fácil, en los últimos años, los gestores de fondos han empezado a ejercer estrategias de diálogo con las empresas participadas en otros países.

Figura 18. Principales estrategias de engagement ejercidas por los fondos ISR en Europa (2007)

Fuente: Eurosif (2008: 13).

En 2006 se crearon los Principles for Responsible Investment (PRI) Engagement Clearinghouse, que han facilitado el desarrollo del engagement entre los signatarios de los PRI de Naciones Unidas y las empresas. También destacan otros proyectos colectivos que permiten ejercer el engagement en temas específicos, como los grupos de inversores en el mercado de carbono o el cambio climático: Carbon Disclosure Project (CDP), Enhanced Analytics Initiative (EAI) o Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC).

La integración de criterios ISR para la gestión del riesgo en los mercados convencionales supone 969.000 millones de euros en activos ISR en Europa. Este tipo de estrategia es adoptada, sobre todo, por los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones como ABP, PGGM o la Caisse des Dépôts en Francia.

1.10.2 Mercado institucional y mercado *retail* en Europa

Si analizamos la tipología de los inversores responsables en Europa, los inversores institucionales representan el 94% de los inversores ISR, mientras que la inversión *retail* supone sólo el 6%. Por países, los Países Bajos, Noruega y Bélgica son los países con mayor mercado institucional. España, Suiza e Italia, por el contrario, cuentan un porcentaje mayor por lo que respecta al mercado *retail*.

Figura 19. Mercado institucional frente a mercado retail por países en Europa (2007)

Fuente: Eurosif (2008: 14).

En cuanto a los inversores institucionales, la mayoría son instituciones religiosas, seguidas de fondos de pensiones, fundaciones y ONG. También destacan sobre los gobiernos y las administraciones públicas otros inversores, como las aseguradoras y las universidades.

Productos y procesos

Respecto a los vehículos de ISR que utilizan los inversores, el más empleado sigue siendo el mandato a los gestores (82%). En cuanto al tipo de inversión, la renta variable sigue siendo la más importante, pues supone el 50% de la inversión ISR en Europa. Los bonos en renta fija, pública o privada, representan el 39%.

Por lo que respecta a los recursos empleados por los inversores para preseleccionar la cartera de inversión y adoptar estrategias ISR, el más utilizado es la compra de investigación en analistas de ISR, que ofrecen a los gestores la información pertinente para poder preseleccionar la cartera a partir de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. En segundo lugar, algunas entidades gestoras también tienen equipos internos de analistas en ISR, que actúan con el apoyo de comités de control externos

2 La ISR en España: acontecimientos importantes acerca de su evolución durante 2008-2009

En este capítulo vamos a analizar los hechos más relevantes del año 2008-2009 en relación con la evolución de la ISR en España. Este análisis nos permitirá entender cuál es la situación de la ISR en nuestro país, más allá de los datos ofrecidos en el primer capítulo de este Observatorio.

2.1 SpainSIF

El 10 de junio de 2009 se constituyó legalmente en Madrid SpainSIF, el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable, una asociación que pretende convertirse en plataforma de encuentro y de referencia para generar y difundir conocimiento sobre la ISR, así como concienciar e impulsar cambios en las decisiones de la comunidad inversora, las administraciones públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

La asociación tiene como misión primordial fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo en las políticas de inversión en España mediante el diálogo con los diferentes grupos sociales y contribuyendo al desarrollo sostenible.

Para la consecución de sus fines, la asociación ha dibujado las siguientes líneas de actuación estratégica:

1. La promoción de la ISR para la generación de demanda y oferta en España, para lo que realizará actividades de:

- Difusión de la ISR a través de campañas educativas o de información. Desarrollo de publicaciones y otros servicios.
- Impulso de la investigación en ISR en colaboración con las universidades, escuelas de negocios e instituciones.
- Colaboración entre las partes interesadas, fomentando la cooperación con la red internacional de SIF y con otros organismos e instituciones interesados en la adopción de prácticas de inversión responsable.

2. La transmisión de una visión plural e independiente sobre los distintos temas que afectan a la promoción de la ISR en España.

3. La elaboración de un plan estratégico con objetivos a tres años y revisión anual para la promoción de la ISR en España.

Como sucede en otros países, SpainSIF es una institución *multistakeholder* integrada por los diferentes grupos de interés que trabajan en torno a la ISR en nuestro país. Entre estas entidades figuran bancos e instituciones financieras, gestores de fondos, proveedores de servicios profesionales de ISR, ONG, universidades y sindicatos.

Forman parte, en calidad de socios fundadores del foro, 33 entidades que citamos a continuación, las cuales se integran en diferentes secciones según el grupo de interés o stakeholder al que pertenecen:

- Sección 1.- Entidades financieras (entidades de crédito, aseguradoras o asociaciones empresariales de carácter financiero): BBVA, Bancaja, Banco Popular, BBK, Caja Burgos, Caja Navarra, CECA y Triodos Bank.
- Sección 2.- Entidades gestoras (entidades de servicios de inversión, sociedades de capital riesgo, entidades gestoras de fondos de pensiones o entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva): Caser, Crédit Agricole Asset Management, Fonditel, Gestión de Previsión y Pensiones, Ibercaja Gestión, Pictet, Santander Asset Management y Sararin Alén.
- Sección 3.- Proveedores de servicios ISR (agencias de calificación en ISR, entidades especializadas en análisis extrafinanciero, entidades de consultoría o auditoría en ISR, escuelas de negocio, centros de investigación o universidades): Analistas Internacionales de Sostenibilidad, ESADE, Instituto de Empresa, Novaster, UNED y Vigeo.
- Sección 4.- Organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR (ONG, colegios profesionales y otras asociaciones): AECA, AERI, FETS, Forética, Economistas sin Fronteras, FIARE, Fundación Ecología y Desarrollo, y Fundación GEN (CREA).
- Sección 5.- Sindicatos: Comisiones Obreras y UGT.

Además, se han creado diversos grupos de trabajo que ya han empezado a participar en la gestión de la entidad: un primer grupo se ocupa de la elaboración de un plan estratégico; un segundo grupo, de la organización y el gobierno de la entidad; y un tercer grupo, de sus relaciones externas. Los objetivos actuales son la elaboración y aprobación en asamblea del plan estratégico, que integrará las líneas de actuación y el trabajo prioritario de los próximos años. SpainSIF, por otra parte, busca tener un impacto significativo ante la opinión pública y, especialmente, ante las administraciones públicas. En este sentido, ya se ha realizado una presentación pública que ha dado a conocer la importancia de que en España exista una entidad de estas características.

El proceso de construcción de SpainSIF ha sido complejo —como reconocen sus propios impulsores—, pero finalmente ha llegado a buen puerto. Sus impulsores tuvieron la voluntad de iniciar un proceso de integración de los diferentes grupos de interés que manifestaron su voluntad de participar en él; se inició así un proceso de consulta que se prolongó entre mayo de 2008 y junio de 2009. Este proceso se ha desarrollado a través de grupos de trabajo para integrar los diferentes puntos de vista y propuestas, y su duración ha permitido a todos trabajar de forma intensiva para construir una institución con clara vocación *multistakeholder*. En este sentido, no hay duda de que el proyecto refuerza claramente la relación entre los grupos de interés en torno a la promoción en España de la ISR. Como afirman los miembros de la dirección de SpainSIF, el proceso ha sido muy enriquecedor para todos y, sobre todo, ha abierto un espacio de aprendizaje y de conocimiento mutuo.

Finalmente, todos los participantes en el proceso se sienten identificados con el resultado porque se ha conseguido crear una institución que agrupa instituciones de distinta naturaleza que han

sumado esfuerzos para construir un proyecto común. De esta forma, SpainSIF sigue el modelo de los diferentes SIF, especialmente de Eurosif, en el cual se integra.

27 Fuente: Observatorio de la Responsabilidad Social Corporativa. Boletín de noticia, núm. 11. Junio de 2009.

2.2 Avances en los planes de pensiones

Uno de los temas en desarrollo en relación con los planes de pensiones de empleo con criterios ISR es su certificación externa. De esta forma un verificador externo asegura que el proceso de preselección de la cartera se aplica adecuadamente. Así, el Plan de pensiones de los empleados del BBVA se ha convertido en el primer fondo de pensiones que, además de adherirse a los Principios de Inversión Responsables (PRI) de Naciones Unidas, ha realizado un *rating* de sostenibilidad sobre la totalidad de sus inversiones, con el fin de garantizar que se gestionan con criterios ISR. Esta medida asegura que el plan de pensiones incorpora criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el análisis de la toma de decisiones de inversión, y lo dota de la máxima transparencia y reconocimiento, en la confianza de que una activa gestión de los riesgos ESG puede, a largo plazo, contribuir a obtener una mayor rentabilidad en la cartera de inversión.

La empresa Analistas Internacionales en Sostenibilidad (AIS), del Grupo Triodos, es la encargada de realizar este análisis. AIS establece como principal objetivo de la certificación la medición del grado de sostenibilidad del plan de pensiones mediante el análisis de los riesgos y oportunidades sociales, medioambientales y de gobierno corporativo de los valores de renta fija y renta variable contenidos en la cartera, bajo la perspectiva de una mayor generación de valor empresarial y control de riesgos ESG. Para ello, analiza, en asociación con Sustainalytics, más de 2.200 valores cotizados en bolsa, considerando criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo, así como las relaciones corporativas con los principales grupos de interés afectados por su actividad.

2.3 Activismo accionarial

La ONG Intermón Oxfam y la Confederación Española de Consumidores y Usuarios (CECU) han participado en la Junta General de Accionistas de Repsol YPF celebrada el 14 de mayo de 2009. Su participación ha sido posible porque un número importante de pequeños accionistas y fondos de inversión éticos españoles y extranjeros les han cedido sus derechos, como ya sucedió el año anterior.²⁷

Intermón Oxfam exigió a la dirección de la empresa un mejor desarrollo de la política de relación con los pueblos indígenas y un mayor compromiso con la transparencia, que debe traducirse en hacer públicos los pagos e ingresos en los países donde opera. En este sentido, pidió a Repsol que siguiera el ejemplo de otras empresas del sector que están desarrollando una política muy activa en este terreno. Una de ellas es la canadiense Talismán, que de forma voluntaria, sin imposición legal alguna, desglosa y hace públicos los pagos que realiza en todos los países donde trabaja (entre ellos, Sudán, China o Malasia). Otro caso es el de Río Tinto, que recientemente ha optado por desglosar voluntariamente los impuestos y tasas que paga en 13 de los países donde opera. Otras compañías con buenas prácticas en favor de la transparencia son TOTAL o StatoilHydro (Noruega).

Por su parte, la CECU, representada por su vicepresidenta, la Sra. Ana Etchenique, reivindicó en nombre de los inversores minoritarios la figura del accionista responsable, haciendo constar la preocupación sobre el cumplimiento de los compromisos en materia de RSE, así como la importancia de la colaboración entre empresas y organizaciones de consumidores.

Como respuesta, Repsol YPF se ha comprometido a reconsiderar la normativa de relación con los pueblos indígenas y reconoció expresamente el problema que les supone estar presentes en zonas donde viven indígenas no contactados o en aislamiento voluntario. Paralelamente, la empresa reconoció la necesidad de avanzar en la transparencia ante la sociedad.

3 La crisis financiera y la inversión socialmente responsable

No hay duda de que nos encontramos ante una recesión económica global, sin precedentes en la historia de los siglos XX y XXI. Así lo estiman todos los agentes sociales: gobiernos, empresas, ciudadanos, organizaciones de la sociedad civil, sindicatos y organizaciones internacionales. Esta crisis financiera, además, viene acompañada de una crisis social, medioambiental y también de valores éticos y morales que afecta a los mercados de valores y al conjunto de la economía.

En las últimas décadas, las instituciones financieras han encontrado en los mercados la libertad para actuar de forma acelerada y ventajosa sobre la dinámica de la economía productiva real, sin que la supervisión pública tuviese un impacto importante. Aunque no hay duda de que esto ha beneficiado la economía real y, en consecuencia, ha contribuido a elevar el nivel de vida de muchas personas, la búsqueda de la maximización del beneficio ha generado un marco financiero especulativo tan importante que, al final, ha acabado por romper los vínculos entre la economía productiva real y los mercados financieros. Como consecuencia de este dinamismo, el crecimiento y la expansión de los mercados financieros han sido espectaculares, en muchas ocasiones sin conocer realmente los instrumentos en que se estaba invirtiendo, ni los mecanismos sobre los que se estaba generando la inversión pública y privada. Todo ello se ha mantenido hasta que la burbuja de la expansión financiera se ha pinchado y la crisis financiera, que ha afectado de pleno a los mercados financieros, ha venido a cuestionar muchas de las normas, autorregulaciones y mecanismos que han aparecido en las últimas décadas en la economía financiera globalizada.

La principal diferencia de esta crisis frente a las anteriores es que se trata de una crisis global, porque afecta a todas las economías del planeta, como resultado de la transnacionalización de los mercados financieros, y muchos de sus efectos están interrelacionados. En este sentido, la crisis que atravesamos es diferente porque el impacto en la economía y la estabilidad política y social en el planeta es tan importante que no se puede resolver sólo con medidas políticas unilaterales; por el contrario, gobiernos, organizaciones internacionales, empresas, inversores, entidades financieras, consumidores y sindicatos deben tomar decisiones globales de forma compartida. Y ello, obviamente, dificulta aún más su solución.

En la actualidad, en el marco de la gobernanza global, los gobiernos, las organizaciones internacionales y los organismos públicos reguladores de los mercados financieros están discutiendo sobre las normas que deben guiar el futuro de los mercados financieros. A partir de estas discusiones políticas se están construyendo nuevas propuestas que el próximo año veremos plasmadas en proyectos de regulación.

En este tercer capítulo de este Observatorio vamos a presentar los principales datos que nos permiten entender la relación y el debate entre el impacto de la crisis de los mercados financieros y el papel que la comunidad global de la ISR está desarrollando al respecto. Centraremos primero la atención en los impactos de la crisis, para, posteriormente, analizar las propuestas que se han ido presentando desde la comunidad ISR para influir en los marcos de toma de decisión política global, tanto en el Gobierno de Estados Unidos como en la Unión Europea y el G-20. La comunidad ISR internacional reaccionó de forma rápida con iniciativas concretas que merecen ser tenidas en cuenta.

ta. Para avanzar en este tema, vamos a presentar los diferentes elementos que nos permiten entender el origen de la crisis, su impacto en los fondos de inversión y de pensiones ISR y las propuestas que se han elaborado en torno a los foros ISR para apoyar a los gobiernos e instituciones reguladoras y aportar nuevas ideas y valores a la situación de crisis financiera global.

3.1 Sobre la crisis financiera, su origen y su impacto

La actual crisis financiera se originó como consecuencia de la crisis del sector de crédito inmobiliario en Estados Unidos que estalló en 2007 y que hoy conocemos popularmente como crisis de las hipotecas *subprime*. Las hipotecas *subprime* eran un tipo especial de hipoteca que solía utilizarse para la compra de vivienda. Se trataba de créditos orientados a clientes con baja solvencia financiera, lo que generaba un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de los créditos. Debido a estas condiciones, el tipo de interés era más elevado que en los préstamos personales, si bien durante los primeros años tenían un tipo de interés promocional que las hacía especialmente atractivas.

La Reserva Federal fijaba un límite máximo de créditos de alto riesgo para las entidades financieras. No obstante, ese límite podía ser superado si las entidades realizaban una transacción a otras entidades intermediarias, que podían adquirir paquetes de cesión de créditos, a cambio de pagar a la entidad financiera un interés menor. Así, los bancos podían vender la deuda mediante la compra de bonos o títulos de crédito, de manera que se retiraba del activo del balance de la entidad concesionaria. Este tipo de deuda resultó atractiva en los mercados financieros y, en general, fue transferida a fondos de inversión, planes de pensiones o terceras entidades financieras. En este sentido, en la mayoría de los casos, el inversor tercero desconocía el verdadero riesgo asumido. Lógicamente, en una economía global, en la que los capitales financieros circulan a gran velocidad y cambian de manos con frecuencia, y que ofrece productos financieros altamente sofisticados y automatizados, no todos los inversores conocen la naturaleza última de la operación contratada.

La crisis se desató cuando el aumento progresivo de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal a partir de los años 2005 y 2006, y el incremento natural de las cuotas de este tipo de créditos, hizo aumentar la tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones. El hecho de que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión y de pensiones tuvieran sus activos en estas hipotecas derivó en una repentina contracción del crédito y una gran volatilidad de los valores bursátiles. Como consecuencia, se generó una gran desconfianza en los mercados y una crisis en los mercados de valores de todo el mundo, debido, básicamente, a la falta de liquidez.

El riesgo de las hipotecas *subprime* se tradujo en una expansión de valores tóxicos en los mercados financieros que, desde Estados Unidos, acabaron afectando a todo el sistema financiero. Primero, se vieron inmersas las entidades financieras y crediticias de Estados Unidos, pero, posteriormente, la crisis se extendió con rapidez al conjunto del sistema financiero internacional y, finalmente, a la economía global. El impacto de las hipotecas *subprime* tuvo hondas repercusiones en todos los mercados financieros del mundo, especialmente en los bancos de inversión de Estados

Unidos, que perdieron su liquidez porque ellos mismos no se prestaban dinero por miedo a recibir créditos tóxicos.

Para hacer frente a todo ello, como había sucedido en crisis anteriores, como la de 1998, el Banco Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo intentaron reforzar los mercados generando nuevos fondos, poniendo a disposición mayor volumen de capital y reduciendo las tasas de interés para facilitar nuevos préstamos. Sin embargo, esto no bastó para resolver la crisis de liquidez de los bancos y entidades financieras. La crisis financiera era más profunda: afectaba a la liquidez y, sobre todo, a la gestión del riesgo de las entidades financieras; algunas de ellas, debido a su falta de responsabilidad, acabaron declarándose en quiebra. Los gobiernos, por otra parte, se han visto obligados a rescatar bancos y a aceptar cierres de empresas como Lehman Brothers o AIG. Asimismo, hemos visto cómo, poco a poco, las entidades financieras más solventes se han visto afectadas por la falta de previsión del riesgo y su inadecuado sistema de gobierno.

En definitiva, la crisis de las hipotecas *subprime* generó una gran desconfianza en el sistema financiero que comportó una importante crisis de liquidez e importantes crisis bursátiles en enero y octubre de 2008. La crisis afectó a bancos como Lehman Brothers o IndyMac y a las dos sociedades hipotecarias más importantes de Estados Unidos, Freddie Mac y Fannie Mae, que acumulaban la mitad del mercado de las hipotecas sobre la vivienda en Estados Unidos.

Hasta hoy, las economías de todo el mundo, en general, se han visto afectadas por la falta de crédito que el sector bancario ha generado para las empresas y para el consumo. La falta de liquidez de los bancos ha afectado a la economía productiva y a las empresas, que han iniciado políticas de revisión de empleo y, en algún caso, reestructuraciones o ventas a precios reducidos en el mercado. La crisis financiera ha provocado, pues, una crisis económica global de la economía productiva que se ha traducido en un aumento muy importante de los niveles de desempleo en todo el mundo y en la caída del consumo, lo que ha dado paso a una recesión económica internacional.

Para entender la situación de colapso financiero que vivimos, debemos analizar una diversidad de factores que se han interrelacionado en los mercados financieros globales en las últimas décadas. En efecto, la crisis financiera no tiene una única causa; por el contrario, es una multiplicidad de causas lo que ha llevado hasta la situación actual. Seguidamente apuntamos algunas que nos parecen más relevantes.

En primer lugar, la crisis se ha generado como consecuencia de la primacía del valor del máximo beneficio a corto plazo frente a criterios y valores como el equilibrio financiero y la gestión del riesgo, la sostenibilidad de los mercados, la responsabilidad empresarial o la gestión de los impactos sociales y medioambientales. Dicho de otro modo, entre los profesionales financieros, gestores de inversión y directivos de grandes empresas ha prevalecido la perspectiva y la visión financiera y económica del corto plazo, que han llevado a no tener presente las consecuencias de las actividades financieras a medio y largo plazo.

En segundo lugar, los mercados financieros han actuado sin que los gobiernos y organismos reguladores desarrollaran los mecanismos pertinentes para establecer las reglas de juego básicas, de forma que las entidades financieras, los gestores y las agencias de *rating* se han valido de su propia autorregulación, sin contar con supervisión ni control externo. Este hecho ha dejado vía libre a aquellos que han querido beneficiarse o arriesgarse sin tener en cuenta las consecuencias.

28 El objetivo de inversión de los hedge funds es la obtención de rentabilidades positivas, independientemente de que los mercados suban o bajen, para lo cual invierten en todo tipo de derivados (opciones, futuros, warrants, etc.).

En tercer lugar, las propias entidades financieras no han desarrollado estructuras justas y equilibradas de gobierno corporativo, con mecanismos de control, supervisión y ejecución. En este sentido, los miembros de los consejos de administración de algunas de esas entidades no han ejercido su papel supervisor.

En cuarto lugar, parece que las agencias de *rating* o valoración del riesgo que emergieron como garantes de la valoración de los mercados y de los instrumentos de crédito tampoco han desarrollado su trabajo de forma seria y profesional. Así, los errores y conflictos de interés de las agencias de *rating* de crédito, en el caso de las hipotecas *subprime*, han dado lugar a mecanismos de valoración absolutamente superfluos e ineficaces que dejaron pasar hipotecas con niveles de riesgo superiores a los permitidos. De hecho, con posterioridad a la crisis, las agencias de *rating* o valoración de riesgo, como Standards & Poors (S&P) o Moody's, entre otras, han sido investigadas por su posible responsabilidad, por no haber desarrollado informes adecuados del riesgo.

En quinto lugar, las políticas macroeconómicas gubernamentales, especialmente en Estados Unidos, no han sido capaces de regular el mercado hipotecario y poner orden en él. De hecho, hay indicios de que estas políticas animaron conscientemente la expansión de este mercado y de que, por tanto, dieron alas a la burbuja.

En sexto lugar, se han ido creando nuevos mercados de valores basados en valores futuros y derivados, además de los *hedge funds*,²⁸ que se estructuran sobre previsiones a futuro, venta al descubierto o *short-selling*, uso de productos derivados y la compra de valores mediante apalancamiento agresivo, sin que haya habido control sobre ello.

En séptimo lugar, para acabar, en la última década todos hemos sido partícipes de la bonanza económica y la llegada de dinero fácil, lo que ha facilitado el consumo excesivo y el endeudamiento de las familias. En este sentido, ni nos hemos hecho las preguntas pertinentes ni hemos protes-

tado, incluso cuando hemos sospechado que la “fiesta” no podía durar para siempre.

La interrelación compleja de todos estos factores, además de otros que no hemos citado aquí, ha puesto en jaque a la economía mundial y ha evidenciado la falta de relación directa entre la economía productiva y la economía financiera. Se trata, pues, de una situación convulsa que está provocando la revisión de las bases del sistema financiero y empresarial global.

3.2 Cómo afectó la crisis a los instrumentos ISR

Este desfavorable contexto económico, con repercusiones aún desconocidas, ha venido a coincidir en el tiempo con una ISR que se encuentra en su momento más álgido a nivel internacional. A este respecto, hay que pensar que es la primera vez, desde la aparición de la ISR en la década de 1960, que los mercados financieros han sufrido una crisis financiera de semejante calado. Por tanto, es también la primera vez que los inversores y gestores ISR se enfrentan a esta situación, especialmente en nuestro país, donde la ISR es todavía muy joven y no está suficientemente consolidada.

De acuerdo con los resultados de la investigación sobre el mercado *retail* y el mercado institucional, la ISR, como el resto de las inversiones convencionales en los mercados financieros, se ha visto seriamente afectada por la crisis, que ha tenido repercusiones muy importantes en la rentabilidad y el patrimonio de los fondos ISR, tanto en España como en el resto del mundo. En cualquier caso, aún se desconoce el impacto real de la crisis; lo que sí se puede decir, no obstante, es que su impacto en los instrumentos de inversión ISR es comparable al que han recibido los diferentes fondos de inversión y pensiones convencionales, ni mayor ni menor.

Muy pronto se levantaron voces críticas que cuestionaban la ISR porque no había sabido prever el impacto de las hipotecas *subprime* con alto riesgo, especialmente en Estados Unidos. Así, en un artículo crítico aparecido en *Ethical Corporation* en octubre de 2008, J. Entine, el famoso periodista especialista en temas de RSE, ponía de manifiesto las debilidades de la ISR frente a la crisis de las hipotecas *subprime*. En primer lugar, exponía que Fannie Mae, una de las principales agencias de crédito estadounidenses implicadas en la crisis, había sido clasificada por KLD Research and Analytics de Boston, entre los años 2000 y 2004, entre las diez principales empresas con responsabilidad social en Estados Unidos. Fannie Mae era una de las empresas que, de forma continuada, había formado parte de los diferentes *rating* ISR, incluso durante el año 2007.

En segundo lugar, tal como citaba Entine en su artículo, Linda Markowitz —profesora investigadora de ISR en la Southern Illinois University—, en un estudio de 2007 en que se revisaban los 41 fondos ISR más importantes de Estados Unidos, mostró cómo, entre los diez valores más importantes de las carteras de esos fondos, figuraban tres de las principales entidades financieras norteamericanas: AIG, Bank of America y Citigroup. De forma paradójica, AIG había sido integrada por los gestores e inversores ISR por sus políticas de pensiones y sus políticas de diversidad de género. Bank of America, por su parte, había sido escogida por los inversores ISR por su política de reducción de las emisiones de CO2 y por promover la diversidad en el trabajo. Finalmente, Citigroup había sido pre-

seleccionada por su política de apoyo a la comunidad con donaciones a las escuelas y a las víctimas del 11-S, así como por haber adoptado directrices medioambientales en la política de consecución de créditos.

En tercer lugar, como señala Entine (2008), *Domini Social Index*, uno de los principales índices financieros ISR de Estados Unidos, había integrado en 2007 un 29% más de valores de compañías financieras que su homólogo no ISR, el *Standard & Poor's 500 Benchmark Index*. Entre estos valores, *Domini Social Index* incluyó JP Morgan, Citigroup, Goldman Sachs, Wachovia, Lehman Brothers y Wells Fargo. Estas dos últimas entidades financieras, como sabemos, han sido los principales bancos privados implicados en la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión de Estados Unidos en 2007, se declaró en quiebra el 15 de septiembre de 2008, tras 158 años de actividad, debido a su implicación en inversiones en bonos basura o valores tóxicos y créditos hipotecarios *subprime*.

La crítica de Entine (2008) era muy dura. Culpaba a los gestores de ISR de pasar por alto el análisis del riesgo de las entidades financieras, y de haber analizado mejor y de forma mucho más crítica el sector no financiero.

Independientemente de este y otros artículos, la crisis financiera puso de manifiesto las debilidades de la metodología de análisis de los centros de investigación ISR y de sostenibilidad y de los filtros utilizados por los gestores de inversión a la hora de seleccionar los valores y analizar el riesgo de las inversiones. En este nuevo escenario, en un primer momento no tardaron en surgir voces catastrofistas que vaticinaban el fin de la ISR, especialmente porque muchos gestores de ISR y agencias de *rating* de sostenibilidad no supieron diferenciar estos valores de alto riesgo, que habían tenido un comportamiento poco responsable y aún menos sostenible. Se suponía que los gestores ISR y las agencias de *rating* de sostenibilidad disponían criterios de preselección que podían discriminar las empresas a partir de su información respecto a sus indicadores en temas sociales y medioambientales.

No obstante, hay que precisar que no falló todo el sector de la ISR. Así, ya en 2006, algunos inversores ISR en Estados Unidos empezaron a predecir los problemas vinculados a los créditos bancarios *subprime*. En octubre de 2006, cuando Fitch, Moody's y S&P aún afirmaban que el mercado *subprime* era seguro, algunos inversores institucionales ISR que actuaban como activistas activos en las juntas de accionistas en Estados Unidos empezaron a evitar este tipo de valores. En este punto, debemos destacar el papel del centro de investigación y análisis Ininvest Strategic Value Advisors.

Ininvest expuso en algunos de sus informes previos a 2006 que los impactos del sector bancario *retail* en Estados Unidos representaban un peligro real para los inversores ISR, sobre todo por la expansión de los créditos hipotecarios. Ininvest llegó a esta conclusión casi por accidente, simplemente haciendo uso del buen juicio: en sólo un año, entre 2005 y 2006, las hipotecas *subprime* habían pasado del 6% al 40%, mientras que los salarios se habían mantenido iguales en los últi-

mos seis años. Innovest se preguntó cómo se podía haber dado el incremento en el mercado de las hipotecas si la renta de los ciudadanos medios y trabajadores norteamericanos, a los que iban destinadas las hipotecas *subprime*, no se había modificado.

La pregunta que se hizo Innovest tenía una lógica aplastante, si uno aplicaba el sentido común. ¿Cómo era posible ese despegue de las hipotecas en el sector bancario *retail* norteamericano? ¿Cómo podían los ciudadanos norteamericanos comprar nuevas casas más grandes y más caras que hace seis años? La respuesta era clara: Simplemente, no podían. Por eso, en sus informes, recomendaron precaución sobre esta inversión (Baue, 2007).

3.3 ¿Qué pasó con los filtros ISR?

Como ya hemos apuntado, a mediados de 2008, a propósito del sector de la ISR, se afirmaba que tenía que haber previsto el riesgo que suponía el sector bancario e hipotecario en Estados Unidos, pero que no lo había hecho. ¿Qué sentido tenía la ISR —se decía— si no había sabido preseleccionar y detectar esos valores irresponsables mediante los filtros de transparencia e información? Es cierto que la información sobre los impactos sociales y medioambientales de las empresas no es suficiente para conocer la gestión del riesgo de los instrumentos de crédito hipotecario o las políticas de gobierno corporativo de las instituciones financieras. Sin embargo, no es menos cierto que los filtros ISR se han tenido que revisar, mejorar y ampliar para poder generar un mejor análisis del riesgo y una gestión de la cartera más adecuada a los nuevos retos de los mercados globales.

Frente a esas críticas, el sector de la ISR tomó muy pronto la iniciativa e inició un proceso de revisión de sus errores, estrategias y posiciones. El resultado más visible de este proceso es que, en poco tiempo, se ha avanzado mucho. Los analistas, los inversores y los gestores han reaccionado rápido, de forma individual y de forma conjunta.

Una de las claves para entender el fallo de la ISR hay que buscarla en las metodologías de análisis, que se habían basado en métodos de análisis simple que buscaban sólo los impactos externos de la actividad empresarial. Además, entre estos impactos sólo se analizaban los sociales y medioambientales. Como consecuencia, no se analizaban las políticas internas de gobierno corporativo, ni tampoco los impactos de la gestión del riesgo. La gestión del riesgo es un elemento fundamental en el sector bancario y financiero; por ello, la metodología de análisis ISR y de sostenibilidad era más útil para el sector no financiero.

Debido a ello, la ISR no había detectado los riesgos relacionados con la gestión del riesgo en el caso de las hipotecas *subprime*, ni los escándalos financieros vinculados al mal uso del gobierno corporativo (Enron, Lehman's o Madoff). En general, las causas de la crisis tenían que ver más con un mal gobierno corporativo que con los impactos sociales y medioambientales externos.

Como resultado, el debate que se generó inicialmente en torno a la comunidad ISR tuvo que ver con la necesidad de integrar en las metodologías de análisis nuevos instrumentos e indicadores que per-

mitieran ampliar los criterios de análisis a la gestión del riesgo y al gobierno corporativo. Así, paulatinamente, las agencias de análisis ISR y sostenibilidad están revisando sus metodologías para integrar en los análisis de sostenibilidad criterios sobre las estructuras de gobierno, los sistemas de gestión del riesgo y los sistemas de información y la estructura organizativa. Éste es el gran reto, que también han tenido que asumir los gestores de inversión ISR.

Poco a poco, los malos augurios que se predecían a principios de 2008 se han ido desvaneciendo, a pesar de que la recesión ha ido a más y de que se han incrementado las incertidumbres acerca de cuándo se saldrá de ésta. La crisis ha afectado negativamente a la ISR, pero, al mismo tiempo, está reforzando, poco a poco, aquellas entidades gestoras que han sabido adaptarse a los nuevos retos generados por la crisis económica.

En algunas ocasiones se ha dicho que la ISR podía ser la solución a la crisis, pero la respuesta es que no lo es. La ISR sigue siendo una opción minoritaria de los inversores responsables en los mercados financieros y, por tanto, no es una solución global. No obstante, sí que se puede afirmar que las medidas que se están proponiendo para salir de la crisis tienen que ver con factores que están integrados en la concepción de la ISR. Sobre todo, tienen mucho que ver con las estrategias de inversión que permitan integrar criterios de análisis basados en la sostenibilidad de las empresas, en medidas estrictas de rendición de cuentas y en marcos regulados de transparencia empresarial; integrar en la gestión del riesgo, además de los modelos matemáticos, el análisis de los impactos sociales y medioambientales; y, finalmente, adoptar estructuras responsables de gobierno corporativo y de supervisión independiente y externa.

Se prevé que la crisis provoque a corto plazo una reestructuración importante de los mercados y las instituciones financieras. El propio sector de la ISR se verá reestructurado y reformado; y aún está por ver si se reducirá o no. La ISR debe tender, pues, hacia la aplicación de nuevas metodologías de análisis y gestión del riesgo financiero y corporativo, en tanto que integración conjunta de criterios financieros y criterios extrafinancieros (sociales, medioambientales y, sobre todo, de gobierno corporativo) en el análisis y la preselección de la cartera. Se trata de una nueva perspectiva en la gestión financiera que ayuda a entender la inversión más allá de los objetivos de la maximización de los beneficios económicos, y que integra la búsqueda del equilibrio entre la responsabilidad, la rendición de cuentas, la rentabilidad, la sostenibilidad de los valores y la transparencia de los mercados.

3.4 Las propuestas de los foros de ISR

Además de las iniciativas individuales de los gestores e inversores ISR, el sector ISR ha adoptado iniciativas colectivas con el propósito de influir en los procesos de reforma de los sistemas de regulación, la rendición de cuentas y la transparencia de los mercados financieros, y de mejorar los sistemas de ejercicio de los derechos políticos y de votación de los accionistas en las empresas participadas.

Los principales aglutinadores de estas propuestas colectivas han sido los foros de inversión ISR. En los últimos meses, estos foros no han dejado de integrar nuevas iniciativas de lobby político que pretenden influir en los gobiernos para reformar los mercados financieros y desarrollar nuevas regulaciones. A este respecto, se considera que el sector puede aportar su experiencia en temas de rendición de cuentas y análisis extrafinanciero. Las prioridades que se están defendiendo desde el sector de la ISR para las reformas de los mercados financieros tienen que ver con los siguientes aspectos:

1. La regulación de los mercados financieros y la transparencia e información acerca de los tipos de instrumentos, y la supervisión de las entidades financieras y bancarias globales, especialmente de los instrumentos de inversión y crédito, como los mercados de derivados, de futuros y los *hedge funds*.
2. La regulación sobre el gobierno corporativo de las empresas en todos los aspectos de gestión del riesgo y en la composición del consejo.
3. La integración en la regulación sobre gobierno corporativo de los temas vinculados al ejercicio de los derechos políticos de los accionistas y la capacidad de voto de los inversores institucionales o minoritarios en las juntas de accionistas.
4. La regulación sobre la transparencia empresarial y la obligación de las empresas de adoptar instrumentos de rendición de cuentas y aceptar la supervisión independiente externa.
5. La regulación para que las empresas participadas en los mercados de valores deban publicar obligatoriamente memorias de sostenibilidad y de gobierno corporativo.
6. La regulación de los sistemas de fondos de pensiones para asegurar que pueden hacer uso de sus derechos políticos y del ejercicio del voto en las juntas de accionistas.
7. La adopción de políticas públicas sobre el cambio climático que afectan a la gestión del riesgo financiero.
8. La regulación pública de las agencias de *rating* o valoración del riesgo financiero
9. La creación de agencias públicas de defensa de los inversores y los consumidores.

En este apartado vamos a apuntar algunas de las iniciativas más destacadas presentadas por los foros ISR. No pretendemos ser exhaustivos, pero sí hemos querido seleccionar las más significativas.

3.4.1 US Social Investment Forum: el debate en Estados Unidos

La crisis económica y financiera causó estragos entre la comunidad ISR en Estados Unidos. Muchos de los gestores de inversión no habían sabido prevenir los valores vinculados a las hipotecas *sub-prime* o a empresas como Lehman Brothers y AIG, entre otras, y habían incorporado estos valores

en sus carteras. A mediados de 2007, las informaciones sobre su impacto corrieron de forma muy rápida y crítica. Hay que decir, no obstante, que Estados Unidos también es el país donde la comunidad ISR ha reaccionado de forma más enérgica y con más iniciativa.

29 <<http://www.socialinvest.org/documents/ObamaAdministrationFINAL1.14.pdf>> (9 de septiembre de 2009).

Desde el punto de vista colectivo, los inversores y gestores tomaron la iniciativa a través del Foro de la Inversión Socialmente Responsable, USSIF. La coyuntura política les fue favorable. El impacto de la crisis financiera a finales de 2008 coincidió con la campaña electoral presidencial en Estados Unidos, lo que llevó a integrar en el debate electoral las reformas sobre los mercados financieros. Este hecho permitió a USSIF presentarse ante la comunidad ISR y la opinión pública en general para mostrar sus posiciones a los candidatos y partidos políticos que optaban a la presidencia.

En enero de 2009, los gestores e inversores ISR aprovecharon el estreno de la nueva presidencia de Barack Obama para presentar públicamente una campaña de presión y lobby sobre la nueva Administración. USSIF agrupó a los principales inversores y gestores ISR para elaborar un documento conjunto con el que se dirigieron al presidente Obama. Era un momento adecuado, pues durante la campaña electoral el candidato Barack Obama había defendido la necesidad de adoptar una nueva política económica y financiera con el objetivo de impulsar la economía norteamericana, reformar los mercados financieros y regenerar la confianza de los inversores en las empresas. Además, Obama había abierto el diálogo al sector de la ISR y la RSE presentando en su programa político la necesidad de reformar el sistema financiero con la introducción de criterios de responsabilidad social y medioambiental y el desarrollo de nuevas políticas de responsabilidad social de la empresa.

El 14 de enero, USSIF presentó públicamente una propuesta política firmada como institución colegiada, pero también por gestores e inversores institucionales a título individual. Esta propuesta iba dirigida a la nueva Administración, especialmente al presidente Obama.²⁹ En ella se proponían diferentes reformas legislativas y reguladoras y se realizaban propuestas concretas a diferentes departamentos y estructuras federales. En el documento, USSIF aportaba a la Administración Obama algunas de las líneas estratégicas que, desde su punto de vista, deben contemplar las nuevas políticas públicas para afrontar la crisis financiera global. USSIF está extremadamente preocupada por las nuevas regulaciones que pueda adoptar la Administración Obama para combatir la crisis financiera. Para ello se pide que se adopte una nueva política que permita salvaguardar

los intereses de los inversores y de toda la ciudadanía en general. Las reformas reguladoras propuestas son las siguientes:

1. Crear un mecanismo de regulación en el marco del crédito hipotecario, los swaps y otros valores y títulos bursátiles que hasta hoy han funcionado sin control, regulación o supervisión. Uno de estos sectores son los hedge funds, que deben ser registrados y regulados por las agencias federales. Además, se propone la creación de una Agencia Pública de Crédito Responsable que quede al margen de los conflictos de interés.
2. Facilitar el acceso de los inversores a la toma de decisiones sobre la dirección y la gestión de las empresas participadas. Facilitar el acceso al voto delegado o fiduciario en las juntas de accionistas para avanzar en el nombramiento de los miembros de los consejos de administración y los consejeros Delegados, que deben responder a mecanismos claros de rendición de cuentas de las empresas participadas.
3. Reformar las prácticas y las políticas de gobierno corporativo que tengan que ver con las compensaciones salariales y monetarias de los presidentes, los consejeros delegados y el consejo de administración de las empresas que forman parte de los mercados de valores.
4. Crear una nueva regulación sobre las prácticas crediticias e hipotecarias y el control de las instituciones financieras de crédito.
5. Adoptar políticas públicas de apoyo a las instituciones financieras de desarrollo comunitario que ayudan a los ciudadanos afectados por las hipotecas *subprime*.

En relación con la ISR, las propuestas para la Administración Federal son las siguientes:

1. Establecer unos parámetros claros y una regulación efectiva para el sistema financiero que estimule un comportamiento transparente, así como factores de gobierno corporativo y responsabilidad social y medioambiental.
2. Asegurar el acceso de los accionistas, a través del voto delegado en las juntas de accionistas, al nombramiento de los directores en las empresas participadas y proteger el valor del accionista a largo plazo.
3. Apoyar la publicación de memorias de sostenibilidad por parte de las empresas participadas en los mercados de valores.
4. Generar consenso sobre el voto fiduciario de los accionistas en factores sociales, medioambientales y de gobierno corporativo (ASG).

5. Adoptar un liderazgo global en la lucha contra el cambio climático, incluyendo incentivos fiscales e inversiones públicas importantes en tecnologías renovables, eficiencia energética y la creación de puestos de trabajo en sectores medioambientales, así como la formación en este ámbito.
6. Adoptar una visión crítica sobre la regulación del crédito hipotecario desarrollada hasta hoy y crear un marco de rendición de cuentas en los mercados de crédito.
7. Crear más oportunidades para los ciudadanos que se han visto afectados por los impagos hipotecarios, para que puedan mantener sus viviendas y no sean expulsados de sus casas.
8. Adoptar una legislación favorable que incluya en el plan federal de pensiones criterios de ISR.
9. Crear una oficina de innovación en RSE que coordine las políticas intergubernamentales e interdepartamentales en RSE, para conseguir que Estados Unidos sea un estado líder en RSE tanto a nivel interno como a nivel internacional.

USSIF, además, se ofrecía a ayudar y asesorar a la Administración Obama en el impulso de programas y políticas de ISR. Otras prioridades que establecía este documento se centraban en las propuestas a diferentes instituciones públicas, que seguidamente resumimos.

Propuestas para la Comisión de Bolsa y Valores (Securities and Exchange Commission, SEC) en temas vinculados a los derechos políticos de los accionistas

USSIF expone que la crisis financiera ha puesto de manifiesto el poder de los altos directivos empresariales para actuar en su propio interés, en contra de los intereses de la empresa a largo plazo y de los accionistas y los diferentes *stakeholders*. Para hacer frente a esta realidad, la SEC había aprobado en 2007 una resolución en que se limitaba el poder de los accionistas para nombrar y proponer altos cargos directivos de las empresas participadas. USSIF propone que se modifique esta resolución y defienda la aceptación del voto por poderes de los fondos de inversión y pensiones (*Acces to the Proxy Ballot*) para poder votar en las juntas de accionistas de las empresas participadas. Se pide que los inversores institucionales puedan nombrar y proponer altos cargos directivos, como los presidentes, los consejeros delegados y los miembros del consejo de administración. Asimismo, se propone que se mejoren los trámites que deben seguir los inversores minoritarios para presentar resoluciones en las juntas generales de accionistas de las empresas participadas. Se pide, por último, que SEC reestablezca el número de cien días (un número que se había reducido) para que los inversores minoritarios puedan presentar y proponer nuevas resoluciones.

En segundo lugar, se propone que SEC adopte nuevas regulaciones que obliguen a las compañías que cotizan en bolsa a publicar sus memorias de sostenibilidad, en las que se debe incluir información sobre gobierno corporativo y responsabilidad social y medioambiental. USSIF propone que se adopte el estándar de memoria de Global Reporting Initiative.

Propuestas al Departamento de Trabajo en temas relacionados con los fondos de pensiones

1. Revisar los deberes fiduciarios en los fondos de pensiones para que los accionistas puedan acceder a la defensa de sus derechos como accionistas activos.
2. Facilitar el voto delegado y el engagement (diálogo constructivo o implicación de los accionistas con las empresas participadas) de los accionistas en los fondos de pensiones.
3. Revisar el consenso sobre los deberes fiduciarios para que integren la incorporación de factores de gobierno corporativo y responsabilidad social y medioambiental.

Propuestas sobre una nueva política pública para gestionar el cambio climático

En el documento, USSIF expone que el cambio climático afecta a la gestión del riesgo de los fondos de inversión y pensiones. Por este motivo, se pide a la nueva administración que adopte políticas para combatir el cambio climático:

1. Incentivos fiscales a aquellas empresas que adopten políticas de energías renovables y eficiencia en el uso de la energía.
2. Compromiso con la reducción de la emisión de gases de efecto invernadero.
3. Inversión para crear nuevos trabajos en sectores medioambientales y favorecer la formación de los trabajadores en estos temas.
4. Creación de un sistema de mercado de carbono para la reducción de los gases de efecto invernadero en Estados Unidos.
5. Liderazgo en las conferencias internacionales sobre medio ambiente y desarrollo de Naciones Unidas y en todos los acuerdos internacionales derivados de la Conferencia de Kyoto.

Como consecuencia de este documento público, el 29 de enero de 2009, USSIF envió una carta al presidente Obama en la que se presentaba como representante de más de 50 instituciones líderes en ISR y abogaba por un objetivo fundamental: que el Gobierno de Estados Unidos promueva la RSE tanto en las políticas públicas internas como en la esfera internacional. Para ello pedían al presidente que creara una Oficina para la Innovación en RSE que coordinase la actividad gubernamental en esta materia. Sugerían que esta oficina debía estructurarse en el marco del Consejo de Política Interna y debía trabajar conjuntamente con el Consejo Económico Nacional y el Consejo de Seguridad Nacional. También debía vincularse al Departamento del Tesoro Público, la Comisión de Bolsa y Valores (SEC), el Departamento de Estado y la Agencia de Desarrollo Internacional. USSIF consideraba que Estados Unidos debía desempeñar un papel de liderazgo en materia de RSE en todo el mundo y que, para ello, tenía que contar con un claro apoyo presidencial.

Desde esas primeras propuestas de enero de 2009, la labor de lobby político de USSIF no se ha detenido. De hecho, muchas de las reuniones y trabajos que ha desarrollado a lo largo de este año buscaban influir en la política federal del Gobierno, para frenar el impacto de la crisis financiera global.

30 <http://www.socialinvest.org/documents/ESG_Letter_to_SEC.pdf> (9 de septiembre de 2009).

31 <http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf> (9 de septiembre de 2009).

El 21 de julio de 2009, USSIF envió una carta a Mary L. Schapiro, presidenta de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de Estados Unidos.³⁰ Se dirigían a ella en nombre de los 400 miembros del SIF. En la carta, USSIF expone que la falta de información transparente de las empresas en los mercados bursátiles impedía que los accionistas minoritarios pudieran disponer de información adecuada para ejercer su papel como accionistas activos. Para solucionar este déficit se proponen dos estrategias:

1. Adoptar una regulación para que las empresas que cotizan en los mercados bursátiles estén obligadas a publicar memorias de sostenibilidad para ser transparentes en relación con su gobierno corporativo y su responsabilidad social y medioambiental. En concreto, se propone la adopción del estándar de Global Reporting Initiative.
2. Adoptar una guía para que las empresas estén obligadas a ser transparentes en relación con sus riesgos a corto y largo plazo.

Los documentos de USSIF han sido bien recibidos por el Gobierno federal de Estados Unidos, pero sólo una parte de sus propuestas se han introducido en el documento de reforma política elaborado por el Departamento del Tesoro titulado *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*.³¹ Únicamente se ha integrado la necesidad de regular los mercados financieros, la protección del consumidor y del inversor, la supervisión y el control de las agencias de *rating* de crédito, y la regulación de los mecanismos de crédito, como los mercados de derivados y los *hedge funds*.

Además, poco a poco, se ha avanzado en las demandas vinculadas al gobierno corporativo y los derechos políticos de los inversores. Así, durante 2008 se ha abierto el debate público sobre la reforma del gobierno corporativo de las grandes empresas en los mercados financieros. Uno de los temas más importantes en este debate es la expansión de los derechos de voto de los accionistas. USSIF defiende el derecho al voto de los accionistas minoritarios en las juntas de accionistas para aprobar las políticas de compensación salarial y los *bonus* de los miembros de los consejos de administración, los presidentes y los consejeros delegados en las empresas participadas como un elemento fundamental de la reforma financiera

sobre gobierno corporativo. Parece que el Gobierno de Obama está de acuerdo en que sean públicos los salarios y los bonus de los cargos directivos de las empresas participadas en los mercados financieros. Por eso ha dado la orden a la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) y a la Reserva Federal de que se regule este tema. En estos momentos se está a la espera de las propuestas de regulación, pero el Gobierno de Obama ya ha dado algunos pasos por su parte, al aprobar una ley por la que se harán públicos los salarios de los altos directivos de las empresas gubernamentales.

32 <<http://www.socialinvest.org/documents/SIFFinancialReformFramework.pdf>> (9 de septiembre de 2009).

Frente a ello, en septiembre de 2009, USSIF presentó a la Administración Federal un nuevo documento: las Prioridades de la Reforma de la *Regulación Financiera*.³² Se trata de la respuesta de USSIF a la propuesta política *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*. En este documento, USSIF valora y discute el proyecto presentado por la Administración Obama y apunta los déficits que la reforma política debe considerar:

1. Mejorar el gobierno corporativo. Entre las prioridades se señala la necesidad de separar la figura del presidente de la del consejero delegado (CEO en inglés) y los miembros del Consejo de Administración, así como la de regular los marcos de compensación salarial y financiera de la alta dirección de las empresas, además del voto de los accionistas en las juntas generales de accionistas.
2. Mejorar la transparencia sobre los impactos empresariales en temas de gobierno corporativo y responsabilidad social y medioambiental.
3. Regular los productos de inversión, incluidos los *hedge funds* y el mercado de derivados.
4. Dotar de recursos suficientes a los reguladores, especialmente a la Comisión de Bolsa y Valores (SEC).
5. Crear un sistema regulador del riesgo de los mercados financieros.
6. Mejorar la protección del consumidor con la creación de una nueva agencia de protección financiera.
7. Mejorar la seguridad del sistema de agencias de *rating* financiero y de *rating* de crédito.

Se prevé que durante el año 2010 el Gobierno de Estados Unidos apruebe su reforma de los mercados financieros. En este tiempo, como hemos podido ver, la comunidad ISR estadounidense no ha dejado de trabajar para influir en las decisiones finales.

33 <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9 de septiembre de 2009). "Grater Transparency being encourage to the EU". 18 de febrero de 2009.

3.4.2 Eurosif y la reforma de los mercados financieros desde Europa

Eurosif ha sido otro de los foros ISR activos en la promoción de propuestas políticas para la reforma de los mercados financieros. Como ha sucedido con USSIF, Eurosif ha aprovechado su influencia en las instituciones europeas, especialmente en la Comisión Europea, para influir en el proceso de regulación y reforma de los mercados financieros que se está fraguando en el marco del G-20. No obstante, su influencia ha sido bastante menor que la que ha tenido USSIF en Estados Unidos.

A principios de 2009, Eurosif aprovechó la celebración de la Conferencia Multistakeholder de RSE organizada por la Comisión Europea (10 de febrero de 2009) para presentar un documento que recoge sus propuestas políticas en relación con las políticas de la Comisión Europea y la crisis financiera global. En este documento se pide una mayor transparencia en los mercados financieros.³³ Entre las propuestas de Eurosif planteadas a la Comisión y el Parlamento Europeo encontramos las siguientes:

1. Extender el debate sobre la RSE a nuevas direcciones generales, como la de mercado interior, el Banco Europeo de Inversión y el Fondo de Inversión Europeo.
2. Mejorar la formación en temas de ISR, criterios de gobierno corporativo y responsabilidad social y medioambiental. En este sentido, se pide la financiación de nuevos programas por parte de la Comisión Europea.
3. Ofrecer una mayor transparencia a los inversores por medio de la integración de la Declaración de Principios Inversores de los fondos de inversión y pensiones en las memorias anuales.
4. Mejorar el papel de los gobiernos como accionistas, especialmente en los bancos.

Posteriormente, en abril de 2009, como respuesta a la celebración de la Cumbre del G-20 en París, los principales foros de ISR (EuroSIF, US Social Investment Forum, ASrIA, Responsible Investment Association of Australia, UK Social Investment Forum y SIO-Social Investment Organizations

Canada) presentaron una propuesta conjunta: *Transformación de los mercados globales de capital. Liderazgo para el desarrollo económico y la reforma financiera*.³⁴ Este documento tiene como principal objetivo, una vez más, proponer medidas que permitan integrar la responsabilidad y la rendición de cuentas en los mercados financieros, así como facilitar la recuperación de los mercados a corto plazo y favorecer las reformas de los mercados inversores y de crédito a largo plazo.

34 <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9 de septiembre de 2009). "Transforming global capital markets. Leadership for economic stimulus and financial reform".

En sus propuestas se observa que Eurosif ha puesto énfasis en la necesidad de adoptar medidas que generen transparencia en la información de los mercados financieros y de las empresas, así como en la necesidad de adoptar una normativa vinculante para que las empresas participadas en los mercados deban publicar memorias de sostenibilidad y hacer transparentes sus impactos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Se propone, en concreto, que la Unión Europea adopte una regulación que obligue a las empresas a informar públicamente de sus impactos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en sus memorias anuales. Además, se propone que la ley mercantil europea integre mecanismos de rendición de cuentas de las empresas frente a los accionistas y que se regule sobre los derechos políticos y de voto de estos últimos en las juntas de accionistas.

Posteriormente, el 14 de abril de 2009, Eurosif presentó una nueva propuesta ante las instituciones europeas; ampliaba de este modo su trabajo de *lobby* en nombre de todos los miembros de la institución. En el documento presentado, titulado *Posición sobre la política pública en relación con la inversión sostenible y responsable*, Eurosif recomienda a la Comisión Europea que adopte tres iniciativas que, desde su punto de vista, contribuirían a mejorar el valor financiero a largo plazo.

Transparencia de las empresas. Se propone que se establezca una regulación obligatoria para las empresas participadas en los mercados financieros para informar en sus memorias de sus impactos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) a partir de indicadores estandarizados. A este respecto, Eurosif propone que se tengan en cuenta cuatro iniciativas ya existentes: Global Reporting Initiative, Carbon Disclosure Project, International Corporate Governance Network-IGGN y Climate Disclosure Standards Board. También se propone que sea una institución tercera e independiente la que se encargue de establecer estos estándares de transparencia empresarial. Finalmente, Eurosif propone que tales reformas se introduzcan en la Cuarta Directiva sobre Derecho de Sociedades.

Transparencia de los inversores institucionales. Se propone a las instituciones europeas que integren en la regulación sobre fondos de inversión un apartado por el cual los responsables de los fondos tengan que informar anualmente en su política de inversión acerca de si integran políticas de preselección a partir de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo, no sólo en la gestión de la cartera, sino también en el ejercicio de sus derechos políticos de voto como accionistas.

Derechos de los accionistas y transparencia. Se propone a la Comisión Europea que adopte medidas para que se permita a los accionistas ejercer el control sobre sus derechos políticos, mejorar los servicios de rendición de cuenta de los gestores y acceder al voto en las juntas de accionistas. Se pide también que las empresas adopten una comunicación fluida y eficiente con los accionistas minoritarios.

Eurosif discutió este conjunto de propuestas con los representantes de la Comisión Europea y la Federación Europea de Expertos Contables en una reunión sobre Sustainability Disclosure organizada por el Parlamento Europeo y la Federación Europea de Contables en Bruselas el 29 de abril de 2009.

Así pues, el lobby ha sido uno de los principales objetivos de Eurosif durante el año 2009, y se prevé que lo siga siendo durante 2010. En este sentido, espera poder influir en el proceso de revisión de las normativas y las directivas financieras y sobre derecho de sociedades para que se incluyan criterios que tengan en cuenta los factores extrafinancieros (medioambientales, sociales y de gobierno corporativo), de modo que se integren en los sistemas de transparencia y en la regulación mercantil y financiera que se está elaborando como resultado de las consecuencias de la crisis económica.

Las propuestas de Eurosif, en cualquier caso, han tenido un impacto reducido en las instituciones europeas. Hasta ahora, la Comisión Europea ha trabajado en torno a un grupo de trabajo sobre la reforma de los mercados financieros que ha elaborado el Informe Larosiere (Comisión Europea, 2009). Se trata de una profunda reforma de la supervisión financiera europea, actualmente dispersa en regulaciones nacionales, con el objetivo preciso de coordinar la acción de todos los países y que se enfoca como un ámbito mucho más general que el planteado por la reforma de Eurosif.

Estas propuestas fueron recogidas por la Comisión Europea (2009a) en la Comunicación Supervisión Financiera Europea de 27 de mayo de 2009. Posteriormente, como marco previo a la reunión del G-20 celebrada en Pittsburgh (Estados Unidos) el 24 y 25 de septiembre de 2009, la Comisión ha adoptado un importante paquete de proyectos legislativos destinados a reforzar sustancialmente la supervisión del sector financiero en Europa. El objetivo de estos mecanismos mejorados de cooperación es fortalecer de manera sostenible la estabilidad financiera en toda la Unión Europea, velar por que se apliquen con coherencia las mismas normas técnicas básicas, detectar en una fase temprana los riesgos que amenacen el sistema y tener la capacidad de actuar colectivamente con mayor eficacia en situaciones de emergencia y a la hora de resolver desacuerdos entre los supervisores.

La propuesta cubre un amplio abanico de reformas del sistema de supervisión financiera en Europa. Entre otras, se propone la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Council, ESRC) y de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (European System of Financial Supervisors, ESFS), integrado por nuevas autoridades supervisoras nacionales. La propuesta también contempla otras reformas sobre los *hedge funds*, los mercados de derivados o los fondos de pensiones. Se prevé que, a finales de 2010, se hayan aprobado las nuevas legislaciones vinculadas a estas reformas, en las que se espera que las propuestas de Eurosif tengan más eco.

3.4.3 El futuro del reporting y la transparencia empresarial y Global Reporting Initiative

En los apartados anteriores hemos visto cómo el debate sobre el impacto de la crisis económica ha puesto de manifiesto que uno de los fallos de los mercados financieros globales ha sido la falta de transparencia e información sobre los mercados financieros y sobre las empresas participadas, especialmente las entidades financieras, los bancos y los holdings financieros. En todas las propuestas analizadas que han presentado los foros de ISR, tanto USSIF como Eurosif, una de las prioridades es la transparencia empresarial. En efecto, se pone énfasis en la necesidad de que exista mayor transparencia e información sobre las empresas en los mercados.

Las memorias de sostenibilidad se presentan como un mecanismo fundamental para ejercer esa transparencia, pues en ellas, además de rendir cuentas sobre sus resultados económicos, las empresas deben rendir cuentas sobre sus impactos sociales y medioambientales y sobre sus políticas y prácticas de gobierno corporativo. Lógicamente, estas memorias, junto con otros mecanismos financieros, como las memorias financieras, las auditorías independientes o los sistemas de información, han adquirido extraordinario valor en el proceso de reforma de los mercados financieros. A propósito de las memorias de sostenibilidad, tanto USSIF como Eurosif han propuesto que, en su publicación, se guíen por el estándar de Global Reporting Initiative (GRI).

En los últimos años, la comunidad ISR se ha volcado en consolidar el proyecto de GRI como el estándar global para que las empresas informen sobre sus políticas, prácticas e impactos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. De esta forma, los inversores y los gestores pueden disponer de información estandarizada y comparable. Paralelamente, GRI se ha convertido en una de las principales referencias para el sector empresarial. En efecto, poco a poco, un número importante de empresas ha ido publicando sus memorias de sostenibilidad utilizando los indicadores establecidos por GRI. De esta forma, GRI se presenta como uno de los proyectos más destacados en relación con la política de transparencia y *disclosure* empresarial a propósito de los aspectos extrafinancieros.

En marzo de 2009, el consejo del GRI publicó la Declaración de Ámsterdam,³⁵ en la que se pide a los gobiernos que, para hacer frente a la crisis financiera, adopten medidas políticas para que las empresas sean más transparentes, lo que pasa, entre otros aspectos, por publicar memorias de sostenibilidad. Más específicamente, se pide:

35 <<http://www.globalreporting.org/CurrentPriorities/AmsterdamDeclaration/>> (9 de septiembre de 2009).

Que se introduzcan políticas que exijan a las empresas que informen públicamente de sus impactos sociales, medioambientales y económicos y que informen sobre las políticas empresariales que han adoptado. Que los gobiernos elaboren memorias de sostenibilidad para las empresas públicas, las administraciones públicas, los fondos de pensiones públicos y las agencias de inversión pública. Que en el nuevo marco regulador global que están elaborando los líderes del G-20 se introduzcan medidas de transparencia y memorias de sostenibilidad.

No se trata de una declaración de toda la entidad, sino de una iniciativa adoptada por el Consejo de Dirección.

Teniendo en cuenta este proceso de cambio, algunos gobiernos han empezado a adoptar medidas políticas. Así, en Suecia, desde el 31 de marzo de 2009, todas las compañías estatales (más de 50) tienen la obligación de publicar memorias de sostenibilidad basadas en las directrices GRI G3. Por otra parte, el Gobierno danés aprobó el 16 de diciembre de 2008 una ley que obliga a las 1.100 empresas que cotizan en los mercados de valores y a las empresas públicas a informar en sus informes financieros sobre sus impactos sociales y medioambientales.

3.5 Tendencias dominantes: el debate sobre la transparencia, la rendición de cuentas y el gobierno corporativo

Más allá del debate propuesto por los foros de ISR, el debate político mundial está dominado por la necesidad de reformar los mercados financieros, los bancos y grupos financieros y de inversión para resolver los problemas que nos han llevado a la actual situación de crisis financiera. En general, este debate integra cinco elementos básicos de discusión política: en primer lugar, cómo estructurar los mercados financieros para ganar en transparencia y rendición de cuentas, sobretodo en relación a la transparencia, supervisión de los instrumentos de inversión y y gobierno corporativo y la gestión del riesgo de los bancos y grupos financieros y de inversión; en segundo lugar, cómo mejorar las estructuras de gobierno corporativo de los bancos y grupos financieros y de las empresas, espe-

cialmente de las grandes empresas participadas en los mercados financieros; en tercer lugar, cómo establecer mecanismos de control y supervisión de los instrumentos de inversión con mayor riesgo, especialmente de aquellos instrumentos que no están registrados, como los *hedge funds* o los mercados de derivados; en cuarto lugar, cómo crear un sistema regulador del riesgo financiero para evitar nuevas crisis; y, en quinto lugar, cómo mejorar los mecanismos de transparencia de la información corporativa, especialmente de las entidades financieras.

En este complejo debate sobre el futuro de la economía mundial, las principales decisiones políticas se están tomando en las altas esferas políticas, especialmente a través de las cumbres de presidentes y jefes de gobierno del G-20. En este sentido, sabemos que la ISR no es un tema importante, es decir, no figura en la agenda internacional; sin embargo, sí que está en esa agenda la reforma de los mercados financieros, lo que sin duda afecta a la ISR. Por ello, el resultado final de ese proceso de regulación afectará al futuro de la ISR.

De hecho, desde el punto de vista de la gobernanza global, se está discutiendo una reforma del sector financiero para garantizar la seguridad financiera internacional y generar un sistema regulador del riesgo de los mercados y de los productos de inversión, especialmente de los *hedge funds* y los mercados de derivados, que no se someten a ningún tipo de control. No obstante, en general, ha sido muy difícil para los gobiernos ponerse de acuerdo en las propuestas, las políticas y las regulaciones concretas, hasta el punto de que las diferentes cumbres del G-20 no han avanzado mucho en este sentido.

En la cumbre del G-20 que tuvo lugar en Londres en abril 2009 se asumió la necesidad de establecer una regulación de los paraísos fiscales y de eliminar el secreto bancario. También se propuso una regulación más estricta de las entidades financieras no bancarias, como es el caso de los *hedge funds*, ajenos al estricto marco legal de los bancos. Para ello se sugería unificar criterios bajo la supervisión del FMI y crear un consejo de estabilidad financiera en cada país, aunque esta propuesta no se llegó a concretar. El avance en las medidas concretas, por lo demás, es muy lento.

En la cumbre del G-20 celebrada en Pittsburg los días 23 y 24 de septiembre de 2009 se avanzó un poco más. En la Declaración final, los líderes políticos expusieron la voluntad política mundial de desarrollar un sistema regulador de bancos y otras instituciones financieras que limite los excesos que condujeron a la crisis, es decir, el riesgo, la temeridad y la ausencia de responsabilidad. Los líderes políticos se comprometieron a actuar de forma conjunta para incrementar los niveles de capital de las entidades financieras, a implementar exigentes estándares internacionales de remuneración para poner fin a las prácticas de *bonus* salariales a los presidentes y directivos empresariales que auspiciaron un exceso de asunción de riesgos, a mejorar los mercados de derivados no oficiales (los OTC) y a crear herramientas de gestión más potentes para responsabilizar a las grandes entidades financieras (bancos y holdings financieros) de los riesgos en que incurren. Sin embargo, no entraron en los detalles básicos de los temas que centran la discusión actual, como las nuevas ratios de capitalización mínima para las entidades financieras, la mitigación de los efectos procíclicos de Basilea II, el refuerzo de los requisitos de capital derivados del riesgo de liquidez, los instrumentos

computables como recursos propios básicos y el mayor consumo de dichos recursos por actividades como la cartera de negociación, los productos de alto riesgo y otras que quedan fuera del balance.

En última instancia, se pretende reformar la arquitectura global para atender las necesidades del siglo XXI. El comunicado de la Cumbre menciona expresamente su apoyo a la introducción de una ratio de apalancamiento como medida complementaria al esquema de Basilea II de exigencias de capital basadas en el riesgo. El objetivo es asegurar que los detalles de la ratio de apalancamiento sean comparables, de modo que se puedan armonizar internacionalmente.

Por lo que respecta a las compensaciones a los directivos bancarios, el tono de la Declaración final de Pittsburgh ha sido muy duro. Ésta menciona expresamente algunos requisitos de las retribuciones variables: deberán estar ligadas a la rentabilidad a largo plazo de las entidades; no deberán estimular una adopción excesiva de riesgos y estarán alineadas con los riesgos efectivamente asumidos; deberán prohibirse las retribuciones variables plurianuales; debe poder diferirse el pago de una parte relevante del *bonus* devengado; deberán abonarse en forma de acciones o instrumentos ligados a la evolución a largo plazo de la entidad, y deberán poderse devolver, si los objetivos a largo plazo no se cumplen. En general, se ha declarado que deberá exigirse transparencia en las políticas y estructuras de compensación de las entidades y que la limitación cuantitativa de esas retribuciones (como porcentaje de los ingresos netos totales de los directivos) debería ser una realidad sólo cuando sean inconsistentes con las ratios de capitalización de la entidad.

Por otra parte, se deberá asegurar la independencia de los consejos de administración de las entidades financieras que deban supervisar sus políticas de compensación. Asimismo, las instituciones supervisoras nacionales deben tener el poder de revisar dichas políticas y de obligar, en el caso de políticas incentivadoras de la asunción de riesgos excesivos o en el caso de entidades insolventes o intervenidas por las autoridades, a modificarlas o a introducir otras medidas correctoras (se cita expresamente la exigencia de mayores recursos propios).

En este sentido, la influencia de la comunidad ISR ha sido menor. Con todo, queremos destacar que algunos de esos debates inciden directamente en el futuro de la ISR, en particular el debate sobre el gobierno corporativo y la transparencia empresarial.

3.5.1 Las propuestas de reforma del gobierno corporativo y la OCDE

Como hemos visto, uno de los temas más importantes del debate político sobre el futuro de la economía mundial es la reforma de los códigos y las regulaciones sobre gobierno corporativo para hacerlas más estrictas en cuanto a la transparencia, las responsabilidades, la gestión del riesgo, la política de retribuciones y el papel de los inversores.

Tradicionalmente, la OCDE ha sido una de las organizaciones intergubernamentales más activas en cuanto a la revisión de las propuestas sobre gobierno corporativo. Así, en 1999, publicó los

Principios de Gobierno Corporativo, que han servido de marco internacional hasta hoy. La crisis económica, no obstante, ha provocado que estos Principios de Gobierno Corporativo —revisados en 2004— sean hoy poco utilizados, lo que obliga a revisarlos de nuevo.

En 2009, por otra parte, la OCDE ha lanzado un ambicioso plan de acción para mejorar las debilidades de los sistemas de gobierno corporativo. Su objetivo ha sido desarrollar una serie de recomendaciones dirigidas a los gobiernos y a las empresas en áreas prioritarias como las prácticas, funciones y responsabilidades de los presidentes, el papel de los consejeros delegados y de los miembros de los consejos de administración de las empresas, la implementación y la gestión del riesgo, los sistemas y procesos de remuneración de los directivos y el ejercicio de los derechos de los accionistas.

En febrero de 2009, la OCDE publicó un primer informe, titulado *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, en el que se analizaban las causas de la crisis financiera y económica global. En él se concluye que buena parte de la actual situación de crisis económica se debe a la debilidad de los mecanismos de gobierno de las empresas, tanto del sector financiero (bancos y holdings financieros) como de otros sectores.

La OCDE afirma que, en los últimos años, los débiles mecanismos de gobierno corporativo han provocado a menudo fallos en la gestión del riesgo empresarial. En este sentido, el informe señala como uno de los principales retos el sistema de remuneración de los presidentes y consejeros delegados de las entidades financieras y el de los miembros de los consejos de administración de los bancos. Este sistema de remuneración ha derivado en una falta de prudencia y prevención respecto a los riesgos financieros que hoy comportan los mercados globales. En el informe, la OCDE sostiene que, en muchas ocasiones, los sistemas de remuneración de los presidentes y consejeros delegados de las grandes empresas y de los miembros de sus consejos de administración no están en consonancia con los intereses de las empresas a largo plazo, sino que se limitan a los beneficios a corto plazo de los directivos e incurren en decisiones con un elevado riesgo para la empresa, para los accionistas y para la sociedad, como se ha visto. Esta declaración se sitúa en la línea de algunos de los discursos de la comunidad ISR en la última década.

La OCDE considera que, desde la crisis financiera de 1998, se pudo ver que los nuevos contextos macroeconómicos, especialmente en torno a los mercados financieros, empezaron a demandar mayores mecanismos de gobierno corporativo para controlar los riesgos operativos y financieros de la empresa. También se apuntaba que era necesario revisar los riesgos de la gestión relacionados con los sistemas de remuneración de los altos directivos y gestores de inversión. No obstante, nadie tomó en serio estas propuestas. Este hecho provocó, según el grupo de trabajo sobre gobierno corporativo de la OCDE, una interconexión entre el fallo de los sistemas de compensación y remuneración de los presidentes y consejeros delegados de las empresas y la falta de una gestión adecuada del riesgo financiero global y de los sistemas de control interno de los bancos y holdings financieros.

El informe destaca que lo que ha fallado en relación con la gestión del riesgo no ha sido la parte técnica ni, por tanto, los modelos de gestión matemática, sino la previsión sobre el cambio y la complejidad de las interrelaciones y los riesgos en los mercados financieros globales. Estos nuevos riesgos, sumamente complejos, no se han considerado en la toma de decisiones porque se consideraban riesgos a largo plazo, mientras que el sistema se ha regido por la gestión del riesgo a corto plazo. La crisis financiera ha puesto de manifiesto que las prácticas de gestión interna y el papel del consejo de administración en el seguimiento de los sistemas de gestión del riesgo de los bancos son algunas de las principales causas de la crisis económica, porque no han sabido prever las nuevas formas ante las que se incurría en riesgos financieros globales.

Las empresas cuyo consejo de administración o cuya alta dirección no disponían de mecanismos para monitorizar la implementación de decisiones estratégicas, como la cuenta de balance de crecimiento, fallaron en la gestión del riesgo ante la crisis financiera. Sólo aquellas que gestionaron mejor los riesgos demostraron tener una aproximación más comprensiva y atenta de las exposiciones globales de la firma ante el riesgo, compartiendo información no sólo cuantitativa, sino también cualitativa, entre los diferentes equipos de gestión de la empresa. En este sentido, algunos equipos directivos habían ido desarrollando un modelo de medición del riesgo más adaptativo, que intentaba entender la complejidad de los contextos globales en cada momento, frente a nuevas exposiciones a los mercados a corto plazo. Además de los sistemas técnicos de medición, supieron integrar en los sistemas de gestión del riesgo otra información cualitativa sobre los riesgos desde diferentes perspectivas y visiones; y supieron utilizar más de un escenario de análisis y de perspectivas futuras. En este sentido, las empresas que mejor superaron la crisis mostraron tener sistemas de gobierno corporativo más activos y con muchos más inputs de información entre los departamentos y el presidente, el consejero delegado y los miembros del consejo de administración.

En general, según la OCDE, el sector bancario demostró en todo el mundo una clara deficiencia en la gestión del riesgo, especialmente porque no se avanzó en la comprensión de los nuevos y complejos escenarios financieros globales. Para la OCDE, la gestión del riesgo es claramente una de las funciones clave del consejo de administración y de los altos cargos directivos, principalmente del presidente y del consejero delegado. Son ellos quienes deben asegurar la integridad de la contabilidad de la empresa y de los sistemas de información para establecer sistemas de control y de gestión del riesgo financiero y operativo. Éste es, sin duda, uno de los puntos donde se ha fallado.

A este respecto, el informe apunta la necesidad de integrar nuevas prácticas de gobierno corporativo, que se detallan seguidamente.

En primer lugar, se propone alinear la remuneración de los altos cargos directivos y de los consejos de administración con los intereses a largo plazo de las empresas y de sus accionistas, tal como propuso la Comisión de Basilea sobre la Supervisión Bancaria en 2006.

En segundo lugar, se debe revisar la experiencia profesional de los miembros de los consejos de administración y de los altos cargos directivos de los bancos y holdings financieros: es fundamen-

tal que hayan trabajado en gestión del riesgo y que sean personas competentes en este sentido. La OCDE apunta en su informe que los altos directivos y los miembros del consejo de administración de las grandes empresas, especialmente de los bancos, adolecen de falta de experiencia en la gestión operativa y financiera, y en la del riesgo bancario.

En tercer lugar, se señala la necesidad de revisar la cuestión de los directivos independientes en los consejos de administración. El Consejo de Administración debe tener la capacidad de hacer un juicio independiente y objetivo de la situación y toma de decisiones de la empresa. Para ello, los consejeros independientes, además de ser independientes, deben ser profesionalmente capaces de analizar la situación de las empresas.

En cuarto lugar, se propone revisar los mecanismos de acceso de los miembros del Consejo de Administración y la alta dirección a la información de la gestión operativa y financiera de la empresa, incluso de las auditorías independientes, de los sistemas de información contable y financiero y de los sistemas de control internos.

En quinto lugar, se propone mejorar la transparencia de la información de la empresa ante la sociedad y ante los accionistas, pues es un factor del riesgo fundamental. Algunos países, como Francia y el Reino Unido, ya han introducido entre sus códigos de gobierno corporativo los principios de gestión del riesgo.

Finalmente, la OCDE reconoce la importancia de que las autoridades adopten nuevas medidas de regulación para reforzar el control sobre los mecanismos de gobierno corporativo de las empresas participadas en los mercados de capitales. En este sentido, también deben solventarse las deficiencias en cuanto a la formación de los profesionales públicos dedicados a la supervisión financiera y del gobierno corporativo.

En septiembre de 2009, el grupo de trabajo sobre gobierno corporativo de la OCDE publicó un nuevo informe titulado *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Este documento es fruto de una consulta global desarrollada entre los meses de abril y mayo a representantes de los gobiernos, del sector privado, de los sindicatos y de la sociedad civil. El informe presenta las principales propuestas para las reformas planteadas en los mercados financieros en relación con el gobierno corporativo.

Principios en los que se deben basar las reformas de la regulación sobre gobierno corporativo

1. Diseñar un marco regulador que enfatice la conducta empresarial prudente y que refuerce los incentivos para su cumplimiento.

- Facilitar los marcos reguladores y clarificar la responsabilidad, especialmente en los órganos directivos de las empresas.
- Impulsar las políticas empresariales prudentes y responsables, así como su aplicación.

-Velar por que los órganos supervisores también puedan valorar las situaciones complejas y, de este modo, prever los problemas.

2. Impulsar la integridad y la transparencia de los mercados: entre las prioridades deben incluirse la información y la protección frente al fraude.

- Restaurar la confidencialidad y la integridad.
- Facilitar la transparencia y los procesos de información en los mercados.
- Hacer auditorías independientes de los balances financieros para prevenir el fraude.
- Revisar el papel de las agencias de *rating* de crédito.
- Supervisar y regular el mercado financiero de derivados y *swaps* con estándares y prácticas armonizadas.
- Revisar los estándares de contabilidad y los modelos de memorias anuales.

3. Reformar la regulación sobre capitales para disponer de un mayor volumen de capital en el sistema financiero para afrontar el riesgo y reducir el apalancamiento. Las regulaciones no deben tener en cuenta el desvío cíclico que apoye la gestión de la liquidez en las instituciones financieras.

- Generar una base de capital fuerte y sólida en los mercados financieros.
- Reforzar la gestión de la liquidez.
- Evitar subsidios reguladores en el coste del capital.
- Evitar desvíos procíclicos como los que promueve la Declaración de Basilea II.
- Evitar el apalancamiento de renta variable tangible en una ratio.

4. Evitar las barreras y los obstáculos a los movimientos de inversión internacional, para atraer nuevo capital.

- Evitar que la fiscalidad sobre las empresas en los países favorezca más la deuda que la emisión de renta variable.
- Evitar que la fiscalidad sobre la inversión cree un desvío a favor de la inversión en capital a corto plazo y con mucho riesgo. Facilitar la inversión a largo plazo a través de la inversión en bonos o valores.
- Evitar que los *Special Purpose Vehicles* (SPV) se conviertan en un refugio para no pagar impuestos.
- Revisar las deducciones de interés fiscal por las hipotecas a las familias.
- Transformar los regímenes fiscales que deducen impuestos a los bancos que adquieren capital en forma de deuda.

5. Generar un marco de gobernanza corporativo más estricto para las entidades financieras (bancos y holdings financieros) y asegurar su rendición de cuentas a los inversores y acreedores con capital en riesgo.

- Reforzar el gobierno corporativo del sector financiero.
- Revisar los seguros de depósito para proteger el sistema bancario.

6. Una vez que la crisis haya quedado atrás, permitir que los inversores con capital en riesgo, incluidos los grandes acreedores, pierdan dinero si se equivocan. Esto ayudará a reducir el riesgo moral que resulta de las medidas de emergencia adoptadas excepcionalmente para garantizar el capital.

7. Expandir el conocimiento acerca de cómo las políticas fiscales afectan a la solidez de los mercados financieros.

8. Responder al incremento de la complejidad de los productos financieros y de la transferencia de riesgo de los hogares mejorando la educación y los programas de protección de los consumidores.

En este campo, uno de los elementos más importantes es la promoción de la transparencia empresarial y de los mercados. Se trata de promover e impulsar normas y estándares que obliguen a las empresas a informar sobre sus actividades, sobre sus políticas y sobre sus procesos.

Hemos querido apuntar estas propuestas para destacar que, en el marco de la ISR, ya existen diversos proyectos que están trabajando en este sentido. Se trata de proyectos como Carbon Disclosure Project, los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas, los foros de ISR o Global Reporting Initiative. La integración de criterios financieros y extrafinancieros es posible porque algunos gestores de fondos y agencias de análisis y *rating* ISR lo han empezado a hacer en los últimos años. En efecto, en la gestión y el análisis de los valores se han podido introducir criterios financieros y criterios de gobierno corporativo, responsabilidad social y medioambiental. En este sentido, la ISR viene a confluir con los procesos de reforma de los mercados financieros al promover elementos como la transparencia, la rendición de cuentas, la responsabilidad y el buen gobierno corporativo. En última instancia, pues, el activismo de los inversores ISR está directamente vinculado con los sistemas de gobierno corporativo.



Conclusiones

En esta edición del Observatorio hemos intentado ofrecer una fotografía real de la situación en que se encuentra la ISR en nuestro país, afectada de forma importante, como el resto de los instrumentos colectivos de inversión, por la crisis financiera global. En España, en concreto, los fondos de inversión con criterios ISR han perdido parte de su patrimonio y un volumen importante de sus escasos partícipes. Paralelamente, los fondos de pensiones de empleo que hace pocos años habían empezado a implementar políticas de ISR han visto reducido su patrimonio y su rentabilidad de forma considerable. Son datos poco favorables. A pesar de ello, podemos aportar algunas conclusiones interesantes para este estudio.

En primer lugar, hemos constatado que el mercado español de los fondos ISR, el mercado *retail*, sigue mostrando bastante precariedad. Así, a finales de 2008, encontramos en el mercado financiero español 66 IIC socialmente responsables, 17 de ellas gestionadas por instituciones gestoras radicadas en España y 49 gestionadas por instituciones gestoras extranjeras. Con todo, si comparamos estas cifras con el número de fondos ISR en 2007 (61 en total), se observa que, a lo largo de 2008, se ha producido un incremento de 2 nuevos fondos ISR comercializados en España, una cifra positiva, teniendo en cuenta el contexto de crisis financiera internacional. Los fondos creados durante ese año han sido Fonpenedès Ètic i Solidari, FI y Privado Inversión Socialmente Responsable, FI. Por otra parte, cabe destacar que, a mediados de 2008, los fondos Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI y Foncaixa Cooperación, FI se fusionaron para dar lugar al fondo Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI.

Por lo que respecta a las IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, a finales de 2008 se comercializan en España 49 fondos de inversión socialmente responsables gestionados en otros países europeos. Se observa, por tanto, un incremento respecto al número de IIC de 2007, pues se han incorporado al mercado financiero español 8 nuevas IIC socialmente responsables extranjeras. Especial mención merece la entidad gestora Fortis Investments, que a lo largo de 2008 ha introducido 4 nuevas IIC en el mercado financiero español. La incorporación de estos fondos, como ya apuntábamos en el Observatorio del año pasado, no deja de ser un dato positivo para el desarrollo de la ISR en nuestro país y, sobre todo, una clara muestra de que la ISR tiene futuro en España. Este dinamismo de los fondos ISR también ha tenido reflejo en algunos cambios estructurales de los fondos.

De acuerdo con los resultados, el volumen de patrimonio del conjunto de las IIC socialmente responsables en España ha disminuido de forma con-

siderable durante el año 2008, tanto en las IIC domiciliadas y comercializadas en España como en las extranjeras, que, a pesar de haber introducido en el mercado financiero español un importante número de fondos, han visto mermado su volumen de patrimonio. Obviamente, esta tendencia bajista del volumen de patrimonio de los fondos obedece a la crisis financiera que estamos viviendo, cuya profundidad y dimensión están remodelando un sector que, sin duda, verá reducido su tamaño. Conviene no olvidar que esta remodelación afecta a la totalidad de la industria de los fondos de inversión, puesto que el patrimonio de los fondos de inversión se redujo en un 29% durante el año 2008.

Así, en lo que respecta al volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, se ha registrado un significativo descenso del 20,6% en 2008 respecto a 2007, sin duda el dato más negativo desde el inicio de la comercialización y gestión de los fondos ISR en España, puesto que siempre se habían registrado incrementos. Como hemos visto, el patrimonio de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España suponía, en esa fecha, el 0,43% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España. Se trata de un dato positivo para la ISR, si tenemos en cuenta que en 2007 ese porcentaje era aún menor: del 0,37%. En cuanto al volumen de patrimonio del total del capital invertido en estas IIC extranjeras, la tendencia es la misma. Por primera vez desde la aparición de los fondos ISR en España, y a pesar de la introducción de nuevos fondos en el mercado financiero español, se ha registrado una notable disminución del volumen de patrimonio: se ha pasado de 6.650.768 miles de euros en 2007 a 4.623.581 miles de euros en 2008.

Por lo que respecta a los partícipes, a lo largo de 2008 se ha registrado, por cuarto año consecutivo, una destacable disminución. El número de partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España ha pasado de 37.537 en 2007 a 33.707 en 2008, lo que supone un descenso de 9,97%. De nuevo, la crisis financiera, con la caída de los mercados y la salida de dinero hacia otros productos —principalmente depósitos y participaciones preferentes—, ha provocado un descenso del número de partícipes. En los fondos de inversión tradicionales, se confirma que casi tres millones de inversores han dejado los fondos desde finales de 2006 hasta mayo de 2009, lo que supone una caída del 33%, resultado del impacto de la crisis financiera.

Uno de los elementos más interesantes que presenta este Observatorio son los datos sobre la ISR en el mercado institucional. En España hay

actualmente 12 fondos de pensiones de empleo que aplican criterios de ISR en la gestión de la cartera. Entre estos 12 fondos de pensiones figuran los que tienen mayor volumen de patrimonio, entre ellos el fondo de pensiones de los trabajadores de “la Caixa”, el fondo de pensiones de los empleados de Telefónica y el fondo de pensiones de empleo del BBVA, el fondo de pensiones de los empleados del Grupo Caja Madrid, el fondo de pensiones de empleo de Caja Galicia, el fondo de pensiones CajaSol empleados o Futurcaval Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja. El patrimonio total de estos fondos de pensiones, que agrupan un total de 182.927 partícipes, asciende a 11.201.802, 10 miles de €.

Ocho de estos 12 fondos de pensiones han adoptado una estrategia de integración y están desarrollando planes de trabajo que se aplican lentamente y de forma muy diversa, si bien su vocación final es ir avanzando en la gestión de toda la cartera de inversión. Sólo uno de estos fondos tiene una estrategia reducida y aplica la ISR en un porcentaje reducido de la cartera. Cuatro de ellos han aprobado la política de ISR y están avanzando para definir los criterios e implementar la preselección de la cartera. Además, tenemos constancia de que un buen número de comisiones de control de fondos de pensiones de empleo están revisando sus políticas de inversión para incluir en su mandato criterios de ISR.

También es importante destacar que 5 de estos fondos de pensiones de empleo han firmado en los últimos dos años los PRI de Naciones Unidas (Futurcaval Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja, Fondo de pensiones de empleo BBVA, Fondo de pensiones Cajasol empleados, Fondo de pensiones de los empleados de “la Caixa” y Midat Cyclops FP), y otro (el Plan de pensiones de los empleados del grupo Caja Madrid) está en proceso de adhesión. Finalmente, debemos subrayar que 7 de los fondos de pensiones de empleo actúan como activistas accionariales de las empresas participadas y han votado en las juntas de accionistas de las empresas participadas del IBEX 35.

En España, en junio de 2009, un total de 13 fondos de pensiones de empleo y 2 fondos de pensiones asociados habían ejercido su derecho al voto por correo en las juntas generales de accionistas de algunas empresas del IBEX 35. Aunque sólo 6 de ellos tienen política ISR, los demás ejercen sus derechos políticos como accionistas activos.

Por lo tanto, a finales de junio de 2009 en España había 6 fondos de pensiones de empleo de ellos ejercían las dos estrategias: han aprobado una política de inversión responsable y adoptan criterios ISR en la preselec-

ción de la cartera y ejercen sus derechos políticos votando en las juntas de accionistas. Estos fondos son: el fondo de pensiones de empleo de Caja Galicia, el fondo de pensiones de los empleados del Grupo Caja Madrid, el fondo de pensiones CajaSol empleados, Futurcaval Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja, el Fondo de pensiones de Caja Jaen, el fondo de pensiones de los empleados de Telefónica

Finalmente, también hemos destacado que hay 3 fondos de pensiones individuales que son comercializados en nuestro país por entidades gestoras españolas que adoptan políticas ISR. El total de patrimonio de estos fondos de pensiones individuales con criterios ISR, que cuentan con 3.466 partícipes, es de 6.577 millones de euros.

Si sumamos el patrimonio total de los 12 fondos de pensiones de empleo con políticas ISR (Fondo de pensiones de los empleados de Bancaja; Fondo de pensiones de empleo del BBVA; Fondo de pensiones de los empleados de "la Caixa"; Fondo de pensiones Caixa Galicia; Fondo de los empleados de la Caja de Ahorros de Jaén; Fondo de pensiones de los empleados del grupo Caja Madrid; Fondo de pensiones CajaSol Empleados; Fondo de pensiones de los empleados de la Diputación General de Aragón; Fondo de pensiones de empleo de Ferrocarrils Metropolitans de Barcelona; Mutual Cyclops FP; Santander Empleados; Fondo de Pensiones de Empleo y Plan de empleados de Telefónica ETE FP), más los 7 fondos de pensiones de empleo (Fondode pensiones de la Administración General del Estado; Fondo de pensiones de los empleados de Barclays Bank; Fondo de pensiones de los empleados de Bridgestone Hispania; Fondo de pensiones de los empleados de Caja General de Ahorros de Granada; Fondo de pensiones de empleo de Centrales Nucleares Trillo-Almaraz; Fondo de pensiones de empleo Puertos del Estado; Fondo de pensiones de empleados de Seguros Bilbao) y los 2 fondos de pensiones asociados (Fondo de pensiones asociado de Comisiones Obreras y Fondo de pensiones asociado de Empleados de "la Caixa") que no cuentan con políticas ISR, pero que adoptan estrategias de activismo accionario y votan en las juntas de accionistas de las empresas del Ibex35 y, además, añadimos el patrimonio de los fondos de pensiones individuales (Ahorro Pensión 33; BS Plan Ético y Solidario y Caixa Catalunya Plan de Pensiones Solidario), el dato total sobre el patrimonio ISR invertido en el mercado institucional en nuestro país es de 12.067.883,10 miles de euros. Este conjunto de fondos, por otra parte, agrupan a un total de 779.201 partícipes.

Si a los datos anterior sumamos los del mercado *retail* e institucional, el volumen total de patrimonio invertido en ISR en España es de 12.797.012,10 miles de euros, y el de partícipes, 812.908 partícipes. Estas cifras nos permiten ver el futuro con optimismo.

Otro de los objetivos destacados de este Observatorio ha sido el análisis del impacto de la crisis financiera sobre la ISR. En este sentido, el patrimonio y la rentabilidad de los fondos de inversión y los fondos de pensiones se han visto claramente afectados, al igual que ha ocurrido con el resto de los instrumentos de inversión. No obstante, hay algunos datos que nos permiten no ser catastrofistas. Sobre todo, hemos visto que el sector ISR ha reaccionado de forma rápida, especialmente en Estados Unidos: gracias a la adopción de una postura autocrítica, se han revisado de forma rápida las metodologías de análisis de las empresas por entender que no habían sido capaces de detectar los productos tóxicos, ni de verificar el mal comportamiento de las entidades financieras. Por este motivo, se han reforzado los criterios; en particular, se han introducido criterios de gobierno corporativo que vienen a apoyar los criterios de políticas sociales y medioambientales. Además, los foros de ISR, especialmente USSIF y Eurosif, han adoptado un importante papel de lobby político para influir en la transformación de la regulación sobre los mercados financieros.

Los principales objetivos del sector de la ISR son consolidar los derechos políticos de los accionistas, especialmente de los fondos de pensiones, para que puedan ejercer el derecho al voto en las juntas generales de accionistas de las empresas participadas; establecer la obligación de publicar memorias de sostenibilidad por parte de las empresas; y desarrollar la regulación sobre la base de un marco más responsable de gobierno corporativo. En este marco de debate, el papel de los SIF como órganos colegiados en defensa de los intereses de los inversores socialmente responsables ha sido muy importante, y sus mensajes han llegado a los gobiernos, especialmente al de Estados Unidos, a la Comisión Europea y a las cumbres internacionales como las del G-20.

La crisis comportará, sin duda, una reestructuración de los mercados, y también del sector ISR. No obstante, la ISR presenta algunas ventajas en cuanto a los marcos de análisis y los elementos de responsabilidad y rendición de cuentas que se están introduciendo en las nuevas regulaciones de los mercados. En cualquier caso, uno de los temas fundamentales que impactarán en el futuro de la ISR es su relación con las nuevas regulaciones y estructuras de gobierno corporativo que ya está planteando la OCDE

y que tendrán efecto en todos los países. En particular, habrá que observar si se consolidan los derechos políticos de los accionistas. El año 2010 será un año fundamental para ver el futuro de los instrumentos de inversión colectiva; en este sentido, debemos estar atentos a la posición que adopta la ISR.

Los años 2009 y 2010 constituirán, sin lugar a dudas, un período fundamental para la consolidación y la reestructuración de la ISR en nuestro país. El diálogo se sitúa ahora en la influencia mutua entre la ISR y el gobierno de las empresas, especialmente en torno a los derechos políticos de los accionistas.

No queremos finalizar este Observatorio sin antes felicitar a todos los profesionales que en nuestro país han trabajado de forma seria y responsable en la creación de SpainSIF. La creación de SpainSIF es un gran hito en la evolución de la ISR en nuestro país. Se trata de un paso fundamental que ya se había dado en otros países y que era necesario en España. El trabajo de construcción ha sido complejo, pero finalmente ha llegado a buen puerto. Su propósito es reunir a los diferentes *stakeholders* en torno a una agenda y una mesa común. De esta forma, SpainSIF podrá adquirir el protagonismo que tienen en otros países los SIF y participar en el debate político actual, influyendo en las nuevas regulaciones sobre transparencia empresarial y gobierno corporativo, apoyando el ejercicio de los derechos políticos de los accionistas y, sobre todo, apoyando a los inversores para que apuesten por la ISR, en un momento en que, más que nunca, son necesarias la sostenibilidad y la responsabilidad en los mercados financieros.

Como conclusión final, podemos decir que el futuro del mundo financiero es todavía incierto y que la ISR necesita superar este proceso de crisis de manera que salga reforzada, con metodologías de análisis más responsables y una mejor gestión del riesgo. Aún no podemos predecir si dentro de un año podremos ofrecer mejores resultados en cuanto a patrimonio y participes. No obstante, a pesar del impacto negativo de la crisis, la comunidad ISR en España es cada vez más madura y más consciente de los retos que supone la integración de la ISR en los mercados financieros y de los beneficios y las ventajas que comporta la preselección de la cartera.





Instituciones de inversión colectiva ISR en España

Instituciones de inversión colectiva con preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social comercializadas en España a 31 de diciembre de 2008.

Gestionados por instituciones gestoras en España

Ahorro Corporación Responsable 30, FI
 BBK Solidaria, FI
 BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI
 BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI
 Caja Ingenieros Mundial ISR, FI
 CAM Fondo Solidaridad, FI
 Compromiso Fondo Ético, FI
 Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI
 Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI
 Fondo Solidario Pro Unicef, FI
 Fonpenedès Étici Solidari, FI
 Privado Inversión Socialmente Responsable, FI
 Santander Dividendo Solidario, FI
 Santander Responsabilidad Conservador, FI
 Urquijo Cooperación, SICAV
 Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI

Fondo basado en índices ISR, pero no comercializado como ISR

BBVA Extra 5 II Garantizado, FI

Gestionados por instituciones gestoras extranjeras

Aviva Investors - European Socially Responsible Equity Fund
 Aviva Investors - Sustainable Future Global Equity Fund
 Axa World Fund Clean Tech
 Axa World Fund Human Capital
 Axa World Fund Responsible Development Bonds
 CAAM Funds Aqua Global
 CAAM Funds Clean Planet
 CAAM Funds Euro SRI
 Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy
 Dexia Equities L Sustainable Green Planet

Dexia Equities L Sustainable World
Dexia Money Market Euro Sustainable
Dexia Sustainable EMU
Dexia Sustainable Euro Bonds
Dexia Sustainable Euro Corporate Bonds
Dexia Sustainable Euro Government Bonds
Dexia Sustainable Euro Long Term Bonds
Dexia Sustainable Euro Short Term Bonds
Dexia Sustainable Europe
Dexia Sustainable European Balanced High
Dexia Sustainable European Balanced Low
Dexia Sustainable European Balanced Medium
Dexia Sustainable World
Dexia Sustainable World Bonds
DWS Invest Climate Change
DWS Invest New Resources
DWS Invest Responsibility
European Responsible Consumer Fund
Fortis L Fund Bond SRI Euro
Fortis L Fund Equity Clean Tech World - Classic
Fortis L Fund Equity SRI Europe - Classic
Fortis L Fund Equity SRI World - Classic
Fortis L Fund Green Future - Classic
Fortis L Fund Green Tigers - Classic
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe - Classic
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe - Classic
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe - Classic
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund
ING (L) Renta Fund Sustainable Fixed Income
Mellon European Ethical Index Tracker
Pictet Funds – European Sustainable Equities
Pioneer Funds - Global Ecology
Pioneer Funds - Global Sustainable Equity
UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators
UBS (Lux) Equity Fund 2 Sustainable European Equities

Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables registradas en la CNMV. Año 2008

Tipo de la IIC (Código Inversor)	Fecha de constitución	Patrimonio (31/12/2008)	Participes en España (31/12/2008)	Entidades beneficiarias	Rehabilitar esta acumulada a final de 2008	Estructura de la cartera (31/12/2008)	Criterios de preselección	Criterios positivos	Criterios negativos	Comás de seguimiento	Relación con los participes	Comunicación con las empresas
Aviva Corporation Responsible 30, FI	01/07/1999. Con fecha 20/12/2005 se modificó la política de inversión del fondo, con la incorporación de criterios del ISR	84.986 miles de euros	550	-	-16,10%	74,59% renta fija y 25,41% renta variable	✓	✓	✓	-	✓	-
Aviva Inversión European Socially Responsible Equity Fund	14/03/2001	84.986 miles de euros	No disponible	-	-24,50%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	✓
Aviva Inversión Sustainable Future Global Equity Fund	11/11/2008	85.174 miles de euros	No disponible	-	Dado que el fondo se constituye a finales de 2008, no existen datos sobre su rentabilidad a esa fecha	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	✓
AXA World Fund Clean Tech	24/04/2007	15.220 miles de euros	No disponible	-	-44,85%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
Axa World Fund Human Capital	30/10/2007	25.970 miles de euros	No disponible	-	-30,27%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
Axa World Fund Responsible Development Bonds	02/01/2002 (entorno de desarrollo World Fund Development Debt)	8.620 miles de euros	No disponible	-	-4,83%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
BBK Solares, FI	03/08/2005	4.115 miles de euros	388	-	-8,89%	79,48% renta fija y 20,52% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
BBSVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	05/04/1999 (actualización denominado BVA M&Caj InterSocial, FI)	12.539 miles de euros	5.459	-	-30,77%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
BBSVA Europa S1 Garantizado, FI	02/10/2003	626.721 miles de euros	2.545	-	-0,86%	100% renta fija	✓	✓	✓	-	-	-
BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI	01/07/1999	6.899 miles de euros	113	✓	-12,11%	83,52% renta fija y 16,48% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	-
Caja Ingresos Mundial ISR, FI	17/08/1997. Con fecha 15/09/2005 se modificó la política de inversión del fondo, con la incorporación de criterios del ISR	1.360 miles de euros	140	-	-33,73%	30,02% renta fija y liquidez y 69,98% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
CAAM Fondo Solidaridad, FI	20/08/2005	542 miles de euros	104	✓	-21,05%	100% renta fija	✓	✓	✓	-	-	-
CAAM Fondo Agua Global	15/12/2006	29.590 miles de euros	No disponible	-	-34,00%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
CAAM Fondo Clean Planet	17/01/2008	25.500 miles de euros	No disponible	-	-33,18%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
CAAM Fondo Euro SRI	15/12/2006	10.480 miles de euros	No disponible	-	-45,46%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
Compromiso Fondo Eco, FI	05/12/2005	9.499 miles de euros	130	-	-20,00%	87,97% renta fija y 12,03% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
Credit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy B	09/01/1990, como Credit Suisse Fund (Lux) Future Energy B, con la fusión de los fondos de inversión y de 2007, el fondo se fusionó con el Credit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy y adoptó esta nueva denominación	93.190 miles de euros	No disponible	-	-48,14%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	-	-
Daxat Equities L Sustainable Green Planet	02/07/2007	11.580 miles de euros	No disponible	-	-40,10%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	✓	-
Daxat Equities L Sustainable World	17/09/2005 (actualización denominada Equities L World Welfare)	24.110 miles de euros	No disponible	-	-40,18%	100% renta variable	✓	✓	✓	-	✓	-
Daxat Money Market Euro Sustainable	28/02/2005	407.130 miles de euros	No disponible	-	-3,97%	100% renta fija	✓	✓	✓	-	✓	-





Bibliografía

Alcaín, E.; Aldecoa, J.; Aragón, J.; Bravo, C. (2009) *La inversión socialmente responsable en los sistemas de pensiones complementarias. Una aproximación desde la perspectiva sindical*. Madrid: Fundación Primero de Mayo y Ediciones Cinca.

Baue, B. (2007) "The Subprime Meltdown and SRI: Engage, Avoid, Predit", Sustainability Investment News, 12 de septiembre de 2007. <<http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/2366.html>> (9/9/2009).

BBVA (2009) "BBVA preside el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable, el SpainSIF". Nota de prensa. Madrid: BBVA. 16 de junio de 2009.

BBVA (2009a) "BBVA, primer banco español que certifica la totalidad de su Plan de Pensiones de empleados con criterios de sostenibilidad". Nota de prensa. Madrid: 26 de junio de 2009.

Caser Pensiones (2007) *Planes y fondos de pensiones*. Textos de la Ley, Reglamento y Disposiciones Complementarias, Madrid: Caser.

CC. OO. (2008) *Ibex 35: Gobierno corporativo 2007*. Juntas de accionistas 2008. Cuadernos de información sindical.

CC. OO. (2007) *Ibex 35: Gobierno corporativo 2006*. Juntas de accionistas 2007. Informe del Área de Planes y Fondos de Pensiones, Madrid.

CC. OO. (2009) "La inversión socialmente responsable en los sistemas de pensiones de empleo. Una perspectiva sindical". Presentación en las VI Jornadas de Trabajo sobre Previsión Social Complementaria de la CS de CCOO (Madrid, 29 de junio de 2009). Secretaría de Seguridad Social y Previsión Social Complementaria. Confederación Sindical de Comisiones Obreras.

Comité de Basilea sobre la Supervisión Bancaria (2006) *Enhancing corporate governance for banking organisations*. Basilea.

Comisión Europea (2009) *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*. Chaired by Jacques de Larosière. Informe para la Comisión Europea. Bruselas, 25 de febrero de 2009.

Comisión Europea (2009a) *Comunicación de la Comisión Supervisión Financiera Europea. COM (2009) 252 final*. Bruselas, 27 de mayo de 2009.

Comisión Europea (2009b) *Commission Staff Working Document accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. Proposal for a Council Decision entrusting the European Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Insurance and occupational Pension Authority. Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority.* SEC (2009) 1234. Bruselas, 23 de septiembre de 2009.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2009) *Seguros y fondos de pensiones.* Informe 2008. Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.

Entine, J. (2008) *"Financial crisis: Social investment-Crunch time for ethical investing"*, Ethical Corporation, 28 de octubre de 2008. <<http://www.ethical-corp.com/content.asp?ContentID=6159&ContTypeID=>> (9/9/2009).

European Federation for Retirement Provision (2008) *Annual Report 2007.*

Eurosif (2009) *"Greater Transparency being encouraged to the EU"*. Comunicado de prensa, 18 de febrero de 2009. <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9/9/2009).

Eurosif (2009a) *"Eurosif joins with Sustainable and Responsible Finance bodies across the World to demand green action from World Leaders attending the G20 Summit"*. Comunicado de prensa, 1 de abril de 2009. <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9/9/2009).

Eurosif (2009b) *"Eurosif calls on European Institution to consider greater transparency from companies and institutional investors on Environmental, Social and Governance (ESG) Issues"*. Comunicado de prensa, 16 de abril de 2009. <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9/9/2009).

Eurosif (2009c) *"Towards a Sustainable European Banking Industry"*. Comunicado de prensa, 18 de septiembre de 2009. <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9/9/2009).

Eurosif (2009d) *"Public Policy Position Paper related to Sustainable and Responsible Investment, SRI"*. París, 14 de abril de 2009. <http://www.eurosif.org/eu_eurosif/lobbying> (9/9/2009).

Eurosif (2008) *European SRI Study 2008*, París.

Eurosif (2006) *European SRI Study*, París.

Eurosif, ASRIA, RIAA, USSIF, SIO, UKSIF (2009) "Transforming global capital markets. Leadership for economic stimulus and financial reform. A Statement to World Leaders from the global sustainable and responsible finance industry". 1 de abril de 2009. <http://www.eurosif.org/press_events/eurosif_press_releases> (9/9/2009).

Markowitz (2007) "Structural Innovators and Core Framing Tasks: How Socially Responsible Mutual Fund Companies Build Identity among Investors", *Sociological Perspective*, primavera, vol. 50, n. 1, pp. 131-153.

OCDE (2009) *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. París: OCDE. Febrero.

OCDE (2009a) *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. París: OCDE. Septiembre.

Principles for Responsible Investment (2009) *Annual Report of the PRI Initiative 2009*. Nueva York: PRI.

Social Investment Forum (2009) "SIF Urges Presiden-Elect Obama to Lead on Policies Advancing Shareholder Rights, Increased Disclosure and Corporate Responsibility". Comunicado de prensa, 15 de enero de 2009. <<http://www.socialinvest.org/news/releases/pressrelease.cfm?id=131>> (9/9/2009).

Social Investment Forum (2009a) "Letter to President Barack Obama" 20 de enero de 2009. <http://www.socialinvest.org/resources/factsheets_resources/documents/OfficeofCSRLetter.pdf> (9/9/2009).

SpainSIF (2009) *Informe sobre Fines de la Asociación*. Reunión SpainSIF. 19 de mayo de 2009.

Stake, R. E. (1994) "Case Study", en Denzin, N. K. y Lincoln, Y. S. (eds.) *Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks: Sage Publications, pp. 236-247.

US Social Investment Forum (2009) "New American Leadership for Environmentally and Socially Responsible Investing and Corporate Responsibility". Nueva York, 14 de enero de 2009.

<<http://www.socialinvest.org/documents/ObamaAdministrationFINAL1.14.pdf>> (9/9/2009).

US Social Investment Forum (2009b) *"Letter to the Honorable Mary L. Schapiro", Chairman of the United States Securities and Exchange Commission. 21 de julio 2009. <http://www.socialinvest.org/documents/ESG_Letter_to_SEC.pdf> (9/9/2009).*

US Social Investment Forum (2009c) *"Obama Administration urged by Over 50 U.S., Overseas Leaders to Create Office for Innovation in Corporate Social Responsibility". Comunicado de prensa, 29 de enero de 2009. <<http://www.socialinvest.org/news/releases/pressrelease.cfm?id=132>> (9/9/2009)*

US Social Investment Forum (2009b) *"Letter to the Honorable Mary L. Schapiro", Chairman of the United States Securities and Exchange Commission. 21 de julio de 2009. <http://www.socialinvest.org/documents/ESG_Letter_to_SEC.pdf> (9/9/2009).*

US Social Investment Forum (2009c) *"The Social Investment Forum Priorities for Financial Regulatory Reform". Septiembre de 2009. <<http://www.socialinvest.org/documents/SIFFinancialReformFramework.pdf>> (9/9/2009).*

US Social Investment Forum (2007) *2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. Nueva York: SIF.*



