

TESIS DOCTORAL

2015

**EL PROCESO INVERSOR SOCIALMENTE
RESPONSABLE DE LOS FONDOS DE
PENSIONES Y LOS FONDOS DE RESERVA PARA
LAS PENSIONES: UN ANÁLISIS DESDE LA
PERSPECTIVA INTERNACIONAL**

**LETICIA ANDRÉS SÁNCHEZ
LICENCIADA EN ECONOMÍA POR LA UNIVERSIDAD
CARLOS III DE MADRID**

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE EDUCACIÓN A DISTANCIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

DIRECTOR: Dr. VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ SÁNCHEZ

**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD NACIONAL DE EDUCACIÓN A DISTANCIA**



**EL PROCESO INVERSOR SOCIALMENTE
RESPONSABLE DE LOS FONDOS DE
PENSIONES Y LOS FONDOS DE RESERVA PARA
LAS PENSIONES: UN ANÁLISIS DESDE LA
PERSPECTIVA INTERNACIONAL**

**LETICIA ANDRÉS SÁNCHEZ
LICENCIADA EN ECONOMÍA POR LA UNIVERSIDAD
CARLOS III DE MADRID**

DIRECTOR: Dr. VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ SÁNCHEZ

AGRADECIMIENTOS

Sin duda las figuras más significativas en la elaboración de esta tesis (aparte de mi) han sido mi padre, que me animó a empezarla, mi Director, que me enseñó cómo hacerla y mi marido, que me apoyó durante mis pasajeros episodios de desánimo. Por tanto a los tres les debo un profundo agradecimiento por haberme ayudado a llevar a cabo uno de mis mayores proyectos personales.

ÍNDICE GENERAL

TÍTULO DE LA TESIS: EL PROCESO INVERSOR SOCIALMENTE RESPONSABLE DE LOS
FONDOS DE PENSIONES Y LOS FONDOS DE RESERVA PARA LAS PENSIONES: UN ANÁLISIS
DESDE LA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

AGRADECIMIENTOS	3
ÍNDICE GENERAL	4
LISTA DE TABLAS	14
LISTA DE FIGURAS	15
TÉRMINOS, ACRÓNIMOS Y SIGLAS	16
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	25
CAPITULO II. INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES – ESTADO DE LA CUESTIÓN.....	34
II.1. PRESENTACIÓN	34
II.2. DEFINICIÓN	36
II.3. TIPOS DE ESTRATEGIAS ISR.....	37
II.4. DESARROLLO ACTUAL DE LAS ISR	42
<i>II.4.A. Acciones cotizadas de mercados desarrollados.....</i>	<i>44</i>
<i>II.4.B. Mercados emergentes</i>	<i>45</i>
<i>II.4.C. Inversiones inmobiliarias.....</i>	<i>48</i>
<i>II.4.D. Renta fija.....</i>	<i>50</i>
II.4.D.i. Deuda pública.....	51
II.4.D.ii. Deuda corporativa.....	54
<i>II.4.E. Capital riesgo.....</i>	<i>54</i>
<i>II.4.F. Tesorería.....</i>	<i>57</i>
<i>II.4.G. Fondos de inversión libre o fondos hedge</i>	<i>60</i>
II.5. RENTABILIDAD / RIESGO	61
<i>II.5.A. Empresas individuales.....</i>	<i>61</i>
<i>II.5.B. Carteras de inversión socialmente responsable.....</i>	<i>64</i>

II.5.C. Mercados de títulos ISR.....	68
II.5.C.i. Acciones.....	68
II.5.C.i.a Europa	69
II.5.C.i.b EE. UU.	72
II.5.C.i.c Mercado global	74
II.5.C.ii. Mercados de bonos	76
II.6. COSTES	81
CAPITULO III. PROCESO INVERSOR TRADICIONAL.....	83
III.1. PRESENTACIÓN	83
III.2. GOBIERNO	85
III.3. DESCRIPCIÓN DE LAS ETAPAS DEL PROCESO	87
III.3.A. <i>Política de inversión</i>	87
III.3.A.i. Tipos de inversores.....	88
III.3.A.ii. Objetivos de inversión.....	93
II.3.A.ii.a. Rentabilidad	94
II.3.A.ii.b. Riesgo.....	95
II.3.A.ii.c. Riesgo relativo.....	97
II.3.A.ii.d. Riesgo de (falta de) liquidez	97
II.3.A.ii.e. Riesgo operacional.....	98
II.3.A.ii.f. Riesgo de contrapartida	98
II.3.A.ii.g. Fiscalidad.....	98
II.3.A.ii.h. Regulación	98
II.3.A.ii.i. Costes de administración.....	99
III.3.B. <i>Estrategia de inversión</i>	99
III.3.B.i. La distribución de activos estratégica	101
III.3.B.i.a. Selección de las categorías de activos	101
III.3.B.i.b. Establecimiento de las hipótesis de rendimiento y riesgo.....	101
III.3.B.i.c. Estilo de gestión	101
III.3.B.i.c.1 Gestión pasiva	101
III.3.B.i.c.2 Gestión activa	103
III.3.B.ii. Diseño de la cartera óptima	105

III.3.B.iii. Modalidades de implementación.....	106
III.3.C. <i>Implementación de la estrategia de inversión</i>	107
III.3.C.i. Estructura de la cartera	108
III.3.C.i.a. Vehículo de inversión.....	108
III.3.C.i.b. Selección de gestor	109
III.3.C.ii. Ejecución.....	112
III.3.D. <i>Evaluación y comunicación de resultados</i>	112
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO Y FONDOS DE RESERVA PARA LAS PENSIONES.....	115
IV.1. PRESENTACIÓN	115
IV.2. FONDOS PÚBLICOS DE RESERVA PARA LAS PENSIONES.....	118
V.2.A. <i>PENSION RESERVE FUND (FONDO DE RESERVA PARA LAS PENSIONES) DEL CONSEJO DE EUROPA</i>	118
IV.2.A.i. Gobierno	118
IV.2.A.ii. Política de Inversión	119
IV.2.A.ii.a. Política financiera	119
IV.2.A.ii.b. Política ISR	120
IV.2.A.iii. Estrategia de Inversión.....	120
IV.2.A.iii.a. Estrategia financiera	120
IV.2.C.iii.b. Estrategia ISR	122
IV.2.A.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	123
IV.2.A.iv.a. Estructura de la cartera	124
IV.2.A.iv.b. Ejecución.....	125
IV.2.A.v. Evaluación y comunicación de resultados	126
IV.2.A.vi. Actividades en torno a las ISR	128
IV.2.B. <i>FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES – FRR (FONDO DE RESERVA PARA LAS PENSIONES) DEL ESTADO DE FRANCIA</i>	129
IV.2.B.i. Gobierno.....	129
IV.2.B.ii. Política de inversión	131
IV.2.B.ii.a. Política financiera	131
IV.2.B.ii.b. Política ISR	131

IV.2.B.iii. Estrategia de inversión	132
IV.2.B.iii.a. Estrategia financiera	132
IV.2.B.iii.b. Estrategia ISR	134
IV.2.B.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	136
IV.2.B.iv.a. Estructura de la cartera	136
IV.2.B.iv.b. Ejecución.....	139
IV.2.B.v. Evaluación y comunicación de resultados	141
IV.2.B.vi. Actividades en torno a las ISR	144
<i>IV.2.C. STATENS PENSJONSFOND UTLAND - SPU (FONDO DE PENSIONES DEL</i>	
<i>GOBIERNO GLOBAL)</i>	<i>145</i>
IV.2.C.i. Gobierno.....	145
IV.2.C.ii. Política de inversión	146
IV.2.C.ii.a. Política financiera	146
IV.2.C.ii.b. Política ISR	147
IV.2.C.iii. Estrategia de inversión	149
IV.2.C.iii.a. Estrategia financiera	149
IV.2.C.iii.b. Estrategia ISR	151
IV.2.C.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	153
IV.2.C.iv.a. Estructura de la cartera	153
IV.2.C.iv.b. Ejecución.....	154
IV.2.C.v. Evaluación y comunicación de resultados	158
IV.2.C.vi. Actividades en torno a las ISR	159
<i>IV.2.D. FONDO DEL CANADIAN PENSION PLAN - CPP (PLAN DE PENSIONES DE</i>	
<i>CANADA)</i>	<i>160</i>
IV.2.D.i. Gobierno	160
IV.2.D.ii. Política de inversión	162
IV.2.D.ii.a. Política financiera	162
IV.2.D.ii.b. Política ISR	162
IV.2.D.iii. Estrategia de inversión.....	163
IV.2.D.iii.a. Estrategia financiera.....	163
IV.2.D.iii.b. Estrategia ISR.....	164

IV.2.D.iv. Implementación de la estrategia de inversión	167
IV.2.D.iv.a. Ejecución.....	167
IV.2.D.v. Evaluación y comunicación de resultados	170
IV.2.D.vi. Actividades en torno a las ISR	171
IV.3. FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO.....	172
IV.3.A. ENVIRONMENTAL AGENCY PENSION FUND (FONDO DE PENSIONES DE LA AGENCIA DEL MEDIOAMBIENTE)	173
IV.3.A.i. Gobierno	173
IV.3.A.ii. Política de Inversión	175
IV.3.A.ii.a. Política financiera	175
IV.3.A.ii.b. Política ISR	175
IV.3.A.iii. Estrategia de inversión.....	177
IV.3.A.iii.a. Estrategia financiera	177
IV.3.A.iii.b. Estrategia ISR.....	178
IV.3.A.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	181
IV.3.A.iv.a. Estructura de la cartera	181
IV.3.A.iv.b. Ejecución.....	183
IV.3.A.v. Evaluación y comunicación de resultados	184
IV.3.A.vi. Actividades en torno a las ISR	186
IV.3.B. FONDO DEL UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME - USS (PLAN DE PENSIONES DE LAS UNIVERSIDADES) DEL REINO UNIDO.....	188
IV.3.B.i. Gobierno.....	188
IV.3.B.ii. Política de Inversión	189
IV.3.B.ii.a. Política financiera	189
IV.3.B.ii.b. Política ISR	190
IV.3.B.iii. Estrategia de inversión	191
IV.3.B.iii.a. Estrategia financiera	191
IV.3.B.iii.b. Estrategia ISR	193
IV.3.B.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	195
IV.3.B.iv.a. Estructura de la cartera	195
IV.3.B.iv.b. Ejecución.....	195

IV.3.B.v. Evaluación y comunicación de resultados	198
IV.3.B.vi. Actividades en torno a las ISR	199
<i>IV.3.C. ESTICHTING PENSIOENFONDS – ABP (FONDO DE PENSIONES DEL SECTOR DE LA EDUCACION Y LA FUNCION PUBLICA)</i>	<i>201</i>
IV.3.C.i. Gobierno.....	201
IV.3.C.ii. Política de Inversión	203
IV.3.C.ii.a. Política financiera	203
IV.3.C.ii.b. Política ISR	203
IV.3.C.iii. Estrategia de Inversión	204
IV.3.C.iii.a. Estrategia financiera	204
IV.3.C.iii.b. Estrategia ISR	204
IV.3.C.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	207
IV.3.C.iv.a. Estructura de la cartera	207
IV.3.C.iv.b. Ejecución.....	207
IV.3.C.v. Evaluación y publicación de resultados	212
IV.3.C.vi. Actividades en torno a las ISR	213
<i>IV.3.D. FONDO DEL ARBEJDSMARKEDETS TILLAEGSPENSION - ATP (PLAN DE PENSIONES DE EMPLEO COMPLEMENTARIO DE LOS TRABAJADORES) DE DINAMARCA</i>	<i>214</i>
IV.3.D.i. Gobierno	214
IV.3.D.ii. Política de Inversión.....	216
IV.3.D.ii.a. Política financiera	216
IV.3.D.ii.b. Política ISR.....	217
IV.3.D.iii. Estrategia de Inversión.....	219
IV.3.D.iii.a. Estrategia financiera.....	219
IV.3.D.iii.b. Estrategia ISR.....	221
IV.3.D.iv. Implementación de la estrategia de inversión	222
IV.3.D.iv.a. Estructura de la cartera	222
IV.3.D.iv.b. Ejecución	222
IV.3.D.v. Evaluación y comunicación de resultados	225
IV.3.D.vi. Actividades en torno a las ISR	226

<i>IV.3.E. PENSIOENFONDS ZORG EN WELZIJN - PFZW (FONDO DE PENSIONES DE LOS TRABAJADORES SOCIALES) DE LOS PAISES BAJOS.....</i>	<i>227</i>
IV.3.E.i. Gobierno.....	227
IV.3.E.ii. Política de Inversión	229
IV.3.E.ii.a. Política financiera.....	229
IV.3.E.ii.b. Política ISR.....	229
IV.3.E.iii. Estrategia de Inversión	230
IV.3.E.iii.a. Estrategia financiera	230
IV.3.E.iii.b. Estrategia ISR	231
IV.3.E.iv. Implementación de la estrategia de inversión	234
IV.3.E.iv.a. Estructura de la cartera.....	234
IV.3.E.iv.b. Ejecución	234
IV.3.E.v. Evaluación y comunicación de resultados.....	240
IV.3.E.vi. Actividades en torno a las ISR.....	241
 <i>IV.3.F. FONDO DEL CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM - CaIPERS (PLAN DE PENSIONES DE LOS FUNCIONARIOS DEL ESTADO DE CALIFORNIA) ..</i>	 <i>243</i>
IV.3.F.i. Gobierno	243
IV.3.F.ii. Política de Inversión	245
IV.3.F.ii.a. Política financiera.....	245
IV.3.F.ii.b. Política ISR.....	245
IV.3.F.iii. Estrategia de Inversión	246
IV.3.F.iii.a. Estrategia financiera	246
IV.3.F.iii.b. Estrategia ISR	247
IV.3.F.iv. Implementación de la estrategia de inversión	249
IV.3.F.iv.a. Estructura de la cartera.....	249
IV.3.F.iv.b. Ejecución	249
IV.3.F.v. Evaluación y comunicación de resultados.....	254
IV.3.F.vi. Actividades en torno a las ISR.....	255

IV.3.G. <i>TEACHERS’ INSURANCE AND ANNUITY ASSOCIATION – COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND - TIAA—CREF (ASOCIACION DE SEGUROS Y PENSIONES DE LOS PROFESORES - FONDO DE ACCIONES PARA LA JUBILACION DEL PERSONAL DE LOS INSTITUTOS DE ENSEÑANZA SECUNDARIA)</i>	257
IV.3.G.i. Gobierno	257
IV.3.G.ii. Política de inversión	260
IV.3.G.ii.a. Política financiera	260
IV.3.G.ii.b. Política ISR	261
IV.3.G.iii. Estrategia de inversión.....	262
IV.3.G.iii.a. Estrategia financiera.....	262
IV.3.G.iii.b. Estrategia ISR.....	264
IV.3.G.iv. Implementación de la estrategia de inversión	266
IV.3.G.iv.a. Ejecución.....	267
IV.3.G.v. Evaluación y comunicación de resultados	270
IV.3.G.vi. Actividades en torno a las ISR	271
IV.3.H. <i>VICSUPER FUND (FONDO VICSUPER) - AUSTRALIA</i>	273
IV.3.H.i. Gobierno	273
IV.3.H.ii. Política de Inversión	274
IV.3.H.ii.a. Política financiera	274
IV.3.H.ii.b. Política ISR	274
IV.3.H.iii. Estrategia de Inversión.....	275
IV.3.H.iii.a. Estrategia financiera.....	275
IV.3.H.iii.b. Estrategia ISR.....	277
IV.3.H.iv. Implementación de la estrategia de inversión	279
IV.3.H.iv.a. Estructura de la cartera	279
IV.3.H.iv.b. Ejecución	279
IV.3.H.v. Evaluación y comunicación de resultados	281
IV.3.H.vi. Actividades en torno a las ISR	282
IV.3.I. FONDO DEL PLAN DE PENSIONES DE EMPLEADOS DE TELEFONICA DE ESPAÑA	283
IV.3.I.i. Gobierno.....	283

IV.3.I.ii. Política de inversión	283
IV.3.I.ii.a. Política financiera.....	283
IV.3.I.ii.b. Política ISR	284
IV.3.I.iii. Estrategia de inversión	284
IV.3.I.iii.a. Estrategia financiera	284
IV.3.I.iii.b. Estrategia ISR	285
IV.3.I.iv. Implementación de la estrategia.....	286
IV.3.I.iv.a. Estructura de la cartera.....	286
IV.3.I.iv.b. Ejecución	286
IV.3.I.v. Evaluación y comunicación de resultados.....	286
IV.3.I.vi. Actividades en torno a las ISR.....	287
<i>IV.3.J. ETABLISSEMENT DE LA RETRAITE ADDITIONNELLE DE LA FONCTION</i>	
<i>PUBLIQUE (INSTITUCIÓN GESTORA DEL PLAN DE PENSIONES COMPLEMENTARIO DE LA</i>	
<i>FUNCION PUBLICA FRANCESA) - ERAFP</i>	
	<i>288</i>
IV.3.J.i. Gobierno	288
IV.3.J.ii. Política de inversión	289
IV.3.J.ii.a. Política financiera	289
IV.3.J.ii.b. Política ISR	289
IV.3.J.iii. Estrategia de inversión	291
IV.3.J.iii.a. Estrategia financiera	291
IV.3.J.iii.b. Estrategia ISR	292
IV.3.J.iv. Implementación de la estrategia de inversión.....	293
IV.3.J.iv.a. Estructura de la cartera	293
IV.3.J.iv.b. Ejecución.....	294
IV.3.J.v. Evaluación y comunicación de resultados	295
IV.3.J.vi. Actividades en torno a las ISR	297
IV.4. RESUMEN	298
<i>IV.3.A. Gobierno</i>	<i>298</i>
<i>IV.3.B. Análisis del universo ISR.....</i>	<i>299</i>
<i>IV.3.C. Política de inversión</i>	<i>300</i>
<i>IV.3.D. Estrategia de inversión</i>	<i>303</i>

<i>IV.3.E. Implementación</i>	305
<i>IV.3.F. Evaluación y comunicación de resultados</i>	309
<i>IV.3.G. Actividades en torno a las ISR</i>	310
CAPÍTULO V - CONCLUSIONES	313
BIBLIOGRAFÍA	321

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Universidad de Princeton, sugerencias para la investigación futura	28
Tabla 2. Preguntas que se plantean en la presente tesis	29
Tabla 3. Esquema de la informacion analizada	32
Tabla 4. Resumen del contenido de la tesis.....	33
Tabla 5. Contenido del Capítulo II	35
Tabla 6. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones europeo.....	71
Tabla 7. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones de EE. UU.....	73
Tabla 8. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones global.....	75
Tabla 9. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda en euros	80
Tabla 10. Esquema del Capítulo III.....	85
Tabla 11. Áreas examinadas en cada Fondo.....	116
Tabla 12. Fondos analizados	117
Tabla 13. Principales disposiciones relativas a criterios ASG inscritos en los mandatos o en los reglamentos de fondos del FRR	140
Tabla 14. Indicadores utilizados por el FRR para el seguimiento de la implementación de la estrategia de inversión socialmente responsable.....	143
Tabla 15. Environment Agency Pension Fund – Cartera a 31/03/2012	178
Tabla 16. Vicsuper Fund - Carteras estratégicas a 1 de julio de 2014 de las diferentes opciones de inversión propuestas	277
Tabla 17. Participaciones más comunes en organizaciones e iniciativas relacionadas con la inversión responsable.....	311

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Crecimiento europeo de las inversiones con criterios de sostenibilidad.....	26
Figura 2. Número de publicaciones sobre las ISR	27
Figura 3. Índices ISR y Tradicionales del mercado europeo de acciones	70
Figura 4. Índices ISR y Tradicionales en en el mercado de acciones de EE. UU.....	72
Figura 5. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones global	74
Figura 6. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda pública de la zona euro	78
Figura 7. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda corporativa denominada en euros.....	79
Figura 8. Esquema del proceso de inversión	84
Figura 9. Pension Reserve Fund del Consejo de Europa – Cartera a 31/12/2014.....	121
Figura 10. Fonds de Reserve pour les Retraites – Situación de la cartera de cobertura a 31/12/2012.....	133
Figura 11. Fonds de Reserve pour les Retraites – Situación de la cartera de rendimiento a 31/12/2012.....	133
Figura 12. Statens Pensjonsfond Utland - Cartera a 31/03/2014.....	149
Figura 13. Fondo del Canadian Pension Plan – Cartera a 31/03/2014.....	165
Figura 14. Fondo del Universities Superannuation Scheme – Cartera a 31/03/2013.	192
Figura 15. Estichting Pensioenfond – Cartera a 31/12/2013	205
Figura 16. Fondo del Arbejdsmarkedets Tillaegspension – Cartera a 31/03/2014	220
Figura 17. Pensioenfond – Zorgiwelzijn PFZW – Cartera a 31/03/2014	231
Figura 18. CalPERS – Cartera del <i>Total Fund</i> a 30/04/2014.....	247
Figura 19. Fondo del Plan de Pensiones de los Empleados de Telefónica. Cartera a 31/06/2014.....	285
Figura 20. Fondo del Etablissement de la Retraite additionnelle de la fonction publique - Situation de la cartera a 31/12/2013.....	292
Figura 21. Proceso inversor socialmente responsable.....	314

LISTA DE TÉRMINOS, ACRÓNIMOS Y SIGLAS

- APREA (Asia Pacific Real Estate Association – Asociación del sector inmobiliario de la región de Asia Pacífico): organización sin ánimo de lucro que representa los partícipes del sector inmobiliario y se ocupa de su promoción en la región de Asia Pacífico.
- ACGA (Asian Corporate Governance Association – Asociación asiática de gobierno corporativo): organización independiente sin ánimo de lucro, dedicada a trabajar con los inversores, las empresas y los reguladores en la aplicación de prácticas eficaces de gobierno corporativo en Asia.
- AFG (Association Française de la Gestion Financière - Asociación francesa de la Gestión Financiera): asociación que representa y defiende los intereses de la industria de la gestión financiera en Francia.
- ACSI (Australian Council of Superannuation Investors – Consejo australiano de inversores de fondos de pensiones): asociación de fondos de pensiones que proporciona servicios de investigación y asesoramiento independiente para ayudar a sus miembros a administrar los fondos desde la perspectiva ISR.
- Annuation / Superannuation plan: el término plan de pensiones se traduce por *retirement plan* en EE. UU., *pension scheme* en el Reino Unido e Irlanda, y *annuation / superannuation plan* en Australia y Nueva Zelanda.
- (Criterios) ASG: Ambientales, Sociales y Gobierno corporativo. Utilizados para describir los criterios por los que, con frecuencia, se guía la política de Responsabilidad Social Corporativa en general y las Inversiones Socialmente Responsables en particular.
- CDP (Carbon Disclosure Project – Proyecto para la divulgación de las emisiones de CO₂): asociación internacional sin ánimo de lucro que proporciona un sistema global para que las empresas y las ciudades puedan medir, divulgar, administrar y compartir información medioambiental.
- Carbon Trust: organización británica sin ánimo de lucro especializada en la asesoría en temas relacionados con la reducción de emisiones de CO₂ y el ahorro energético.

- CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies – Coalición para la promoción de una economía responsable con el medioambientalmente): organización estadounidense sin ánimo de lucro fundada en 1989 para la creación por parte de inversores, empresarios y poderes públicos de una economía global sostenible.
- Código AFEP-MEDEF (Association Française des Entreprises Privées / Mouvement des Entreprises de France – Asociación francesa de las empresas privadas / Asociación patronal de empresas francesas): principios de gobierno corporativo emitidos por estas dos organizaciones.
- CII (Council of Institutional Investors – Consejo de inversores institucionales): agrupación de inversores institucionales de EE. UU. cuyo principal objetivo es promover un gobierno corporativo efectivo y defender los derechos del accionista.
- CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores). Organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos.
- Corruption Perceptions Index (Índice de Corrupción) de Transparency International: índice que mide y compara el nivel de corrupción de los países. Es publicado por la organización independiente Transparency International, creada en 1993 con la misión de detener la corrupción y promover la transparencia, la responsabilidad y la integridad a todos los niveles y en todos los sectores de la sociedad.
- EAI (Enhanced Analytics Initiative – Iniciativa para el análisis en profundidad): grupo de cooperación internacional entre inversores institucionales y gestores de cartera, con el objetivo de promover la investigación en el área de las inversiones, en particular la investigación del impacto de los factores extra-financieros en las inversiones a largo plazo.
- EIRIS (Ethical Investment Research Services – Servicios de investigación de las inversiones éticas): empresa británica que ofrece servicios de investigación independiente sobre el comportamiento ético, social y medioambiental de empresas en América del Norte, Europa y Asia.
- EITI (Extractive Industries Transparency Initiative – Programa para la transparencia en las industrias extractivas): programa para aumentar la transparencia de los pagos emitidos por empresas privadas de los sectores minero o petrolero a los gobiernos y

entidades ligadas, así como de los ingresos recibidos por los países en los cuales esas industrias están ubicadas.

- EMDP (Emerging Markets Disclosure Project) – Proyecto de revelación de información de los mercados emergentes): coalición de inversores y organizaciones a nivel internacional agrupados con el fin de mejorar la divulgación de información relativa al comportamiento sostenible de las empresas de mercados emergentes.
- Environmental Performance Index (Índice de comportamiento medioambiental): método desarrollado por las Universidades de Yale y Colombia que cuantifica y clasifica el impacto ambiental de las políticas de un país.
- Eumedion: de origen y domicilio neerlandés, se autodefine como: “Foro y fuente para el gobierno corporativo y la sostenibilidad”, representando los intereses de los inversores institucionales en materia de gobierno corporativo y el relacionado desempeño en sostenibilidad.
- EPRA (European Public Real Estate Association – Asociación europea del sector inmobiliario): asociación sin ánimo de lucro fundada en 1999 con sede en Bélgica. Reúne a profesionales del sector de bienes raíces: analistas, inversores y potenciales inversores. El grupo es una mesa redonda informal para compartir opiniones, noticias relevantes y resultados de investigación.
- Eurosif (European Sustainable Investment Forum – Foro europeo de las inversiones sostenibles): asociación europea de inversores institucionales, proveedores de servicios financieros, instituciones académicas, centros de investigación, sindicatos y organizaciones no gubernamentales (ONG), sin ánimo de lucro, cuya misión consiste en desarrollar la sostenibilidad a través de los mercados financieros europeos.
- Forest Footprint Disclosure Project (Proyecto de declaración del impacto en los bosques): iniciativa promovida por el gobierno británico creada con el fin de ayudar a los inversores a identificar como las actividades de una empresa u organización contribuyen a la deforestación.
- Código Frijns: código derivado del informe sobre “Estrategias de Inversión” emitido en 2008 por el autor del mismo nombre a petición del gobierno neerlandés.

- FATF (Financial Action Task Force / Grupo de acción financiera internacional): institución intergubernamental creada en 1989 por el G7. Su propósito es desarrollar políticas que ayuden a combatir el lavado de dinero y la financiación del terrorismo. Actualmente está formada por 36 miembros: 34 países más dos organizaciones regionales.
- GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark – Referencia global para medir la sostenibilidad del sector inmobiliario): organización dedicada a evaluar y medir el desempeño en términos de sostenibilidad de las inversiones inmobiliarias en el mundo. La referencia que han desarrollado ayuda a los inversores institucionales a evaluar y mejorar la sostenibilidad de su cartera inmobiliaria.
- HDI (Human Development Index – Índice de desarrollo humano): indicador de desarrollo por países elaborado por el Programa de la ONU para el Desarrollo (PNUD). Se basa en un indicador social estadístico compuesto por tres parámetros: vida larga y saludable, educación y nivel de vida digno.
- Index of Economic Freedom (Índice de libertad económica) del Wall Street Journal y The Heritage Foundation: consiste en una serie de 10 medidas económicas que intentan medir el grado de libertad económica en las naciones.
- IFC (International Finance Corporation – Corporación Financiera Internacional): institución mundial creada en 1956 y perteneciente al Banco Mundial. Cuenta con 184 países miembros en todo el mundo. Tiene su sede principal en Washington D.C. (EE. UU.). Está encargada de promover el desarrollo económico de los países a través del sector privado.
- IIGCC (Institutional Investor Group on Climate Change – Grupo de inversores institucionales para el cambio climático): foro de inversores europeos para la colaboración en materia de cambio climático. Cuenta actualmente con más de 75 miembros, entre ellos algunos de los mayores fondos de pensiones y gestores de activos en Europa, lo que representa alrededor de 7,5 billones de euros. Entre sus actividades se encuentra la publicación del *Global Investor Statement on Climate Change*, donde se presentan los principales riesgos a largo plazo que representa el cambio climático para la economía global y para los activos en poder de los inversores globales.

- ICGN (International Corporate Governance Network – Red internacional de gobierno corporativo): organización global de alrededor de 600 especialistas de gobierno corporativo con sede en 50 países, cuyo objetivo es mejorar los estándares de gobierno corporativo en todo el mundo.
- IIRC (International Integrated Reporting Council – Consejo internacional de promoción del llamado “Informe integrado”): este Consejo reúne los individuos y organizaciones relevantes para el trabajo de promoción del Informe integrado, donde se comunica de forma concisa la estrategia de una organización, su estructura de gobierno, su desempeño y sus perspectivas, teniendo en cuenta el entorno y con el objetivo de crear valor en el corto, medio y largo plazo.
- ILPA (Institutional Limited Partners Association – Asociación de inversores en capital riesgo): asociación dedicada a defender y promover los intereses de los inversores en capital riesgo a través de programas de educación y formación, investigación, publicación de estándares y normas, y promoción de las relaciones y la colaboración entre inversores.
- Investor Statement on the Urgent Need for a Global Agreement on Climate Change (Declaración de los inversores de la necesidad urgente de un acuerdo global sobre el cambio climático): documento creado en 2009 para reflejar la visión de los inversores institucionales sobre el cambio climático y los elementos clave de un acuerdo global sobre los flujos financieros necesarios para atenuar el cambio climático.
- INCR (Investor Network on Climate Risk – Red de inversores para el tratamiento de los riesgos ligados al cambio climático): asociación que agrupa a 100 inversores institucionales comprometidos a tratar los riesgos y aprovechar las oportunidades derivadas del cambio climático y otros problemas medioambientales.
- IPE (Investments & Pension Europe - Inversiones y pensiones en Europa): publicación europea especializada en inversiones dedicada a los inversores institucionales en general y a los gestores de fondos de pensiones en particular.
- ISA (International Sustainability Alliance – Alianza internacional para la sostenibilidad): red mundial de empresarios de la construcción, inversores, promotores, propietarios e inquilinos. Su objetivo es reunir las principales

organizaciones con intereses en el sector de la construcción para lograr una mayor sostenibilidad en el sector.

- ISR (Inversión Socialmente Responsable) – Inversión que incorpora criterios éticos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo al proceso de toma de decisiones de inversión, de modo complementario a los tradicionales criterios financieros.
- JEC (Japan Engagement Consortium – Consorcio japonés para la Negociación y el dialogo): ofrece un servicio de colaboración para que los inversores institucionales establezcan un proceso de negociación y dialogo con los consejos y equipos de gestión de determinadas empresas japonesas.
- Netspar (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement – Red para el estudio de pensiones, envejecimiento y jubilación): asociación creada en Países Bajos en 2005 con el fin de poner en contacto los investigadores académicos en el tema de las pensiones con aquellos grupos involucrados en su gestión como Fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos, sociedades de gestión y órganos supervisores.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos): organización intergubernamental, compuesta por 34 estados cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales. Fundada en 1960, tiene la sede central en París (Francia).
- OECD Project on Institutional Investors and Long-Term Investment (Proyecto de la OCDE sobre inversores institucionales e inversión a largo plazo): lanzado en 2012, este proyecto tiene como objetivo el facilitar la inversión a largo plazo a inversores institucionales tales como fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos soberanos, a través de la eliminación de los obstáculos regulatorios y los fallos de mercado.
- OIT (Organización Internacional del Trabajo): institución mundial, donde están representados 185 países, responsable de la elaboración y supervisión de las Normas Internacionales del Trabajo. Es la única agencia de la ONU de carácter tripartito ya que representantes de gobiernos, empleadores y trabajadores participan en conjunto en la elaboración de sus políticas y programas así como la promoción de condiciones dignas de trabajo.

- ONU (Organización de Naciones Unidas) - organización internacional fundada en 1945 tras la Segunda Guerra Mundial por 51 países (hoy pertenecen 193) que se comprometieron a mantener la paz y la seguridad internacionales, fomentar entre las naciones relaciones de amistad y promover el progreso social, la mejora del nivel de vida y los derechos humanos.
- ONU Global Compact o Pacto Mundial de la ONU: iniciativa de política estratégica para las empresas que se comprometen a alinear sus operaciones y estrategias con diez principios universalmente aceptados en las áreas de derechos humanos, trabajo, medio ambiente y lucha contra la corrupción.
- Pension Investment Association of Canada (Asociación canadiense de inversores relacionados con las pensiones): establecida en 1977 como un foro donde los responsables de las inversiones de fondos de pensiones comparten información y conocimiento.
- Pharma Futures: uno de los principales foros de directivos farmacéuticos mundiales. El proyecto se inició en 2004 como un ejercicio de exploración de soluciones centradas en la relación entre modelos de negocio farmacéuticos sostenibles y resultados globales de salud.
- Prince Charles' P8 Group (Grupo P8 del Príncipe Carlos): reúne a líderes de alto nivel de algunos de los mayores fondos de pensiones del mundo para desarrollar acciones relacionadas con los problemas mundiales, en particular con el cambio climático. Se trata de una iniciativa del Programa de Cambridge para el liderazgo y sostenibilidad y el Programa Príncipe de Gales para negocios y medioambiente, con el apoyo del Grupo de Capital Ambiental (ECG) y la Nand y Jeet Khemka Foundation.
- PRI (Principles for Responsible Investment - Principios para la inversión responsable): ideario sobre inversión responsable promovido por el antiguo Secretario General de la ONU, Koffi Annan, en 2005 y actualmente coordinado por el Pacto Mundial de la ONU y el Programa de Naciones Unidas para el Medioambiente para ayudar a los inversores institucionales a integrar las cuestiones ASG en sus procesos de toma de decisiones y prácticas de gestión de activos.
- Principios del Ecuador: Directrices publicadas por la Corporación Financiera Internacional que se adoptan de manera voluntaria para asegurar que los temas

sociales y ambientales reciben plena atención en la financiación de los proyectos de una institución financiera. Según estos principios, sólo se otorga financiación a los proyectos cuyos patrocinadores puedan demostrar que se gestionarán con responsabilidad social y ambiental.

- Principios Myners - establecidos en 2000 por una comisión del gobierno británico encomendada a revisar las prácticas de la inversión institucional en el país. Esta comisión, liderada por Lord Myners, estableció 10 principios de mejores prácticas de gobierno de fondos de pensiones, toma de decisiones de inversión e información.
- Principios de responsabilidad corporativa de Global Sullivan: desarrollados por el Reverendo León Sullivan para las compañías que operaban en África del Sur durante la era del apartheid. Los principios hacen énfasis en los derechos humanos, la justicia social y la creación de oportunidades económicas.
- RSC (Responsabilidad Social Corporativa): filosofía de gestión empresarial que se caracteriza por tener en cuenta el impacto que las actividades de las empresas generan sobre sus clientes, empleados, accionistas, comunidades locales, medioambiente y sobre la sociedad en general.
- SPAINSIF (Foro Español de Inversión Socialmente Responsable): asociación sin ánimo de lucro constituida por entidades interesadas en promover la inversión socialmente responsable en España. Lo integran entidades financieras, gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos.
- Sustainability Committee of the Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) – Comité de sostenibilidad de la Institución real de controladores certificados): organización profesional británica cuya misión es de regular la profesión inmobiliaria para mantener un nivel de excelencia y profesionalidad de sus miembros a través de la formación y para proteger a clientes y consumidores a través de un estricto código de ética (los 12 principios de RICS) proporcionando asesoramiento, análisis y asistencia imparcial.
- Thomson Reuters DataStream: base de datos que cubre, entre otros, un gran espectro de datos históricos de activos financieros, índices bursátiles e indicadores económicos.

Técnicamente existen diversas formas de acceder a esta base de datos, en la presente tesis se utilizó una conexión de red.

- TBLI Group [Triple Bottom Line Investment Group – Grupo de apoyo a la inversión basada en la triple evaluación (social, medioambiental y financiera)]: organización dedicada a suscitar el interés y aumentar la educación de los profesionales financieros sobre los beneficios y oportunidades de la inversión sostenible. Su objetivo es aumentar los flujos de inversión hacia los proyectos con un componente de sostenibilidad.
- UE (Unión Europea): organización internacional nacida para propiciar y acoger la integración y gobernanza en común de los Estados y los pueblos de Europa. Está compuesta por veintiocho Estados europeos y fue establecida con la entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea (TUE), el 1 de noviembre de 1993.
- UNEPFI (United Nations Environmental Programme Finance Initiative – Programa de finanzas medioambientales de Naciones Unidas): fue fundado en 1992 durante la Cumbre de Rio, como una plataforma para asociar a la ONU y el sector financiero con el objetivo de cambiar de forma estructural el modo de operar de este último y conseguir un desarrollo (más) sostenible.
- UK Stewardship Code (Código británico de administración): publicado en el Reino Unido en 2010, tiene como objetivo mejorar la calidad de la cooperación entre los inversores institucionales y las empresas donde invierten para ayudar a mejorar la rentabilidad a largo plazo para los accionistas y el ejercicio eficaz de las responsabilidades de gobierno de las empresas.
- WDP (Water Disclosure Project – Proyecto de divulgación del agua): programa, lanzado en 2009 por el CDP, para ayudar a los inversores institucionales a entender mejor los riesgos y oportunidades de negocio asociadas a la escasez de agua.
- WRI (World Resources Institute – Instituto mundial de recursos naturales): organización independiente sin ánimo de lucro fundada en 1982. Se autodefine como foro de discusión sobre temas medioambientales con el fin de encontrar formas prácticas de proteger la Tierra y mejorar la vida de sus habitantes.

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

El Foro Británico de las Inversiones Sociales define las Inversiones Socialmente Responsables (ISR) como aquellas que combinan los objetivos financieros del inversor con sus inquietudes éticas, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (Oxford Business Knowledge, 2006).

Probablemente, los orígenes más remotos de la ISR se encuentren en organizaciones civiles y religiosas comprometidas con la mejora de los derechos civiles y los hábitos de conducta. La actitud de los cuáqueros a finales del siglo XVII, que en su lucha abolicionista preconizaban la exclusión de ciertas compañías comprometidas en actividades de comercio o explotación de esclavos, suele ser valorado como el antecedente más lejano (Richardson, 2008). En una época más reciente, en 1928, en el marco de la llamada *Ley Seca*, el *US Pioneer Fund* incorporó, los que posteriormente serían denominados “criterios de exclusión”, en relación con inversiones en empresas involucradas en el comercio de tabaco o alcohol (Pioneer Investments, 2011).

Tras el paréntesis provocado por la Segunda Guerra Mundial, retornaron con mayor fuerza las motivaciones de orden moral a la hora de invertir. El punto de partida se encuentra en el rechazo, encabezado por ciertas organizaciones religiosas, a la consolidación jurídica de la política de *apartheid* que lleva a efecto el Gobierno de la Unión Sudafricana. Este primer impulso se vio reforzado por el rechazo provocado en gran parte del mundo por los horrores de la guerra de Vietnam y el apoyo a la lucha por los derechos civiles en EE. UU. A los pioneros confesionales, se unen diversas asociaciones de todo tipo que, pese a no ser muy importantes en número o en cuanto a los capitales involucrados, consiguieron despertar y mantener el interés por este tipo de protesta hacia actividades que juzgan reprobables.

Los años 80 y 90 del siglo XX contemplan una lenta evolución de la atención hacia el comportamiento de las empresas más allá de su rentabilidad. Para ello, se incorporan motivaciones adicionales en el proceso inversor como el comportamiento medioambiental y la política laboral que, al final, han sido factores esenciales del crecimiento que estas actividades experimentarían en la siguiente centuria.

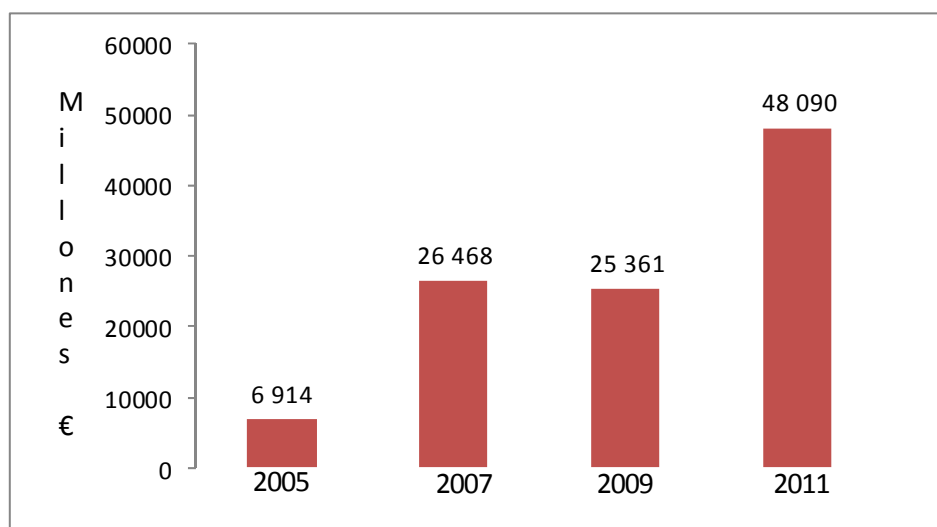
La institucionalización de las ISR, como actividad especializada de la más genérica Responsabilidad Social Corporativa (RSC), se produce en los años 2005 – 2006 cuando el

Secretario General de la ONU, en aquella época Kofi Atta Annan, coordina la colaboración entre el Pacto Mundial de la ONU con la Iniciativa Financiera del Programa de la Naciones Unidas para el Medioambiente que finalmente promulga los denominados “Seis Principios Básicos de la Inversión Responsable”. Estos principios son desde entonces universalmente aceptados y adoptados como guía de conducta del inversor ISR.

La acogida de las ISR por la sociedad en general y los mercados financieros en particular ha sido muy positiva y esperanzadora. Pese a que, en términos relativos, las ISR son aún minoritarias y están circunscritas en su mayor parte al área de los países de la OCDE, los fondos involucrados alcanzan magnitudes del orden de billones de euros.

En la Figura 1 puede apreciarse una estimación realizada por Eurosif sobre la evolución de los capitales involucrados en las ISR en el ámbito europeo. Bien es verdad que aún existe bastante imprecisión en los términos, por lo que será prudente tomar estas cifras como orientativas. Pese a esta elemental cautela, resulta indudable la expansión de este mercado.

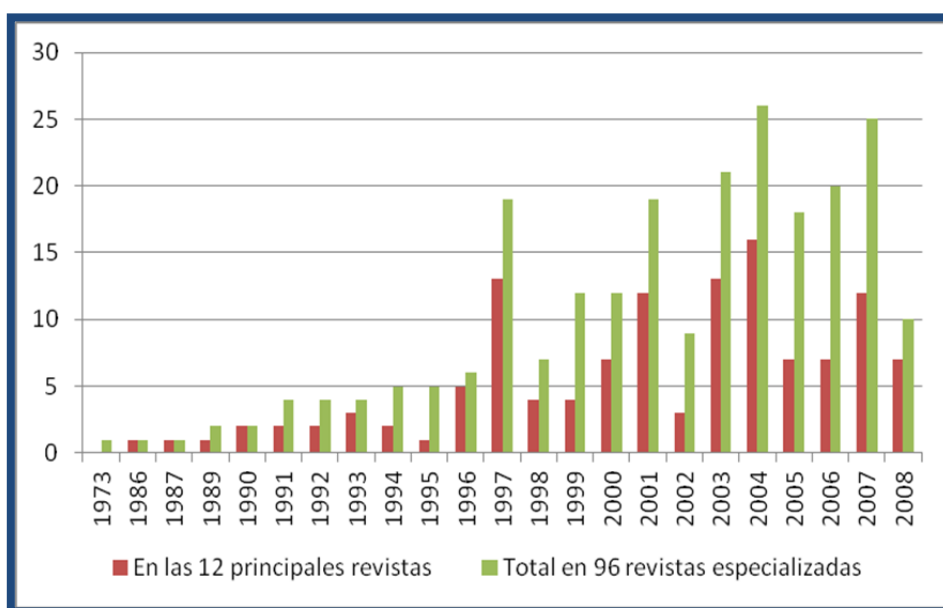
Figura 1. Crecimiento europeo de las inversiones con criterios de sostenibilidad



Fuente: Eurosif (2012).

De forma paralela al desarrollo cuantitativo de las ISR, ha crecido el interés académico por el fenómeno, intentando explicar causas, consecuencias y tendencias, sin olvidar establecer la precisión conceptual. En la Figura 2 se presenta la evolución del número de publicaciones sobre la materia, que confirman la anterior aseveración.

Figura 2. Número de publicaciones sobre las ISR



Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida en Cañal Fernández y otros (2008).

De la profusión de estudios, que han seguido aumentando en los últimos años pese a la reciente crisis económico-financiera iniciada en 2007 o quizá a causa de ella, cabe esperar una amplia gama de enfoques. No obstante, hasta donde nos ha sido posible investigar, la mayoría de los trabajos se centran en consideraciones que podríamos agrupar bajo el calificativo de macro, analizando principalmente materias tales como las características y los límites de las ISR, la cuantificación de los capitales involucrados, el marco regulatorio o las implicaciones socio-económicas de la adopción de los principios de RSC y de inversión socialmente responsable.

Un excelente resumen de las actuales preocupaciones de los expertos se encuentra expuesto en el documento emitido como conclusión de la conferencia celebrada en la Universidad de Princeton en noviembre de 2008, bajo el patrocinio de *The Bendheim Center for Finance* y el Ministerio Danés de Economía. La sección encabezada con el explícito nombre “Temas generales para la futura investigación” sugiere las materias que se relacionan en la Tabla 1.

Tabla 1. Universidad de Princeton, sugerencias para la investigación futura

1. Investigación de las complejas relaciones entre la empresa y la sociedad.
2. ISR / RSC como respuesta a los fallos de mercado y las externalidades.
3. Intereses e incentivos a largo plazo versus aquellos del corto plazo.
4. Horizonte a largo plazo de los inversores institucionales.
5. Notas (*Ratings*) y acceso a la información.
6. Motivación y conducta de los consumidores.

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de Danish Centre for Corporate Social Responsibility (2008).

Frente al carácter marcadamente generalista que se desprende de los contenidos de la Tabla 1, nuestro interés se centra en los aspectos micro de las ISR. Concretamente, se centra en el análisis de la toma de decisiones de los propietarios / gestores de activos socialmente responsables. El objetivo es evaluar cómo se ve alterado el proceso inversor cuando se introduce un elemento de responsabilidad social en la política de inversión, analizar las causas de estos cambios y sus consecuencias. Lo que se pretende es tratar de encontrar respuesta a la cuestión principal: **Cómo y por qué se ve modificado el proceso inversor cuando se introducen criterios ISR en la toma de decisiones de inversión.**

Para conseguir dar respuesta a la cuestión principal, se analizan todas las etapas del proceso inversor para resolver cuestiones tales como las que se exponen en la Tabla 2.

Dando respuesta a estas preguntas se pretende contribuir a mejorar el conocimiento del impacto de la inclusión de factores ISR en el proceso de inversión. Se pretende ayudar, tanto a los agentes implicados en las ISR, como a potenciales inversores y al resto de la sociedad, a identificar las implicaciones que tiene el adoptar una estrategia de inversión que incluye criterios adicionales a los de la tradicional gestión financiera.

A diferencia de otros trabajos donde se analizan estas implicaciones de forma parcial¹, este estudio tiene un carácter marcadamente global, pues analiza el impacto de la inclusión de estrategias ISR en general en el proceso de inversión en su totalidad. Este estudio sigue la línea de lo que promulgaban Michelson y otros (2004) al decir que sería beneficioso estudiar

¹ Por citar algunos ejemplos: Statman (2007), Derwall y otros (2005) y Luck (2002), entre otros, estudian el impacto de la política ISR en la rentabilidad y el riesgo. Economistas sin Fronteras (2010) analiza la influencia de las estrategias de activismo accionario y negociación en el proceso inversor.

las inversiones ISR como un proceso en su totalidad. En definitiva, su carácter global, así como sus referencias al análisis empírico, le dan una cierta originalidad respecto a otros trabajos realizados en el área de las ISR.

Tabla 2. Preguntas que se plantean en la presente tesis

- ¿Cuál es la motivación para adoptar códigos de responsabilidad social en las inversiones?
- ¿Cuál es el efecto del componente ISR en las estructuras de gobierno de las carteras de inversión?
- ¿Cómo se define la política ISR y los criterios a utilizar en la evaluación / selección de las inversiones? ¿Qué peso se concede a los factores ISR frente a la tradicional liquidez, rentabilidad y riesgo?
- ¿Qué impacto tiene el componente ISR en la definición e implementación de las estrategias financieras?
- ¿Cuáles son los mecanismos seguidos para la operatoria de las carteras ISR?
- ¿Cómo se consideran las ISR en el proceso de evaluación y comunicación de resultados?
- ¿Qué tipo de actividades específicas desarrollan los inversores ISR?
- Si existen cambios en el proceso inversor de los inversores ISR, ¿cuáles son las causas? ¿y las consecuencias?

Fuente: Elaboración propia.

El trabajo se ha llevado a cabo desde la perspectiva del gestor de activos institucional, puesto que el progreso de las ISR ha sido impulsado sobre todo por dichos gestores. De hecho, ya en 2012 se estimaba que el 75% del total de activos ISR pertenecían a esa categoría de inversores en EE. UU. (Social Investment Forum Foundation, 2012), mientras que en la Unión Europea la proporción se situaba en el 94% en 2011 (Eurosif, 2012). Así mismo, nuestro estudio se ha centrado en el inversor institucional porque, habitualmente, su proceso inversor presenta un carácter más metódico, sus estrategias son más conocidas y, por tanto, es posible obtener unos resultados más aproximados a la situación real.

La decisión de acotar el trabajo a los Fondos de pensiones de empleo y los Fondos públicos de reserva para pensiones (Fondos de pensiones, en general) se fundamenta en el hecho de que se trata de un subgrupo muy importante dentro del conjunto de los inversores

institucionales (OCDE, 2009). Además, muchos de ellos han adoptado ya principios de responsabilidad social en sus carteras, bien sea por voluntad propia o bien por deseo de los inversores finales a los que representan. En todo caso, se ha considerado un conjunto de Fondos de pensiones internacionalmente diversificados, si bien predominan los de países de la OCDE. Entre los criterios tenidos en cuenta para determinar los Fondos objeto de estudio se encuentra: el elevado grado de desarrollo de su estrategia ISR; es decir, que aplican varias estrategias ISR en una parte importante de sus carteras y lo han hecho durante un periodo razonablemente largo (mínimo cinco años). Así mismo, se intentó buscar una cierta diversidad, por lo que se incluyeron Fondos de tamaños diversos (entre 250 y 600 mil millones de euros), de diferentes países, para conseguir la pluralidad geográfica, y pertenecientes a diversas parcelas de actividad: sector público y empresas privadas de varios sectores económicos. Finalmente, un criterio muy importante para la inclusión en la muestra fue la cantidad de información publicada sobre sus características y su actividad inversora. Se consideraron todos estos criterios en la selección de los Fondos a fin de poder llevar a cabo un análisis lo más completo posible del proceso inversor ISR. En efecto, la aplicación de varias estrategias ISR y en porciones importantes de la cartera enriquecía directamente el análisis. La experiencia en el tiempo permitía observar la evolución en términos de trayectoria y resultados. La diversidad se consideró interesante sobre todo para el análisis de la motivación y los modos de implementación de las estrategias. Por último, la disponibilidad de información era evidentemente fundamental para llevar a cabo el estudio.

La delimitación del objeto de estudio hace necesario señalar que, por un lado, en este trabajo los Fondos de pensiones son considerados como una institución inversora/gestora y no como un producto de inversión. Por otro lado, siguiendo la práctica común del sector, las siglas ISR se utilizan no solo para hacer referencia a la inversión socialmente responsable (en singular y en plural), sino que también aluden a un inversor/gestor socialmente responsable como un inversor/gestor ISR o al sector de las inversiones socialmente responsables como el sector ISR, por citar algunos ejemplos. Por último, las inversiones consideradas dentro del análisis son principalmente aquellas realizadas en los mercados financieros, puesto que la financiación directa de proyectos ha sido tratada de modo marginal.

En lo que se refiere al contenido y la metodología, el trabajo comienza con el estudio del estado de la cuestión del sector ISR, las definiciones y los tipos de estrategias. A continuación se examina el desarrollo actual del mercado de las ISR para comprender las

posibilidades y limitaciones a las que los inversores socialmente responsables se enfrentan. Para ello se han utilizado principalmente estudios sectoriales de organizaciones o asociaciones dedicados a las inversiones socialmente responsables. El desempeño en términos de rentabilidad y riesgo de las ISR complementa esta presentación del estado de la cuestión y se analiza desde tres perspectivas:

1. Los resultados financieros de empresas con un alto grado de RSC.
2. Los resultados agregados de carteras construidas con criterios de responsabilidad social.
3. Con el fin de discernir el efecto del componente ISR en el desempeño de las carteras, aislándolo de la habilidad financiera del gestor y de los costes, se comparan los históricos de los índices de los mercados de acciones y de obligaciones de empresas socialmente responsables con los de mercados tradicionales.

Una breve referencia a los costes de gestión clausura la rúbrica dedicada al estado de la cuestión de las ISR.

A partir de la literatura especializada, se estudia detenidamente el proceso inversor tradicional para conocer las modificaciones que el componente ISR introduce en el mismo. Al mismo tiempo, se describen en profundidad el tipo de inversores considerados – los Fondos de pensiones de empleo y los Fondos públicos de reserva para las pensiones –, así como diversos términos técnicos relativos a las inversiones que aparecerán posteriormente en la descripción de los inversores socialmente responsables tratados.

Una vez que se ha definido y explicado el marco del estudio - las inversiones ISR y el proceso inversor -, la investigación se centra en el objetivo principal de esta tesis: el análisis del proceso de inversión de los Fondos de pensiones.

El análisis de los Fondos de pensiones de empleo y los Fondos públicos de reserva para las pensiones socialmente responsables se ha llevado a cabo fundamentalmente a partir de la información publicada por los propios Fondos y con comunicaciones directas con sus gestores. Dicha información se ha organizado siguiendo el esquema del proceso inversor tal como se indica en la Tabla 3.

Tabla 3. Esquema de la información analizada

<ul style="list-style-type: none">• Introducción – breve descripción del Fondo• Gobierno• Política de inversión<ul style="list-style-type: none">-Política financiera-Política ISR• Estrategia de inversión<ul style="list-style-type: none">-Estrategia financiera-Estrategia ISR• Implementación de la estrategia de inversión<ul style="list-style-type: none">-Estructura de la cartera-Ejecución• Evaluación y comunicación de resultados• Actividades en torno a las ISR

Fuente: Elaboración propia.

Esta homogeneización en la presentación de la información permite un mejor análisis de las diferentes etapas del proceso de cada inversor y el contraste entre diferentes modos de llevarlo a cabo, lo que será muy útil a la hora de compararlos y de determinar las conclusiones finales sobre qué cambios introduce el componente ISR.

A partir de la observación de estos cambios, el trabajo concluye con el establecimiento de hipótesis sobre los motivos que han inducido a los mismos y se presentan las principales consecuencias de la introducción del componente ISR en el proceso inversor.

Tabla 4. Resumen del contenido de la tesis

- **Capítulo I – Introducción.**

Contiene una introducción a las Inversiones Socialmente Responsables, una presentación del objeto de la tesis junto al resumen de la estructura del documento.

- **Capítulo II - Inversiones Socialmente Responsables – Estado de la cuestión.**

Describe el estado de la cuestión del sector de las Inversiones Socialmente Responsables, comenzando por las distintas definiciones propuestas y los tipos de estrategias de inversión que pueden considerarse dentro de esta categoría. A continuación se examina el desarrollo actual tanto del análisis como del mercado de productos ISR, separado por categorías de activos, ya que existen estados de desarrollo bien diferenciados para cada una. El desempeño en términos de rentabilidad y riesgo complementa esta presentación. En último lugar, un breve estudio de los costes de gestión finaliza la rúbrica dedicada al estado de la cuestión.

- **Capítulo III – Proceso inversor tradicional.**

Expone cómo funciona el proceso de inversión convencional para poder dilucidar posteriormente las modificaciones que el componente ISR introduce en el mismo. Al mismo tiempo, se explican diversos términos técnicos relativos a las inversiones financieras que aparecerán, luego, en la descripción de los inversores socialmente responsables investigados.

- **Capítulo IV – Análisis de Fondos de pensiones de empleo y de Fondos de reserva para las pensiones.**

Constituye la parte fundamental de la investigación. Consta de dos partes:

1. Descripción y análisis del proceso de inversión de diez Fondos de pensiones de empleo y de cuatro Fondos de públicos de reserva para las pensiones socialmente responsables establecidos en varios países de la OCDE.
2. Presentación agregada de los procesos seguidos por los distintos Fondos.

- **Capítulo V – Conclusiones.**

Enumera y compara los cambios que el componente de responsabilidad social ha introducido en los diferentes inversores analizados y se estudian las razones que han inducido a estas modificaciones.

Resume las conclusiones de estudio y extrae las consecuencias prácticas que, pensamos, podrán ayudar a otros gestores interesados en incorporar restricciones ISR en sus carteras de valores.

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO II. INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES – ESTADO DE LA CUESTIÓN

II.1. Presentación

Dado lo relativamente reciente de la práctica de invertir con criterios de responsabilidad social y de la industria de las inversiones socialmente responsables, se ha considerado apropiado describir, previo al análisis del proceso inversor de los Fondos de pensiones socialmente responsables, el estado de la cuestión de estas inversiones, con el fin de comprender mejor el universo de posibilidades al que se enfrenta esta categoría de inversores.

El presente capítulo describe, en primer lugar, el origen de las ISR, las diferentes definiciones que se le han dado y los tipos de estrategias de inversión consideradas como socialmente responsables. A continuación, se examina el desarrollo actual del sector para lo que se presenta, en primer lugar, muy brevemente la posición de las legislaciones de diferentes países al respecto. Seguidamente, se exponen varias cifras relativas al volumen de inversiones socialmente responsables en el mundo y se describe el estado tanto del análisis como del mercado de las ISR, separado por categorías de activos. El desempeño en términos de rentabilidad y riesgo de las ISR se estudia en el apartado siguiente, donde se analiza la cuestión desde tres perspectivas: primero, los resultados financieros de empresas con un alto grado de RSC. Segundo, se examinan los resultados de las carteras construidas con criterios de responsabilidad social. En tercer lugar, con el fin de discernir el efecto del componente ISR en el desempeño de las inversiones aislándolo de la habilidad del gestor y de los costes, se compara el histórico de los índices de acciones y de obligaciones de empresas socialmente responsables con el de los índices tradicionales representativos del mismo mercado. Finalmente, un estudio de los costes clausura la rúbrica dedicada al estado de la cuestión de las ISR.

Para visualizar mejor el contenido del presente capítulo, al igual que se hace en otros, se presenta la Tabla 5 donde se ha realizado un resumen con la enumeración de los principales temas abordados.

Tabla 5. Contenido del Capítulo II

<p>- Presentación. Breve panorámica del Capítulo.</p> <p>- Definición. Se realiza una sucinta visión histórica del desarrollo de las ISR junto a las definiciones más comunmente utilizadas en su caracterización.</p> <p>- Tipos de estrategias. Revisión detallada de las prácticas más comunes utilizadas por los gestores ISR.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exclusiones. <ul style="list-style-type: none"> ○ Exclusión normativa. • Selección positiva. <ul style="list-style-type: none"> ○ El mejor de su categoría. El mejor del universo (de inversión). El mayor esfuerzo. ○ Fondos temáticos. • Activismo accionarial / Negociación y diálogo. • Integración. • Inversiones <i>Impact</i>. • Fondos solidarios. • Apoyo al desarrollo comunitario. 	<p>- Desarrollo actual de las ISR.</p> <p>Situación de las ISR en los mercados financieros más representativos.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Acciones de mercados desarrollados. • Títulos de mercados emergentes. • Inversiones inmobiliarias. • Renta fija. • Capital riesgo. • Tesorería. • Fondos de inversión libre o fondos <i>hedge</i>. <p>- Desempeño de las ISR contemplado desde tres perspectivas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Empresas individuales. • Carteras de inversión socialmente responsable. • Mercados de títulos ISR: acciones (eurozona, Europa, EE. UU. y m.ercado global) y bonos. <p>- Costes.</p>
--	--

Fuente: Elaboración propia.

II.2. Definición

Como apuntábamos en la Introducción de la tesis, el origen de las ISR se remonta a la discriminación en sus inversiones, por parte de algunos grupos religiosos, de actividades como la producción de tabaco, de alcohol o la industria del juego pues, según su ideología, dañaban el tejido moral de la sociedad. Posteriormente, durante la guerra de Vietnam y en la década de los 80 del siglo XX, se utilizan las ISR como medio de presión contra las empresas involucradas en la guerra y en la política de *apartheid* sudafricana.

En la reciente evolución de las ISR, los factores exclusivamente éticos o ideológicos se van abandonando para concentrarse en el comportamiento social, medioambiental y el gobierno corporativo de las empresas. La práctica actual diferencia las inversiones éticas, que actúan siguiendo un único (o muy dominante) criterio de exclusión, de las Inversiones Socialmente Responsables que, sin abandonar la inspiración ética (entendido en sentido meliorativo como objetivamente deseable) con frecuencia centrada en factores de sostenibilidad, incorporan una más amplia gama de recursos en sus criterios valorativos. No obstante, todavía es frecuente encontrar trabajos que emplean ambos términos como sinónimos.

Los mecanismos de valoración en las ISR varían en función del inversor, existiendo diferencias entre países y organizaciones:

- En Canadá y EE. UU. la definición dada por organizaciones dedicadas a la inversión socialmente responsable no incluye consideraciones éticas en la definición de ISR.
- En el Reino Unido y EE. UU., a diferencia de otros países, las inversiones solidarias, donde parte de la comisión de gestión o de la rentabilidad se destina a proyectos caritativos o sociales y los instrumentos de financiación para comunidades con difícil acceso al crédito, son consideradas estrategias de inversión ISR.
- La OCDE, en su revisión de las iniciativas e instrumentos relacionados con la RSC, describe el punto de vista de algunas organizaciones internacionales donde se consideran las inversiones socialmente responsables como aquellas que incorporan elementos de RSC en lo que a menudo se denomina el enfoque del *triple bottom line*. Este planteamiento propone evaluar las empresas según su impacto en las

comunidades y en el medioambiente, a la vez que se calcula el potencial beneficio económico de la inversión (OCDE, 2008).

II.3. Tipos de estrategias ISR

Las diferentes estrategias ISR son descritas a continuación. Cabe señalar que los inversores socialmente responsables no suelen aplicar sólo una, sino que sus decisiones suelen fundamentarse en la combinación de varias.

- Exclusiones.

Determinadas empresas o sectores de actividad son excluidos basándose en criterios a menudo de carácter ético. Por ejemplo: exclusión de empresas involucradas en la producción, transporte o comercio de tabaco o aquellas relacionadas con regímenes dictatoriales. Puede haber criterios de carácter excluyente o negativo que corresponden con lo generalmente rechazado por la sociedad - armamento, drogas o pornografía infantil - u otros, más controvertidos, que responden a requerimientos de un grupo social importante - energía nuclear, tabaco o tráfico de armas.

El carácter a menudo contenido de los criterios utilizados en las Exclusiones las hace difíciles de aplicar y un gran número de inversores, que actualmente incorporan criterios de responsabilidad social, se decantan por otro tipo de estrategias más centradas en la selección positiva o el activismo accionarial, al considerarlas más pragmáticas y constructivas. Por otro lado, algunos inversores opinan que el excluir sectores de actividad individuales no tiene mayor sentido, pues todas las actividades económicas están estrechamente relacionadas.

En este tipo de estrategia se incluye la Exclusión normativa, que describimos a continuación.

- Exclusión normativa.

Excluye de la inversión a aquellas empresas que no cumplen con ciertas normas emitidas por reconocidas entidades internacionales como la OCDE, la OIT o la ONU.

Esta estrategia, muy extendida en los países del Norte de Europa, posee la ventaja de apoyarse en normas reconocidas internacionalmente, con lo que su adopción es más sencilla que en el caso de las exclusiones de carácter ideológico. Al mismo tiempo, las normas internacionales encajan perfectamente con el concepto de las inversiones socialmente responsables pues, estas últimas, por definición, seleccionan empresas cuyo comportamiento va más allá del respeto de la ley vigente y las normas internacionales que, a pesar de su influencia en la reglamentación de muchos países, siguen siendo normas de voluntario cumplimiento. Por último, existe un buen surtido de normas internacionales adaptables al concepto de socialmente responsable y RSC. De hecho, son utilizadas en muchas de las otras estrategias ISR que veremos a continuación.

- Selección positiva.

Selección de empresas con una elevada RSC o productoras de bienes y servicios considerados beneficiosos para el desarrollo sostenible. Incluye las estrategias El mejor de su categoría, El mejor del universo (de inversión), El mayor esfuerzo y los Fondos temáticos.

Como apuntábamos anteriormente, en la actualidad, gran parte de los inversores ISR prefieren este tipo de estrategias pues las consideran más constructivas: al invertir en las empresas que mayores esfuerzos realizan en el área de la RSC, en cierto modo las recompensan por ello, con lo que las incitan a conservar ese comportamiento y animan a otras a imitarles.

- El mejor de su categoría, El mejor del universo de inversión y El mayor esfuerzo.

Dentro del universo global de inversión o de cada sector de actividad son seleccionadas las empresas líderes en el cumplimiento de ciertos criterios normalmente relacionados con el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo o que realizan progresos visibles con el fin de cumplirlos.

En la estrategia El mejor de su categoría se seleccionan las mejores empresas dentro de cada sector de actividad con lo que se evitan los sesgos sectoriales producidos por el análisis socialmente responsable, que producirían, por ejemplo, una

sobreexposición al sector financiero, muy limpio desde el punto de vista medioambiental y con políticas sociales tradicionalmente muy desarrolladas; por el contrario, el sector energético quedaría desfavorecido a causa de su alto impacto ambiental.

En las estrategias El mejor del universo y El mayor esfuerzo la selección se realiza dentro de un universo de inversión. En la primera, se seleccionan las empresas con mejor RSC mientras que en la segunda se seleccionan aquellas empresas que realizan los mayores esfuerzos para mejorar su RSC.

- Fondos temáticos.

Invierten con una temática relacionada con el desarrollo sostenible y la RSC, por ejemplo, en empresas dedicadas a las energías renovables o en empresas con buen gobierno corporativo.

Veremos más adelante que una de las críticas a estos fondos se refiere a la ausencia de un análisis profundo de la RSC de las empresas que operan en los sectores objetivo. En efecto, al concentrarse en el sector de actividad de la empresa, otros criterios relacionados con la gestión de la misma se soslayan. El organismo europeo de promoción de las ISR Eurosif llega a excluir de la categoría ISR los fondos temáticos que no cuentan con un análisis específicamente ISR de las empresas.

- Activismo accionario / Negociación y diálogo.

Comprende el ejercicio del derecho de Voto y la Negociación y diálogo con las empresas en las que se es accionista, con el objeto de mejorar su RSC.

Estas actividades requieren unos recursos considerables con lo que a menudo están reservadas a los grandes inversores institucionales. Incluso estos últimos en ocasiones se agrupan en la ejecución de la estrategia para compartir los costes y que la actuación conjunta permita ejercer una mayor presión sobre las empresas.

Cabe señalar que, en los últimos años, ha habido una corriente importante de reguladores, especialistas en finanzas, inversores y la sociedad en general, promulgando la responsabilidad de los inversores (sobre todo los grandes inversores y los institucionales) sobre las actividades y el comportamiento de las empresas donde son accionistas. Con esto se les exige el ejercicio del derecho al Voto y un cierto nivel de Negociación y

diálogo. Normas como el *UK Corporate Governance Code* y el *UK Stewardship Code*, publicados en mayo y julio de 2010 respectivamente por el regulador independiente británico *Financial Reporting Council* responden a esta iniciativa.

- Integración

Explícita inclusión de los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en el análisis financiero tradicional.

Esta estrategia, en un estado de incipiente desarrollo, cuenta con un futuro prometedor pues completa el análisis financiero tradicional con elementos que muchos inversores consideran apropiados para estimar la evolución del valor de las inversiones. La estrategia de Integración no parece desvirtuar las carteras con el componente ISR, solo mejorarlas con un análisis más completo, lo que facilita su adopción por parte de aquellos inversores hasta ahora más reticentes a adoptar una política ISR.

Una posible barrera para su desarrollo podría ser lo complejo del análisis, pues medir el impacto de factores ASG en el valor de una inversión es una tarea muy complicada que implica a menudo la cuantificación presente y futura de externalidades y bienes públicos más la consideración de la evolución de la regulación y otros factores, todos extremadamente difíciles de evaluar.

- Inversiones *Impact* (que llamaremos “inversiones con impacto ASG” o “Impacto ASG”).

Inversiones en proyectos que generan un rendimiento financiero a la vez que un impacto social, medioambiental o en el gobierno corporativo positivo. Eurosif, en su estudio europeo de las ISR de 2012 (Eurosif, 2012), incluye los fondos solidarios y las estrategias de apoyo al desarrollo comunitario dentro de esta categoría.

- Fondos solidarios.

Parte de la comisión de gestión o de la rentabilidad generada es dedicada a proyectos caritativos o sociales. Este tipo de fondos no suelen estar gestionados con un filtro ISR y, en opinión de ciertos inversores, esta estrategia está más cerca de la filantropía que del concepto de inversión.

- Apoyo al desarrollo comunitario.

Inversiones dedicadas a conceder financiación a comunidades con difícil acceso a las fuentes de crédito convencionales. Comprenden las microfinanzas y microcréditos, los fondos rotatorios, la participación directa en el capital de empresas de zonas desfavorecidas y los bonos destinados a financiar proyectos de desarrollo.

Las microfinanzas abarcan la provisión de un amplio rango de necesidades financieras a personas en situación de pobreza, microempresas y clientes de bajos ingresos, con lo que comprenden los microcréditos o préstamos para personas humildes y para microempresas. Estos últimos fueron ampliamente desarrollados por el Premio Nobel de la Paz de 2006 Muhammad Yunus, creador del banco Grameen, un banco social de microcréditos fundado en Jobra (Bangladés) en 1976.

En cuanto a los fondos rotatorios, son fondos creados por un grupo de personas habitualmente (aunque no siempre) de bajos recursos, con determinados lazos comunes - profesión, lugar de residencia - en los que cada miembro ingresa periódicamente una cantidad y de los que pueden obtener rotativamente préstamos o donaciones. Se trata, por tanto, de instituciones voluntarias, autónomas de los gobiernos, autosuficientes y con sus propias normas y sistemas de control. Constituyen un mecanismo de financiación común en los países en desarrollo y, en la actualidad, muchos fondos rotatorios cuentan con el apoyo de ONG así como de agencias bilaterales y multilaterales de cooperación, del Banco Mundial y de inversores privados.

De manera general, las estrategias de Exclusión normativa, Selección positiva, Activismo accionarial, Negociación y diálogo, Integración e Impacto ASG exigen la evaluación de las inversiones a partir de un conjunto de factores que, a su vez estarán delimitados por una serie de normas o estándares.

Comenzando con los factores a considerar, el análisis suele centrarse en el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo:

- El análisis medioambiental analiza la política y los sistemas de gestión ambiental, la ecoeficiencia, el respeto de la biodiversidad y la gestión de residuos, entre otros.
- Desde el punto de vista social, se analizan las políticas de recursos humanos tales como los programas para la atracción y retención de talento y de formación, las

prácticas laborales, el respeto de los derechos humanos y de los trabajadores y la filantropía de la empresa, entre otros.

- Finalmente, en gobierno corporativo se estudian los códigos de conducta y anticorrupción, las relaciones con los accionistas, la remuneración de los directivos, la independencia de los órganos de decisión y la política de información a los diversos agentes que cuentan con intereses en la empresa o están afectados por la actividad de la misma.

En cuanto a las normas o modelos a seguir, algunos inversores crean sus propios patrones, pero una gran mayoría se orienta hacia normas emitidas por las organizaciones internacionales, cuyo atractivo reside en que, sin ser de obligado cumplimiento, son aceptadas universalmente. Los inversores que siguen una estrategia de selección normativa explícitamente excluyen a aquellas empresas que incumplen ciertas normas internacionales y, de manera general, las estrategias ISR basadas en criterios relacionados con el desarrollo sostenible o la responsabilidad social contienen alguna referencia a normas internacionales. Utilizar normas internacionales permite un parámetro común de análisis para todas las empresas de una cartera que, por regla general, es internacional. Por último, las empresas en la actualidad son cada vez más internacionales y, por tanto, su comportamiento se analizará mejor con parámetros igualmente internacionales.

II.4. Desarrollo actual de las ISR

El avance de las ISR ha tenido un carácter totalmente voluntario pues las legislaciones nacionales no le son favorables. En ningún país existe obligación explícita de observar criterios de responsabilidad social en las inversiones. Es más, en algunos países como EE. UU. o Japón, se considera que las ISR pueden entrar en conflicto con la responsabilidad fiduciaria de los gestores de fondos, consistente en maximizar la rentabilidad financiera. En la mayoría de los miembros de la Unión Europea y en Australia, los fondos de pensiones y de inversión tienen únicamente la obligación de declarar si las inversiones poseen o no un componente ISR. Dentro de la Unión Europea, hay Estados más favorables a las ISR, como por ejemplo Países Bajos, donde existen ventajas fiscales para las instituciones financieras que invierten en

proyectos “verdes”. En Bélgica se baraja la posibilidad de que los ahorros para las pensiones invertidos en inversiones socialmente responsables tengan una reducción de impuestos.

Sin embargo, a pesar de los pocos incentivos legales que existen en el terreno de las ISR, éstas han alcanzado un tamaño considerable. Según un informe de Eurosif sobre la situación de las ISR, en septiembre de 2010 (Eurosif, 2010), éstas representaban en el mundo 7,6 billones de euros, con el 66% realizada desde Europa, 28% desde EE. UU. y 6% desde el resto de países.

En cuanto al porcentaje de inversiones socialmente responsables sobre el total de inversiones a nivel mundial, la consultora Boston Consulting Group (2010) estimaba que las ISR representaban, en 2009, el 6,3% del total.

El progreso de las ISR ha venido impulsado sobre todo por los inversores institucionales. En 2010 se estimaba que el 75% del total de activos ISR pertenecían a esa categoría de inversores en EE. UU. (Social Investment Forum Foundation, 2012), mientras que en la Unión Europea la proporción se situaba en el 94% en 2011 (Eurosif, 2012). En los últimos años, las grandes fortunas privadas también se han interesado en las ISR, sobre todo en los fondos temáticos.

Por clases de activos, en Europa en 2011, el 51% de las inversiones ISR eran en renta fija, el 33% en acciones, el 7% en monetario y el 9% en inversiones alternativas tales como fondos *hedge*, capital riesgo y materias primas (Eurosif, 2012).

A pesar de su rápido desarrollo, el sector de las ISR es aún bastante incipiente y por el momento posee algunas limitaciones. Las más importantes son las relacionadas con la carencia de análisis y productos en determinadas clases de activos motivada, en ocasiones, por el propio comportamiento de las empresas en determinadas zonas geográficas.

Cabe señalar también que, en ocasiones, los fondos o carteras comercializados como ISR se asemejan considerablemente a los productos tradicionales, como lo señalaba el estudio realizado por el Observatori de les finances ethiques (2010) sobre el panorama de los fondos de inversión colectiva socialmente responsables comercializados en España. En efecto, existen reglas que establecen los requisitos necesarios para clasificar un fondo como socialmente responsable, pero el enfoque del componente ISR puede ser muy variado y, en ocasiones, demasiado sutil. Es por ello que organizaciones como la Asociación europea de

gestores de fondos (EFAMA en sus siglas en inglés) emplazan a los gestores a proporcionar un máximo de transparencia sobre su política ISR, a fin de que los inversores puedan evaluar si la política del fondo corresponde a su nivel de compromiso, así como a sus criterios de responsabilidad social.

A continuación se describe el desarrollo de las ISR específicamente para cada categoría de activo.

II.4.A. Acciones cotizadas de mercados desarrollados

Las acciones cotizadas de mercados desarrollados fueron los primeros integrantes de las inversiones socialmente responsables y es en la actualidad la categoría de activo donde la oferta de análisis y de productos ISR está más extendida. Existen productos de inversión en acciones que adoptan prácticamente todas las estrategias ISR y financieras posibles. Así, por ejemplo, podemos encontrar productos de acciones cotizadas de diversas áreas geográficas y gestionados activamente según una estrategia El mejor de su categoría, fondos que replican un índice de mercado donde la selección de los títulos que componen el índice conlleva criterios ISR, fondos que replican un índice de mercado tradicional² incorporando al mismo tiempo una estrategia de Negociación y diálogo con las empresas o carteras de acciones cotizadas de mercados desarrollados que excluyen determinados sectores.

Asimismo, dentro de la renta variable, suelen incluirse los fondos temáticos que invierten, bien en acciones de empresas de uno o varios sectores de actividad ligados al desarrollo sostenible: energías renovables, agricultura sostenible, tratamiento de residuos, preservación de los bosques y tratamiento de agua, entre otros ejemplos. También pueden invertir con un criterio ISR, por ejemplo el gobierno corporativo, de modo que estarán compuestos por empresas (de varios sectores de actividad) donde el gobierno corporativo es de alta calidad.

Los fondos temáticos del primer tipo se caracterizan por una fuerte volatilidad pues no cuentan con la reducción de riesgo que proporciona la diversificación sectorial. Al mismo tiempo, los sectores relacionados con el desarrollo sostenible son altamente volátiles, con formación de burbujas bastante frecuentes y una regulación cambiante que les afecta

² En la gran mayoría de índices de mercado tradicionales la selección de los títulos que componen el índice se basa en la capitalización bursátil de las empresas que componen el índice.

considerablemente. Aparte de estas características que no los diferencian de los fondos de acciones (generales) ISR, estos fondos en ocasiones son rechazados por los inversores ISR sobre todo debido a algunas insuficiencias en la profundidad del análisis y en los filtros utilizados en la selección de las inversiones:

- Concerniente al alcance del análisis, se apuntaba durante la descripción de las estrategias ISR que el análisis de la RSC de las empresas donde los fondos temáticos invierten no se hace de forma sistemática; únicamente la pertenencia a un sector considerado como sostenible da acceso al fondo.
- En cuanto a los criterios de selección de inversiones, si bien la condición para incluir una determinada empresa es, a menudo, el que toda o parte de su actividad esté involucrada en los sectores de referencia del fondo, puede ocurrir que las empresas seleccionadas tengan una relación bastante lejana del sector objetivo. Esto es debido a que los gestores desean dotar de liquidez al fondo y, como a menudo las empresas involucradas en los sectores relacionados con el desarrollo sostenible son empresas con una capitalización bursátil reducida, esto disminuye su liquidez y con ello su atractivo para los gestores de fondos que acaban invirtiendo en empresas más grandes pero alejadas del sector objetivo.

El tipo de cliente de estos fondos es con frecuencia institucional aunque en los últimos años las grandes fortunas han mostrado un creciente interés. La composición de los inversores puede depender de la política comercial del gestor. Por ejemplo, según publicaba el semanario francés especializado en finanzas L'Agefi Hebdo (2011) en un capítulo dedicado a los fondos temáticos, los fondos de la gestora suiza Pictet sobre el agua y la agricultura cuentan con 60% de clientes institucionales, su fondo dedicado a los bosques el 90%, mientras que en el fondo de las energías limpias únicamente el 40% de sus suscriptores son instituciones. Por otro lado, la gestora Union Financière de France comercializaba este tipo de fondos entre su clientela de particulares - que representa el 90% del total - con una gran aceptación.

II.4.B. Mercados emergentes

La oferta de productos ISR en mercados emergentes es sensiblemente inferior a la de otras zonas geográficas. Esto se debe, entre otros factores, a que, tradicionalmente, se ha asumido que las empresas de mercados emergentes tienen un nivel bajo de gestión medioambiental, de política social y de gobierno corporativo, unido a una falta de

transparencia en lo que concierne su política de RSC. Sin embargo, la situación parece estar cambiando. Desde la perspectiva de la empresa individual, se aprecia una preocupación creciente en los temas de RSC, como lo muestran los estudios citados a continuación.

El informe de la OCDE de 2005 sobre la RSC en los países considerados emergentes (Baskin y Gordon, 2005), mostraba ya un importante desarrollo de la cuestión, aunque con grandes diferencias entre sectores y regiones.

Por su parte, Tozer (2006) examinaba la situación relativa a las cuestiones ASG de 50 empresas de mercados emergentes, concluyendo que la inmensa mayoría incluía algunos de estos aspectos en la información societaria, e incluso algunas empresas lo hacían de modo significativo. Sin embargo, este informe también mostraba que, en las evaluaciones realizadas dentro de la estrategia El mejor de su categoría, las empresas de mercados emergentes tenían una peor calificación que las de mercados desarrollados en aquellos sectores que contaban con un suficiente número de empresas en la muestra para considerar las comparaciones válidas, es decir, petróleo/gas, telecomunicaciones, sector químico y banca.

Esta peor calificación ISR de las empresas de mercados emergentes puede explicarse por el conjunto de factores seleccionados para el análisis. Como apuntaba Persaud (2003), en su análisis de cómo las ISR podían contribuir a financiar el desarrollo, es más complicado para las pequeñas empresas del mundo emergente cumplir ciertos criterios ISR que para las grandes corporaciones de los países desarrollados. Según un estudio de la Corporación Financiera Internacional y los analistas ISR Ethos y Sustainability (2002), basado en más de 240 empresas en 60 países, las cuestiones medioambientales y la gestión de recursos humanos constituyen las áreas de acción en RSC más importantes de las compañías de mercados emergentes. En cuanto al gobierno corporativo, la situación es menos prometedora, como también lo muestra la agencia de notación ISR Governance Metrics International (2006) en un informe que publicaba las evaluaciones en RSC de 3.800 compañías globales. Dicho informe revelaba que, en el área del gobierno corporativo, 321 empresas de 25 países emergentes conseguían una calificación de 4,3, considerablemente inferior al 6,5-7 de media para el conjunto de empresas analizadas en el mundo. En algunos mercados emergentes como Brasil, un número significativo de accionistas no posee derecho de voto asociado a sus acciones y, de manera general, el ejercicio del derecho al voto está muy limitado.

Desde el punto de vista del volumen de inversión socialmente responsable en países emergentes, las cifras muestran un incipiente desarrollo. Según un estudio publicado por la consultora Mercer y la Corporación Financiera Internacional (Birgden y otros, 2009) sobre la incorporación de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la inversión en países emergentes, en junio de 2008 había 300.000 millones de dólares estadounidenses invertidos en acciones ISR en mercados emergentes, lo que representaba el 10% del total. Estas cantidades, sin embargo, hay que considerarlas con prudencia pues únicamente 50.000 millones pertenecen a fondos específicamente etiquetados como socialmente responsables o sostenibles, el resto son inversores que declaran tener en cuenta factores ISR en el análisis.

La respuesta, por el lado de la oferta, a la pregunta de por qué las ISR no están más extendidas en los mercados emergentes tiene relación con el plazo que cualquier sector necesita para desarrollarse. Las ISR nacieron en los países desarrollados y su expansión hacia los países emergentes requiere un cierto tiempo, sobre todo cuando las dos zonas son tan diferentes. La falta de productos ISR en mercados emergentes se explica también por el propio negocio de gestión de activos, en el cual es necesario alcanzar un tamaño crítico para poder cubrir los costes fijos de gestión, y pocos son los gestores ISR que poseen una red de distribución capaz de proporcionar suficientes fondos para justificar el desarrollo de un sector naciente. Algunos inversores ISR, ante la escasez de oferta de productos y ante su incapacidad de desarrollar un análisis ISR propio en mercados emergentes, invierten en empresas multinacionales de mercados desarrollados con actividades en mercados emergentes y con altos estándares de comportamiento sostenible en sus operaciones en estos países.

Por el lado de la demanda, al ser la exposición a los países emergentes de los inversores relativamente reciente y menor, hay menos demanda. Otro factor que justifica esta reducida demanda es que los inversores asocian los mercados emergentes con problemas de corrupción, escasez de información, marco jurídico ineficiente, protección inadecuada del inversor, mercados financieros ilíquidos, gran volatilidad y alto riesgo político. Finalmente, puede añadirse que la falta de un histórico que permita evaluar tanto la rentabilidad de las ISR en mercados emergentes como la calidad de los gestores de esta categoría de activos también limita la demanda.

Por último, en lo que concierne a las expectativas de futuro, hay opiniones optimistas como la que expresan la Corporación Financiera Internacional y la empresa Enterprising

Solutions Global Consulting (Bayón y otros, 2003), en un informe sobre las perspectivas de desarrollo de las ISR en los mercados emergentes. Afirman que, aunque no ven probable un crecimiento rápido, las perspectivas de desarrollo se perfilan sólidas, en especial por el lado de los inversores institucionales, animados por una rentabilidad prometedora de la inversión en esta zona, una evolución favorable del marco regulador en estos países y la práctica cada vez más extendida de introducir criterios ISR en las carteras. Por el lado de las expectativas más cautas destaca un estudio realizado en junio de 2009 por el EMDP y EIRIS (EMDP y EIRIS, 2009) donde se señala la falta de distribución de información relevante para el análisis ISR por parte de las empresas como el mayor desafío al que se enfrenta el desarrollo de las actividades ISR en los mercados emergentes. Esta falta de transparencia podría disminuir la confianza del inversor y llevarle a reducir su exposición, lo que reduciría la demanda y, consecuentemente, las posibilidades de desarrollo del sector.

II.4.C. Inversiones inmobiliarias

Las inversiones inmobiliarias engloban la compra-venta directa de edificios, solares, locales y centros comerciales o residencias de la tercera edad, la inversión en empresas cotizadas dedicadas al negocio inmobiliario y en productos de renta fija emitidos por estas mismas empresas u otros basados en créditos inmobiliarios.

Como en el caso general de las ISR, el concepto de Inversión Inmobiliaria Socialmente Responsable (IISR) iría más allá del simple cumplimiento de la legislación vigente con el objetivo final de mejorar el impacto social y medioambiental de los inmuebles a lo largo de su ciclo de vida. Sin embargo, esta definición no es fácil de aplicar, pues en las empresas inmobiliarias, además del análisis socialmente responsable de su gestión puramente empresarial, se considera fundamental analizar las características de sostenibilidad de los bienes con los que operan. Para ello, existen leyes, normas, etiquetas, certificados e índices que, por supuesto, son útiles para esta evaluación, pero los estándares no están bien definidos, quedan todavía muchos elementos subjetivos y existe una escasez de oferta evaluadora que repercute directamente en la penuria de productos inmobiliarios socialmente responsables.

Hasta ahora, las IISR no contaban con ningún incentivo para desarrollarse y vivían encerradas en lo que Cadman y Topping (1995) denominaron el “círculo de reproches”. Así, los usuarios decían: “nos gustaría disponer de edificios sostenibles pero no hay prácticamente nada en el mercado”, los constructores: “podemos construir edificios sostenibles pero los

promotores no los demandan”, los promotores: “haríamos desarrollos de edificios sostenibles pero los inversores no están dispuestos a pagarlos” y finalmente los inversores: “financiaríamos edificios sostenibles pero no hay ni demanda ni oferta”.

Ha habido otros factores coyunturales del sector inmobiliario que no han ayudado al avance de la parte socialmente responsable del mismo:

- El extraordinario dinamismo de años recientes, que no parecía necesitar vías de desarrollo alternativas.
- El carácter cortoplacista que han tenido las inversiones inmobiliarias, pues los beneficios de la sostenibilidad son a largo plazo.
- Percepción de un riesgo más alto en los edificios socialmente responsables, debido sobre todo al desconocimiento de los mismos.

Algunos inversores operan directamente en propiedades calificadas como “verdes” o en vivienda social. No obstante, este tipo de inversiones directas en inmuebles no está al alcance de todos, pues necesitan un elevado umbral de recursos, una gestión especializada y, a menudo, no cumplen los requisitos de transparencia y liquidez de muchos inversores. Existen algunos fondos de inversión colectiva que trabajan directamente en propiedades con altos estándares de sostenibilidad, en edificios que son gestionados de un modo sostenible o en promociones en zonas de reconversión urbana. El inconveniente de estos fondos es que están poco diversificados, lo que aumenta su riesgo y que son de reciente creación, lo que limita el análisis de la habilidad de la gestora.

Una fórmula interesante dentro de las IISR son las hipotecas socialmente responsables, de las que se han desarrollado varios tipos: aquellas destinadas a financiar viviendas construidas o renovadas con criterios de eficiencia energética, hipotecas para la construcción de edificios en áreas de desarrollo urbanístico o las que financian la instalación de fuentes de energía renovables. En EE. UU., la Asociación Federal de Hipotecas (más conocida como Fanny Mae) introdujo este tipo de hipotecas hace 30 años sin demasiado éxito. El Grupo Financiero Indigo (EE. UU.) las concede para la compra de viviendas con la etiqueta llamada *Energy Star*, que garantiza una cierta eficiencia energética en la construcción y/o gestión del edificio. El argumento económico de estas hipotecas es que, a pesar de que la inversión inicial suele ser superior debido a la introducción de medidas de ahorro energético, el ahorro en facturas de electricidad, combustible de calefacción y agua permitirá al prestatario disponer de mayor

renta para pagar el crédito. Han sido criticadas porque al final se concedían mayores préstamos, lo que incentivaba la compra de casas más grandes, con el consiguiente derroche global de recursos.

¿Cuál podría ser el potencial de las IISR en el futuro? Quizá el desarrollo del sector ISR en el que parece que se ha volcado el segmento de la inversión institucional, con horizontes de inversión más largos en promedio, puedan contribuir al desarrollo de las IISR. Por otro lado, la falta de inversiones en vivienda en zonas de minorías marginadas y de bajos ingresos están siendo prioridad de muchas políticas sociales, lo que está generando políticas de promoción en el ámbito gubernamental o, dicho de otro modo, un cierto tipo de IISR están siendo promovidas cada vez más por los gobiernos. Sin olvidar los subsidios relacionados con las energías renovables, íntimamente ligadas al sector de la construcción sostenible. Finalmente, la intención por el lado de la oferta parece positiva, como lo muestra una encuesta llevada a cabo por el *Urban Land Institute* de EE. UU. a ejecutivos del sector inmobiliario³. Mostraba como conclusión que el 80% tenían el compromiso de ir más allá de los requerimientos legales en materia de medioambiente y el 90% de los encuestados ponía las IISR como parte fundamental de su estrategia de expansión. El 57% de los participantes en la encuesta hablaban ya del ahorro – energético y de agua - y el reciclaje como las estrategias más utilizadas en las propiedades que poseen o gestionan y el 43 % afirmaban que, en su planificación estratégica, los factores sociales y medioambientales eran importantes (Pivo, 2008).

II.4.D. Renta fija

La renta fija comprende los bonos, obligaciones, letras del tesoro y otros instrumentos que proporcionan un rendimiento fijo y/o establecido de antemano. Estos productos son emitidos por gobiernos nacionales, regionales y locales (deuda pública en general), instituciones financieras internacionales⁴ y empresas (deuda corporativa).

Como hemos visto en la repartición de clases de activos ISR, la renta fija es la más abundante (55% de los activos ISR en Europa en 2011). Esto es debido a que los inversores

³ Esta encuesta fue llevada a cabo entre noviembre de 2006 y enero de 2007 por el experto en IISR Gary Pivo. Fue enviada a 1.500 consejeros o directores de inversiones inmobiliarias de fondos de pensiones estadounidenses que invierten en inmobiliario, sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, gestores de fondos y compañías de desarrollo inmobiliario.

⁴ Se pueden también incluir dentro de la deuda pública.

institucionales, los grandes actores del mercado ISR, tienen carteras de deuda considerables (sobre todo estatal o pública), por cuestiones de percepción del riesgo, políticas o de regulación.

En el caso de las inversiones en instrumentos de renta fija, el filtro ISR puede establecerse en los emisores, en el proyecto a financiar con los fondos recaudados o en los dos.

Dado el diferente impacto y características de los factores ISR en la selección de títulos de deuda pública y corporativa, las analizaremos separadamente.

II.4.D.i. Deuda pública

En lo que concierne al análisis ISR de los emisores de deuda pública, la crisis financiera que comenzó en 2007 y la crisis de la deuda de los países periféricos de la zona euro de 2010-2012, han puesto de manifiesto que la evaluación financiera tradicional resulta insuficiente y que un análisis complementario de temas como el buen gobierno de los emisores ayudará a un análisis más consistente de su solvencia. Respecto al análisis ISR de las emisiones, algunos bonos se emiten para financiar proyectos claramente identificados y, por tanto, el contenido es fácil de analizar desde el punto de vista ISR, mientras otras emisiones son más generales y difíciles de evaluar.

El análisis ISR de la renta fija plantea ciertos desafíos sin resolver y su calidad es aún básica. El centro de investigación ISR francés Novethic (2010), en un estudio sobre la evaluación ISR de la deuda estatal, presentaba el caso heleno. Aparentemente, antes de que se evidenciaran los problemas financieros de Grecia, el país contaba con una mala nota ISR por problemas ligados al buen gobierno, mientras que su nota financiera permanecía elevada desde la entrada de este país en la zona euro. Cuando la trama de la manipulación de sus cuentas salió a la luz, la nota financiera se deterioró, el precio de estos títulos cayó y su riesgo aumentó considerablemente. Sin embargo, los gestores que Novethic interroga en su estudio responden que la mala nota ISR no identificaba el problema principal de manipulación de cuentas, lo que confirma que el análisis ISR de la deuda pública en la actualidad no es lo suficientemente exhaustivo.

La subjetividad presente en general en el análisis ISR dificulta sustancialmente el desarrollo de los productos de renta fija pública socialmente responsables. El referencial de valores, la importancia de una de las dimensiones del análisis ISR con relación a las otras y la

sensibilidad a ciertos temas difiere entre países y culturas. Por ejemplo, un inversor francés no excluiría los países donde la energía nuclear está permitida o promocionada por sus gobiernos pero excluiría aquellos donde existe la pena de muerte, lo que probablemente no haría un inversor estadounidense. Es precisamente el caso del Fondo de pensiones para los funcionarios franceses ERAFP, que excluye la deuda de los gobiernos de EE. UU. y Japón a causa de la pena de muerte y que plantea la cuestión de si un inversor público podría llegar a excluir la deuda de su propio país. Al mismo tiempo, podemos preguntarnos si son los inversores los que deben juzgar la responsabilidad social de un Estado y no los electores (en las democracias). Es más, los electores pueden creer que su sistema es correcto, pero el análisis ISR (externo) no estar de acuerdo.

Los inversores intentan evitar la falta de consenso sobre los criterios a adoptar para la selección/exclusión de títulos utilizando referenciales de organismos intergubernamentales o de las ONG, como por ejemplo el índice de percepción de la corrupción publicado por la ONG Transparency International. El análisis a partir de estos indicadores tiene el inconveniente de que no deja mucho margen a la percepción del gestor/analista ISR y que provoca un sesgo hacia los países más desarrollados. Este último argumento da lugar a la cuestión de si no se debe, como inversor responsable, apoyar el desarrollo de las economías más débiles - no necesariamente mejor valoradas desde el punto de vista de las ISR-, a través de la financiación de su deuda. Con el fin de limitar este sesgo, algunos inversores aplican un enfoque El mejor de su categoría, considerando que las categorías son los países con un desarrollo similar. Otros ponderan los criterios ISR en función del nivel de desarrollo del país.

Aparte de las dificultades que los inversores de renta fija pública encuentran para establecer los criterios de selección y/o exclusión de títulos, existen otras relativas a la estrategia de Negociación y diálogo con los emisores. En el caso de la deuda estatal es más complicado poner en práctica esta estrategia ya que, por un lado, los volúmenes de deuda emitida por un país son demasiado grandes para que un inversor tenga una influencia retirando de su cartera los títulos del país que no se compromete a cambiar su comportamiento. Por otro lado, es difícil organizar la acción conjunta de los inversores puesto que, como apuntábamos anteriormente, es complicado aunar criterios. Además, los grandes inversores institucionales se resisten a excluir ciertos Estados (como resultado de una Negociación malograda) ya que necesitan poder comprar su deuda por razones políticas y financieras. De

la misma forma, su política financiera les fuerza a menudo a conservar los títulos de deuda hasta su madurez.

Otro impedimento que tradicionalmente se ha producido para la implementación de una estrategia de Negociación y diálogo es la falta de interlocutor en los emisores de deuda pública. Esto parece solventarse un poco desde la crisis de 2007-2009 donde, debido al alto endeudamiento de los Estados, las agencias que venden la deuda gubernamental se esfuerzan por contestar a las preguntas cada vez más numerosas de los inversores sobre asuntos relacionadas con la utilización de los recursos. De hecho, algunos emisores hacen emisiones con objeto de financiar proyectos directamente ligados al desarrollo sostenible; por ejemplo, la Corporación Financiera Internacional emitió en abril de 2010 sus Bonos Verdes destinados a impulsar proyectos ligados a las energías renovables, el ahorro energético y la protección del medioambiente.

De cara a todas estas dificultades, numerosos inversores ISR, al invertir en renta fija, obvian el análisis ISR de los títulos. Como señala el *Observatori de les finances ethiques* (2010) en el estudio anteriormente mencionado sobre el panorama de los fondos de inversión colectiva socialmente responsables comercializados en España, un porcentaje muy significativo de los fondos ISR comercializados en España están invertidos en deuda soberana que no está evaluada desde la perspectiva de la responsabilidad social. La misma constatación hacia Novethic (2010) en un documento que trataba sobre la forma de evaluar y seleccionar la deuda estatal. Novethic observa que los gestores de renta fija están ya muy limitados por las restricciones del universo de deuda soberana resultado del análisis financiero, y carecen de motivación para restringir aún más ese universo con el análisis ISR. Algunos gestores consideran que los países de la OCDE o de la Unión Europea deberían estar conformes a los criterios ISR casi por defecto. Sin embargo, en el índice de percepción de la corrupción de Transparency International (2010), Grecia (miembro de la OCDE y de la Unión Europea) aparece en el septuagésimo octavo lugar y Méjico (miembro de la OCDE) en el nonagésimo octavo puesto (de los 178 Estados clasificados).

Para acabar con el examen de la deuda pública, merece la pena considerar en qué situación estaría la deuda de los organismos supranacionales y de los gobiernos locales. Dentro de los primeros, hay organizaciones como el Banco Mundial o el Banco Europeo de Inversiones (BEI), cuya propia naturaleza implica una gran connotación de desarrollo sostenible y, por tanto, ni ellos ni su deuda son evaluados. Sin embargo, ha habido proyectos

financiados por la BEI que han sido criticados por las ONG por su impacto negativo sobre las comunidades locales. En cuanto a la deuda municipal y regional, la cuestión es si debe ser equiparada a la deuda del Estado al que pertenecen ya que en ciertos países estas instituciones tienen un gran margen de maniobra que les puede llevar a divergir considerablemente de la política del Estado central.

II.4.D.ii. Deuda corporativa

En la inversión de deuda emitida por empresas, los inversores siguen la misma línea de análisis y selección de emisores que para las acciones y lo completan, en ocasiones, con el estudio de los proyectos financiados con la deuda. Pueden encontrarse numerosos fondos que invierten en deuda de empresas previamente seleccionadas con un filtro ISR. Estos coexisten con los fondos temáticos de inversión en deuda privada que cuentan con un objetivo de inversión ISR, como invertir en deuda de empresas que productoras de bienes o servicios destinados a aumentar la calidad de la vida, o bien deuda de empresas centradas en una actividad considerada beneficiosa para el desarrollo sostenible. Por ejemplo, la gestora de activos *JPMorgan Chase & Co* y la compañía proveedora de información extra financiera *Innovest Strategic Value Advisors* crearon en 2007 un índice de deuda de empresas (*JENI Carbon Beta*) donde se ponderaban los bonos en función de si su emisor es capaz de aportar soluciones al calentamiento de la tierra y mitigar el cambio climático (*JPMorgan Chase & Co*, 2007).

II.4.E. Capital riesgo

El capital riesgo consiste en la toma de participaciones en una empresa no cotizada en mercados financieros. En español, el término capital riesgo define el conjunto de esta actividad, si bien existen diferencias entre el tipo de operaciones financiadas: proyectos empresariales que se encuentran en fases tempranas de su desarrollo, inversión en empresas ya consolidadas, operaciones de financiación de la compra de una empresa por sus directivos, compra de empresas en dificultades con el fin de volverlas rentables y venderlas o capital privado o informal para proyectos generalmente de pequeño tamaño.

Los inversores pueden incluir el capital riesgo en sus carteras a través de la inversión directa e individual en proyectos o empresas, en fondos especializados que agrupan varios inversores y varios proyectos o en fondos de fondos.

La inversión en capital riesgo tiene la particularidad de que su liquidez es muy limitada (el capital invertido suele estar bloqueado por diez años como mínimo). Al mismo tiempo, la relación entre el inversor y el equipo de gestión de las empresas invertidas es muy estrecha al ser la participación en el capital muy representativa. El rendimiento esperado de este tipo de inversión es mayor que el de las acciones de empresas cotizadas debido a la iliquidez y al hecho de que el capital riesgo es habitualmente invertido en empresas relativamente recientes y de sectores innovadores, con un potencial de crecimiento importante y que conlleva un mayor riesgo (a compensar con una mayor rentabilidad).

Las inversiones ISR en capital riesgo han experimentado un crecimiento considerable en los últimos años, con 1.250 millones de euros de fondos comprometidos en inversiones de capital riesgo ISR en 2006 en Europa, contra 20.000 millones de euros percibidos por empresas de capital riesgo tradicionales, es decir, el 6% del mercado de capital riesgo (sin contar los *management buyout*⁵) eran ISR (Eurosif, 2007).

Dentro de las estrategias más utilizadas en el capital riesgo socialmente responsable destaca el enfoque temático, es decir, la inversión en sectores relacionados con el desarrollo sostenible. Los temas incluyen generalmente: medioambiente (energías renovables o gestión de residuos), comercio justo, cuidados de las personas (hospitales o residencias geriátricas) o la inversión en empresas que contribuyen al desarrollo de comunidades desfavorecidas. Este tipo de enfoque en el capital riesgo se enfrenta a uno de los mismos inconvenientes de los fondos temáticos ISR de empresas cotizadas: la selección se suele focalizar en el producto o servicio ofrecido por la empresa sin tener en cuenta consideraciones ISR de las empresas donde se invierte.

Por otra parte, la estrategia de Selección positiva de empresas según su nivel de RSC no se ha desarrollado demasiado debido a su elevado coste pues el análisis se debe hacer *ad hoc* (la gran mayoría de análisis disponibles se concentra sobre empresas cotizadas).

Finalmente, dado el acercamiento entre inversor y gestor, el ISR en el capital riesgo encuentra sus mayores posibilidades de desarrollo con las estrategias de Negociación y diálogo con las empresas, especialmente en el área del gobierno corporativo. Además, el extenso horizonte temporal de este tipo de inversión apoya estas prácticas pues permite su

⁵ El *management buyout* consiste en la adquisición por parte de los empleados de una parte del capital de la empresa.

seguimiento. En un estudio realizado por el centro de investigación ISR francés Novethic y la sociedad de inversión AXA Private Equity (2009) sobre las prácticas ISR en los inversores de capital riesgo franceses, el 86% de los inversores que integraban prácticas ISR en la gestión declaraban que el diálogo directo con las empresas invertidas era una práctica corriente. Una buena táctica sería liberar los fondos comprometidos⁶ en función de la obtención de ciertos objetivos ligados a las ISR. Cabe señalar que cuando la inversión se hace a través de fondos de fondos, el inversor pierde parte de ese poder de negociación.

El desarrollo del sector del capital riesgo dentro de las ISR se encuentra limitado debido a que se le acusa de buscar sistemáticamente el beneficio inmediato en perjuicio de consideraciones de desarrollo a largo plazo, tan características de las ISR. También se les acusa de reestructurar las empresas participadas con el fin de venderlas con mayor beneficio sin tener en cuenta factores de orden social. Al mismo tiempo, las empresas no cotizadas tienen unas obligaciones de información mucho menos exigentes que las empresas cotizadas, lo que limita la transparencia, tan apreciada en el mundo ISR.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que el capital riesgo cuenta con ciertas características que le impiden desarrollarse en el terreno ISR al mismo ritmo que las empresas cotizadas. Así lo señalaba Novethic (2009a) en su Nota sobre la integración de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en las inversiones de capital riesgo. Primero, porque suelen ser empresas pequeñas y jóvenes con pocos medios a dedicar para la creación y mantenimiento de un puesto como responsable ISR y a la comunicación sobre estos temas. Segundo, no existe un referencial común de empresas no cotizadas en el que basarse para efectuar comparaciones. Por último, el modelo comúnmente utilizado de financiación del análisis ISR se basa en imputar el gasto del análisis al inversor y no al emisor (como en el análisis financiero tradicional). Esto implica que cuanto más concentrado está el capital de una empresa, como es precisamente el caso del capital riesgo, más costoso es este análisis para el accionista.

Una posibilidad de desarrollo puede surgir del hecho de que muchas sociedades de capital riesgo pertenecen a grupos que se han fijado objetivos corporativos de desarrollo sostenible, con lo que su actividad de capital riesgo probablemente desarrollará modos de

⁶ Una práctica común en el capital riesgo es que el inversor se comprometer a aportar una cierta cantidad de fondos a medida que el gestor los va necesitando.

incorporación de dichas cuestiones. Otra vía de expansión se presentará del lado de la demanda, pues los inversores están demandando progresivamente tener en cuenta los factores ISR, con lo que los oferentes del capital riesgo deberán integrarlos en su gestión con el fin de poder responder a esta demanda.

En definitiva, la incorporación de criterios ISR en el sector del capital riesgo está menos implantada y cuenta con menos medios en la actualidad que otro tipo de inversiones. No obstante, existen varias iniciativas interesantes de integración de factores ISR en el capital riesgo:

- En el ámbito internacional, 96 signatarios de los PRI son sociedades de capital riesgo y la red de inversores internacionales que trabaja para poner en práctica los PRI cuenta con una sección de capital riesgo que incluso ha publicado unas líneas directrices propias⁷.
- En 2002, la Asociación europea para la inversión en capital riesgo (EVCA en sus siglas en inglés) publicó un primer estudio sobre el impacto medioambiental y social del capital riesgo en Europa (EVCA, 2002).
- El Informe Walker instaba a las sociedades de capital riesgo británicas a mostrarse más transparentes publicando el impacto medioambiental y social ligado a sus inversiones (Walker, 2007).
- La Asociación francesa de inversores en capital riesgo (AFIC en sus siglas en francés) publicó en junio de 2008 un memorándum invitando a los signatarios a tener en cuenta los criterios ASG de las empresas en las que invierten (AFIC, 2008).
- Finalmente, la *UK Company Act*⁸ de 2006 (revisada en 2008) aumentó las obligaciones de transparencia sobre los temas ISR de las sociedades no cotizadas del Reino Unido.

II.4.F. Tesorería

En esta categoría de activo, el plazo de las inversiones es más corto y los instrumentos de gestión están limitados, en principio, a cuentas corrientes y de ahorro, depósitos bancarios,

⁷ UNEPFI y Pacto mundial de la ONU *Responsible Investment in Private Equity – A guide for Limited partners*, 2009. Disponible en <http://www.unpri.org/files/PE%20LP%20Guide%20FINAL.pdf>

⁸ Normativa emitida por el Parlamento británico que constituye la base de la ley de Sociedades del Reino Unido.

certificados de depósito, cesiones, letras del Tesoro y pagarés, bonos y cédulas hipotecarias a vencimientos cortos. La tesorería también se invierte en fondos de inversión colectiva del mercado monetario - que a su vez invierten en los productos mencionados - o en los llamados monetarios dinámicos y productos estructurados, que pueden incorporar un riesgo de naturaleza diferente al invertir en instrumentos fuera de la gama clásica de la gestión de tesorería: acciones, divisas, materias primas, derivados, fondos de inversión libre o fondos *hedge*, con un objetivo de rendimiento estable y moderado.

El proceso de selección ISR de títulos del mercado monetario es, en general, similar al de la gestión ISR de la renta fija y, como en el caso de esta última, puede observarse una gran diversidad en el grado de aplicación del componente ISR a los productos monetarios. En ocasiones, el análisis ISR de la gestión monetaria ignora el análisis de los factores ligados a la responsabilidad social, pues estos factores se consideran irrelevantes en el marco de una gestión a corto plazo. De este modo, ciertos gestores ISR monetarios se permiten incluir un minoritario porcentaje de títulos sin nota ISR (algunos llegan al 50%) o excluyen los títulos no evaluados desde el punto de vista de la responsabilidad social. Otros consideran que las filiales se benefician de la misma nota ISR que la casa matriz (lo que puede ponerse en duda) y, para el caso de las empresas públicas, hay gestores que aplican el principio de que si es propiedad al 100% del Estado y el Estado es seleccionado, la empresa pública también lo será.

Otro rasgo destacado de la gestión monetaria es que muchos de los títulos elegibles son emitidos por entidades registradas en paraísos fiscales, considerados poco compatibles con los principios de las ISR. Según el centro francés de investigación ISR Novethic, en un documento publicado en 2009 sobre la gestión monetaria ISR, a 31 de marzo de 2008, las Islas Caimán era la segunda jurisdicción por número de emisores de deuda, aparte de las entidades supranacionales y después de EE. UU. (Novethic, 2009b). Sin embargo, los gestores de fondos monetarios no parecen estar inclinados a tomar una posición al respecto y, sobre una muestra de 13 fondos monetarios ISR franceses analizados en este estudio, los títulos emitidos por emisores registrados en paraísos fiscales ocupaban posiciones destacadas.

En cuanto al grado de desarrollo del análisis ISR en los productos monetarios, el informe elaborado por Novethic anteriormente citado, apuntaba que el análisis ISR del mercado monetario estaba por desarrollar, no solo con el fin de aumentar el universo de empresas evaluadas, sino que también sería conveniente analizar el uso que se hace de los fondos captados por el emisor de los títulos de tesorería.

Otra de las posibilidades que ofrece el análisis ISR aplicado a los productos monetarios se orienta hacia la creación de depósitos en entidades especializadas en aplicar consideraciones sociales y medioambientales a sus transacciones financieras: concesión de créditos inmobiliarios a familias de ingresos reducidos, financiación de empresas en comunidades socialmente conflictivas, financiación de proyectos medioambientales, mejora de los servicios sociales comunitarios, entre otros ejemplos. En EE. UU., a este tipo de entidades se las denomina *Community Development Finance Institutions* (CDFIs). Ejemplos de estas entidades son Triodos Bank en los Países Bajos o ShoreBank en EE. UU. Existen también fondos de inversión colectiva que invierten en este tipo de bancos, por ejemplo, el *National Community Investment Fund* de EE. UU.

Otra opción de inversión en tesorería ISR son los depósitos en bancos con una RSC elevada, tanto en la gestión interna como en la naturaleza de los proyectos que financian. Para identificar estas instituciones pueden consultarse los signatarios de los *Principios del Ecuador* o analizar el objetivo de la actividad del banco en general o de sus actividades en particular. En el análisis de los aspectos sociales, cabe destacar la referencia de la *Community Reinvestment Act* (Ley de financiación comunitaria - CRA en sus siglas en inglés) de EE. UU., creada con el fin de asegurar que los bancos sirvan a todos los segmentos de la población en su área geográfica de influencia. Todos los bancos en EE. UU. están obligados a incluir, en la publicación de sus resultados, las actividades relacionadas con la CRA. Estas declaraciones pueden ayudar al inversor monetario ISR a determinar hasta qué punto los bancos realizan actividades y servicios a los segmentos de la población más desfavorecidos. En cuanto a proyectos medioambientales, un buen ejemplo es el del banco americano CitiBank que, en 2007, anunció la consagración de proyectos multimillonarios a actividades “verdes”.

Los fondos de inversión colectiva monetarios constituyen una buena alternativa a los depósitos bancarios pues su tamaño permite diversificar los emisores y, al mismo tiempo, el gestor es un profesional que puede poner en práctica estrategias de maximización de rentabilidad y reducción del riesgo. Los fondos monetarios están compuestos principalmente de deuda a corto plazo; es decir, títulos de deuda de madurez entre un día y un año, emitida por tres tipos de actores: el Estado, las empresas y las instituciones financieras. Este tipo de productos constituyen un refugio en épocas de “huida” de los activos arriesgados y experimentaron un fuerte crecimiento desde la caída de los mercados de títulos más volátiles a consecuencia la crisis entre 2007-2009. Al mismo tiempo, a raíz de esta crisis, los fondos

monetarios ISR han ganado credibilidad pues el análisis ISR, por su deber de evaluar el emisor y/o el producto para emitir una nota ISR, exige una mayor transparencia. De este modo, se hubieran evitado inversiones funestas de algunos fondos monetarios tradicionales en productos cuyo riesgo estaba mal valorado por los inversores debido a su opacidad. Efectivamente, durante la crisis entre 2007-2009 y ulteriormente, muchos fondos monetarios tradicionales se transformaron en ISR.

II.4.G. Fondos de inversión libre o fondos hedge

Los fondos de inversión libre, más conocidos por su apelación en inglés fondos *hedge*, son aquellos fondos de inversión colectiva que persiguen un rendimiento absoluto en lugar de rendimientos relativos a un índice de referencia y para ello utilizan estrategias de inversión alternativas y a menudo no permitidas en los fondos tradicionales: venta al descubierto, arbitraje, uso masivo de productos derivados, apalancamiento agresivo, entre otras.

En general, los inversores ISR opinan que la política de inversión de una gran parte de los fondos *hedge*, especulación y arbitraje en el corto plazo, va contra la filosofía misma de las inversiones socialmente responsables, donde el objetivo es el crecimiento a largo plazo de las compañías que actúan de modo compatible con el desarrollo sostenible. Otro argumento es que las ventas a descubierto no permiten el ejercicio del voto, de modo que el compromiso accionarial y la negociación y diálogo con las empresas, estrategias comunes de las ISR, no son posibles. No obstante, hay inversores que, como medio de presión, venden a descubierto empresas cuyo compromiso con el desarrollo sostenible no es suficientemente sólido.

Por otro lado, los fondos *hedge* poseen la reputación de soportar un riesgo excesivo, y de contar con una importante falta de transparencia y de información. Siendo éstas cuestiones especialmente relevantes en las inversiones socialmente responsables, muchos inversores ISR han renunciado a aplicar una estrategia ISR en esta categoría de activos.

Existen algunos fondos *hedge* ISR, pero la oferta es muy escasa. En 2008, la empresa sueca Folksam, la noruega Storebrand y la gestora Harcourt se unieron con el fin de crear un fondo de fondos *hedge* ISR y declararon haber encontrado únicamente 20 fondos *hedge* ISR, la mayoría contruidos con criterios religiosos.

Por último, dentro del estado de la cuestión de la industria de las inversiones ISR, cabe destacar el papel que están jugando las agencias especializadas en análisis ISR en su

desarrollo. Estas agencias pueden intervenir a todos los niveles del proceso inversor facilitando su implementación, especialmente a inversores pequeños, y garantizando una cierta independencia y objetividad del análisis. Así, participan en la creación y evolución del referencial de valores de la política ISR, proveen con notas de evaluación de los factores ASG y en general análisis ISR a los inversores, alertan de posibles incumplimientos de los requerimientos ISR por parte de las empresas invertidas, participan en la creación de los informes de evaluación extra financiera, o evalúan la huella medioambiental de la cartera.

II.5. Rentabilidad / Riesgo

Determinar el efecto del componente ISR sobre la rentabilidad y el riesgo de las inversiones es importante por dos razones:

1. Si a las ISR se les supone una rentabilidad y un riesgo similares a las inversiones tradicionales, la distribución de activos puede establecerse a partir de modelos construidos con hipótesis basadas en los activos tradicionales. Si no se puede formular esta presunción, entonces el inversor ISR debe construir un nuevo modelo con hipótesis basadas en la rentabilidad y riesgo específicos de las ISR, lo que conlleva el inconveniente de que su histórico es muy corto y el conocimiento de las ISR un tanto limitado para poder formular hipótesis sólidas.
2. Evaluar el comportamiento de las ISR es importante para evaluar el esfuerzo de construir una cartera ISR.

El desempeño de las ISR puede analizarse desde tres puntos de vista:

- Análisis individual de la rentabilidad de las empresas socialmente responsables.
- Observación del rendimiento de las carteras ISR.
- Estudio del comportamiento agregado de los mercados de títulos ISR.

II.5.A. Empresas individuales

Cuando la rentabilidad de las empresas que tienen una RSC elevada es analizada de forma individual, la mayoría de los resultados muestran una clara relación positiva entre su

grado de responsabilidad social y sus resultados financieros. Así lo resumen Margolis y Walsh (2001) en su estudio sobre este vínculo, donde muestran que, en 80 publicaciones académicas que tratan la cuestión, en el 54% encuentran un vínculo positivo, en el 22% no prueban nada, en el 19% los resultados son mixtos y solamente en el 5% la relación es negativa.

La idea de que la RSC y en especial el buen gobierno corporativo es una fuente de valor es plasmada en publicaciones como *Saints and Sinners: Who's Got Religion*, realizado por el banco de inversión CLSA (Gill, 2001). Otro estudio de este mismo banco (Gill, 2002) sobre empresas cotizadas en Asia y Latinoamérica con una sólida política medioambiental, social y de gobierno corporativo, mostraba que, en cinco años, el rendimiento financiero de éstas había sobrepasado al de empresas peor evaluadas desde ese punto de vista. Este supra rendimiento alcanzaba 147 puntos básicos en el caso de las empresas asiáticas y 111 puntos básicos en las empresas latinoamericanas.

Siguiendo con los mercados emergentes, un estudio de la Corporación Financiera Internacional y los centros de investigación ISR Ethos y Sustainability (2002) analiza el comportamiento de 240 empresas de más de 60 mercados emergentes mostrando los buenos resultados obtenidos como consecuencia de una mejor política medioambiental, social y de gobierno corporativo. Por su parte, Love y Klapper (2002) analizaron las prácticas de gobierno corporativo de un grupo de empresas establecidas en mercados emergentes y llegaron a la conclusión de que el buen gobierno está positivamente relacionado con los resultados financieros y la valoración de la empresa. Es más, los autores de este estudio ponen en evidencia que la influencia del buen gobierno corporativo es aún más importante en países con un entorno legal débil.

Existen varias razones - algunas de ellas bastante fáciles de discernir intuitivamente - que explicarían el buen desempeño financiero de las empresas socialmente responsables. Por un lado, los resultados superiores a la media se explican porque los gestores que tratan con éxito los asuntos medioambientales, muy complicados desde el punto de vista técnico y legal, deberían desempeñar con éxito el resto de sus funciones. A su vez, las empresas que no consiguen controlar los riesgos ligados a las cuestiones medioambientales, sociales o de gobierno corporativo se exponen a un riesgo de reputación importante, a sanciones y a una regulación que podrían imponerles mayores costes administrativos. Por la misma razón, las compañías que consiguen beneficiarse de las oportunidades ligadas a una mejor RSC pueden

generar una rentabilidad superior. Porter y Van der Linde (1995) confirmaban este razonamiento en un artículo sobre la competitividad de las empresas sostenibles, argumentando que el grado de sostenibilidad de una empresa puede considerarse una medida de eficiencia operacional, dado que la adhesión a este tipo de principios requiere cambios estructurales estimuladores de la creación de ventajas competitivas.

Otra razón que apoya la hipótesis de que las empresas sostenibles deberían comportarse mejor que aquellas que no lo son, es la prioridad que otorgan a las oportunidades a largo plazo, beneficiándose así de ingresos más estables. A su vez, debido a su perspectiva de largo plazo, las empresas analizan más profundamente su posición en términos de competitividad, así como la evolución de ésta en el tiempo.

Dentro de los autores que analizan otros factores de sostenibilidad ligados (más indirectamente) al comportamiento de la empresa, encontramos a Turban y Greening (1997) que afirman que la sostenibilidad puede generar beneficios ligados a la reputación importantes, en parte porque las compañías sostenibles poseen la habilidad de atraer trabajadores competentes. Al mismo tiempo, pueden conseguir beneficios a través de un aumento de las ventas, dada la creciente sensibilidad de los consumidores a los temas relacionados con el desarrollo sostenible, como promulgan Russo y Fouts (1997).

Por su parte, Orlitzky y Benjamin (2001), estudiando la rentabilidad y el riesgo de empresas con una elevada RSC, encontraron que la RSC y en particular una buena reputación en ese terreno, desembocaban en menores riesgos financieros para las empresas. Efectivamente, una buena reputación e imagen de marca pueden afectar positivamente las relaciones con los actuales y futuros inversores, a la vez que pueden atraer socios comerciales y proveedores.

Finalmente, Kiernan (2002), fundador y director de *Innovest Strategic Advisors*, una empresa especializada en el análisis ISR, opinaba que la mejora de la política medioambiental y social de la empresa conlleva un comportamiento paralelo de la cotización de sus acciones. Sugiere que, en el futuro, la confluencia de una serie de factores como la regulación, una mayor competencia o cambios en los hábitos de los consumidores producirá una “prima ISR”. Es decir, un retorno adicional de las ISR con respecto a las inversiones tradicionales.

Todos estos estudios dan razones y pruebas de la relación positiva entre las empresas socialmente responsables y su desempeño financiero, superior y más estable. Sin embargo, el

veredicto definitivo sobre la rentabilidad de las empresas socialmente responsables podrá emitirse únicamente cuando los riesgos subyacentes y las externalidades ligadas al conjunto de sus actividades se materialicen, lo que puede llevar años, incluso décadas en el caso de los efectos medioambientales.

II.5.B. Carteras de inversión socialmente responsable

De acuerdo con un estudio de UNEPFI y la consultora de inversiones Mercer (UNEPFI y Mercer, 2007), existe la falsa creencia de que las carteras ISR son menos rentables. Sin embargo, como veremos a continuación, la literatura revisada muestra, en general, una relación positiva o neutra entre las carteras compuestas a partir de criterios ISR y su rentabilidad. Señalaremos también algunos estudios que muestran que la relación positiva se debe al sesgo que los criterios ISR producen, en ocasiones, en la composición sectorial, geográfica o del tamaño de las empresas en cartera. Finalmente, sabiendo que son menos frecuentes, haremos referencia a los autores que presentan una relación claramente negativa entre responsabilidad social y rentabilidad.

Para comenzar con la presentación de los análisis que dan una correspondencia positiva entre factores ISR y rentabilidad de las carteras, el informe de UNEPFI y Mercer recién citado, que revisa 20 estudios académicos que estudian esta relación, encuentra que es positiva en el 61% de los casos, neutra en el 22% y negativa en el 17%.

La idea de una relación positiva entre el componente ISR de las carteras de inversión y su desempeño la dan también las evaluaciones cuantitativas y cualitativas de fondos de inversión colectiva realizadas por agencias especializadas. A modo de ejemplo, en las evaluaciones de Kreider (2008) para la agencia de evaluación de fondos *Lipper Analytical Services*, los fondos ISR recibían generalmente una mejor nota que los convencionales. En 2000, un estudio del Social Investment Forum (2000) mostraba que el 88% de los fondos ISR por encima de los 100 millones de dólares de activos obtenían las mejores apreciaciones de la parte de *Lipper Analytical Services* y de la otra gran líder en el sector de las evaluaciones de fondos: *Morningstar*.

Otro estudio que muestra la relación positiva a partir del análisis de los resultados de los fondos de inversión colectiva ISR lo presentan la consultora americana Enterprising Solutions Global Consulting y la Corporación Financiera Internacional (2003). Estas

publicaban, dentro de su informe sobre las ISR en mercados emergentes, que en el Reino Unido y Canadá, desde mediados de los 90, los fondos ISR de manera agrupada se han comportado mejor que los fondos convencionales.

Siguiendo con los autores que demuestran que las carteras ISR producen una mayor rentabilidad, Derwall y otros (2005) llevaron a cabo un estudio sobre la llamada ecoeficiencia (el ratio entre el valor económico creado con relación al residuo medioambiental producido) de una cartera de empresas estadounidenses entre 1995 y 2003. El resultado encontrado fue una mayor rentabilidad ajustada por el riesgo en la cartera compuesta de las empresas más eco eficientes. En su estudio tuvieron en cuenta cuestiones metodológicas de modo que el diferencial de rentabilidad no se explicaba por el estilo de inversión o la composición sectorial.

Es notable el interés de los investigadores por eliminar la influencia de los sesgos sectoriales, geográficos o de tamaño de las empresas en la rentabilidad de las carteras ISR. En este sentido, la compañía suiza de gestión SAM y la consultora PriceWaterhouseCoopers (2009) analizaron, entre 2001 y 2007, factores ligados al medioambiente, la política social y el gobierno corporativo de 400 empresas en el mundo (con excepción de los mercados emergentes y Canadá), comparando la rentabilidad de las acciones del 20% de las empresas más sostenibles y el 20% de las menos sostenibles con la media de la muestra. Al mismo tiempo, pusieron una serie de restricciones para neutralizar el efecto del tamaño, sector y zona geográfica. Los resultados mostraban que el 20% de las más sostenibles tenían una rentabilidad anual 1,48% superior mientras que los 20% peores tenían una rentabilidad anual 1,14% inferior.

Otra prueba de que la correspondencia positiva entre RSC y rentabilidad en las carteras de inversión no es fruto de los sesgos que en ocasiones se producen en las ISR la aporta Luck (2002). En un estudio especialmente dedicado a la eliminación de las influencias sectoriales en la rentabilidad de las carteras, estimó en 77 puntos básicos el exceso de rentabilidad del índice ISR estadounidense Domini Social *Index* una vez que la influencia del sector había sido corregida.

Para finalizar la exposición de los trabajos que muestran una relación positiva entre la inclusión de criterios ISR y el desempeño de las carteras, merece la pena exponer la tesis de Camejo (2002), que afirma que no se han encontrado estudios académicos que muestren que las carteras de inversión socialmente responsables son menos rentables que las tradicionales y,

al contrario, muchos prueban lo contrario. Camejo indica que el problema de estos resultados es que la evidencia empírica no es concluyente pues la mayoría de los fondos ISR son muy recientes.

A pesar de la proposición de Camejo sobre la inexistencia de estudios mostrando una relación negativa entre rentabilidad e inclusión de factores ISR en la selección de inversiones, se han encontrado trabajos que la prueban o que concluyen que la mayor rentabilidad se debe a factores ligados, sobre todo, al sesgo sectorial que puede producir el componente ISR. Veremos a continuación algunos de estos estudios:

Stenström y Thorell (2007), en un análisis de los fondos de inversión colectiva en Suecia en el periodo 2001-2007, mostraban, por un lado, que los fondos ISR habían tenido una menor rentabilidad que los tradicionales; por otro lado, que solo el 13% de los fondos ISR exhibían una rentabilidad superior a la del mercado, contra el 55% de los fondos tradicionales. Una observación interesante de su análisis es que aquellos fondos ISR que practicaban como estrategia la selección normativa se comportaban mejor.

Geczy y otros (2003) demostraban que aquellos fondos limitados por factores ISR pueden costar al inversor hasta 30 puntos básicos al mes comparado con los fondos convencionales. Este coste, concluyen, será mayor para aquellos inversores que otorgan un mayor peso a la habilidad del gestor como fuente de rentabilidad.

Camejo (2002) menciona en su trabajo sobre las razones del buen comportamiento de las carteras ISR la opinión de Michael Lipper, Presidente de *Lipper Analytical Services* quien atribuye la mayor rentabilidad de las ISR al sesgo sectorial y desecha la posibilidad de que la contribución positiva proceda del análisis ISR *per se*. Argumenta que en las ISR los sectores manufacturero y de la energía tienen un menor peso, mientras que la tecnología y los servicios son sectores más limpios y menos propensos a los problemas sociales. Precisamente estos sectores fueron los líderes bursátiles a finales de los 90, lo que ha favorecido a las ISR en recientes comparaciones. No obstante, Camejo demostraba con un estudio del *Domini Social index* que las ISR tenían una rentabilidad superior a la del índice S&P en mercados tanto alcistas como bajistas.

El argumento de la contribución sectorial aparece en otros estudios que explican empíricamente cómo la mayor rentabilidad no se explica por los filtros ISR. Por ejemplo, Bauer y otros (2002) analizaron la rentabilidad de 103 fondos ISR en Alemania, Reino Unido

y EE. UU. para concluir que, una vez eliminados los sesgos ligados a factores típicamente ISR, la rentabilidad de los fondos ISR no era estadísticamente diferente de la de los fondos convencionales. Los mismos resultados se desprenden del estudio realizado por Amenc y Le Sourd (2008), del centro francés de investigación EDHEC, donde no encuentran diferencias significativas entre la rentabilidad de los fondos ISR y la de los fondos convencionales. Los autores señalan que podría haber un efecto positivo a largo plazo en la selección de activos basada en criterios de responsabilidad social pero por el momento este efecto no se reflejaba en las cifras y no se puede prever cómo estos fondos se desarrollarán en el futuro.

En el terreno de la neutralidad, Hamilton, Hoje y Statman (1993) encontraron que los fondos socialmente responsables no generaban resultados significativamente distintos con respecto al conjunto de empresas del *New York Stock Exchange* y que el exceso de retorno de los fondos de inversión colectiva ISR con respecto a los fondos convencionales no era estadísticamente diferente

Similares conclusiones alcanzó Schroeder (2004), en su análisis de 16 fondos de acciones ISR de Alemania y Suiza y 30 fondos domiciliados en EE. UU. Schroeder, además, revisó la literatura sobre la cuestión para concluir que la mayoría de los autores muestran que los fondos ISR se comportan de modo similar a los tradicionales. Al mismo tiempo, señala la fiabilidad de los resultados al estar basados en diferentes métodos de investigación y revisar varios periodos y países.

Finalmente, Gerard (1997), en un estudio de inversiones ISR y de inversiones convencionales realizadas a partir de un universo de 3 000 valores durante el periodo 1987-1994, concluyó que los retornos no eran significativamente distintos en media, aunque las diferencias de retorno entre gestores ISR sí que eran considerables.

Para concluir el análisis de la correspondencia entre factores ISR y rentabilidad de las carteras, cabe señalar que, en ocasiones, los resultados de esta relación dependen del universo geográfico al que estén expuestas. Así lo prueba un informe publicado en 2010 por la consultora francesa Altedia Investment Consulting (2010), sobre la rentabilidad de 193 fondos de inversión en acciones ISR con una estrategia El mejor de su categoría. Este análisis mostraba que, durante el periodo 2006-2009, los fondos ISR de la zona euro se comportaban 2,8 puntos porcentuales en media mejor que sus índices de referencia (convencionales), con una volatilidad inferior. Los fondos de acciones mundiales, sin embargo, mostraban una

rentabilidad ligeramente menor que sus índices de referencia (-1,1 puntos porcentuales) también con una volatilidad inferior. Esta menor volatilidad se explica por el hecho de que las estrategias El mejor de su categoría tienden a invertir en grandes empresas porque suelen estar mejor calificadas desde el punto de vista ISR y estas son, en general, menos volátiles. La menor volatilidad también puede explicarse por el hecho de que la selección ISR tiende a seleccionar empresas con resultados y valoraciones más estables.

II.5.C. Mercados de títulos ISR

El último apartado dentro del análisis de la rentabilidad de las ISR compara los índices ISR con índices tradicionales que representan el mismo universo de inversión. La comparación de los índices aísla la rentabilidad de las ISR del efecto de la habilidad y de los costes del gestor de la cartera.

Este análisis presenta dos limitaciones importantes: en primer lugar, los índices ISR son muy recientes y por tanto, el histórico es demasiado corto para que los resultados sean concluyentes. En segundo lugar, los índices analizados poseen una serie de criterios ISR determinados, con lo que los resultados pueden no ser extrapolables a la totalidad de las ISR.

II.5.C.i. Acciones

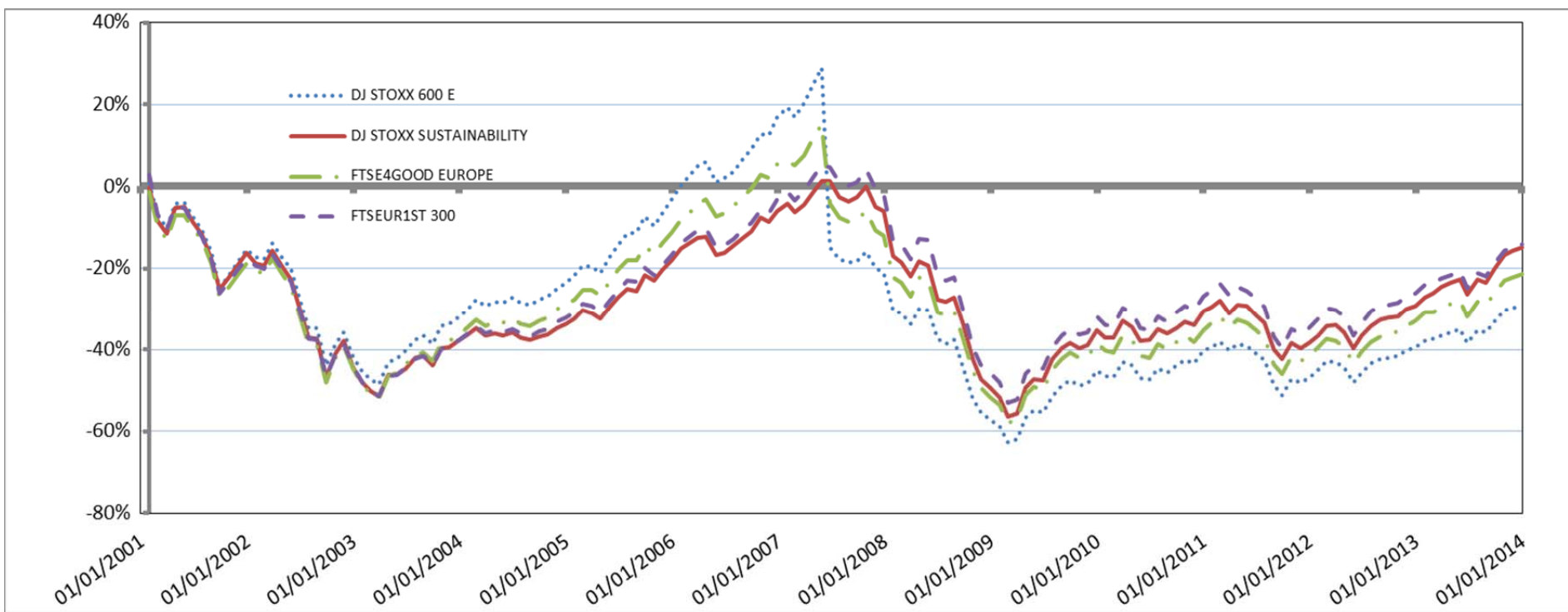
El análisis del mercado de acciones está dividido por zonas geográficas y comprende: Europa, EE. UU. y el mercado global. Los índices ISR son comparados al índice tradicional del que proceden, excepto en EE. UU., donde uno de sus índices bursátiles más representativo, el S&P 500, es comparado a tres índices ISR procedentes de universos diferentes. Los criterios de selección de las empresas que componen los índices ISR analizados abarcan aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Sólo el índice ISR FTSE4Good excluye sectores (tabaco, energía nuclear y armamento). Lógicamente, el número de títulos en las versiones ISR de los índices es menor. En cuanto al tamaño de las empresas cubiertas por los índices, el Dow Jones y el FTSE (versión tradicional e ISR) cubren todas las capitalizaciones, mientras que el *Calvert Social Index* se concentra en las grandes empresas estadounidenses. Por último, todos los índices ISR excepto el FTSE4Good están muy próximos a la composición sectorial del índice tradicional del que proceden. No obstante, puede haber divergencias en la composición geográfica.

II.5.C.i.a Europa

En Europa, el FTSE4Good Europe y el Dow Jones (DJ) Stoxx Sustainability (ISR) para Europa son contrastados con el FTSE 300 y al DJ Stoxx 600 (índices tradicionales representativos del mercado europeo de acciones). Todos los índices están expresados en euros (EUR).

Figura 3. Índices ISR y Tradicionales del mercado de acciones europeo

Rentabilidad mensual acumulada 2001-2013



Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Tabla 6. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones europeo

Rentabilidad / riesgo

En %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Rentabilidad anual media desde 2001	Rentabilidad acumulada desde 2001	Volatilidad (1)
<i>DJ STOXX 600</i>	-15,5	-31,0	16,8	12,2	26,7	20,8	-32,6	-45,6	28,0	8,6	-11,3	14,4	17,4	-2,6	-29,0	26,7
<i>DJ STOXX SUSTAINABILITY</i>	-16,3	-33,5	12,1	5,9	23,8	14,8	-0,2	-46,1	27,8	7,5	-11,4	14,7	20,5	-1,2	-14,8	22,5
<i>FTSE 300</i>	-17,8	-32,0	11,8	8,8	22,4	16,3	1,6	-44,8	25,7	7,3	-10,7	13,2	16,1	-1,2	-14,2	21,6
<i>FTSE4GOOD EUROPE</i>	-18,9	-31,9	15,4	11,6	24,7	19,0	-16,7	-44,9	27,5	5,1	-9,8	14,6	17,1	-1,9	-21,6	23,1

Nota 1: medida por la desviación típica de los rendimientos anuales

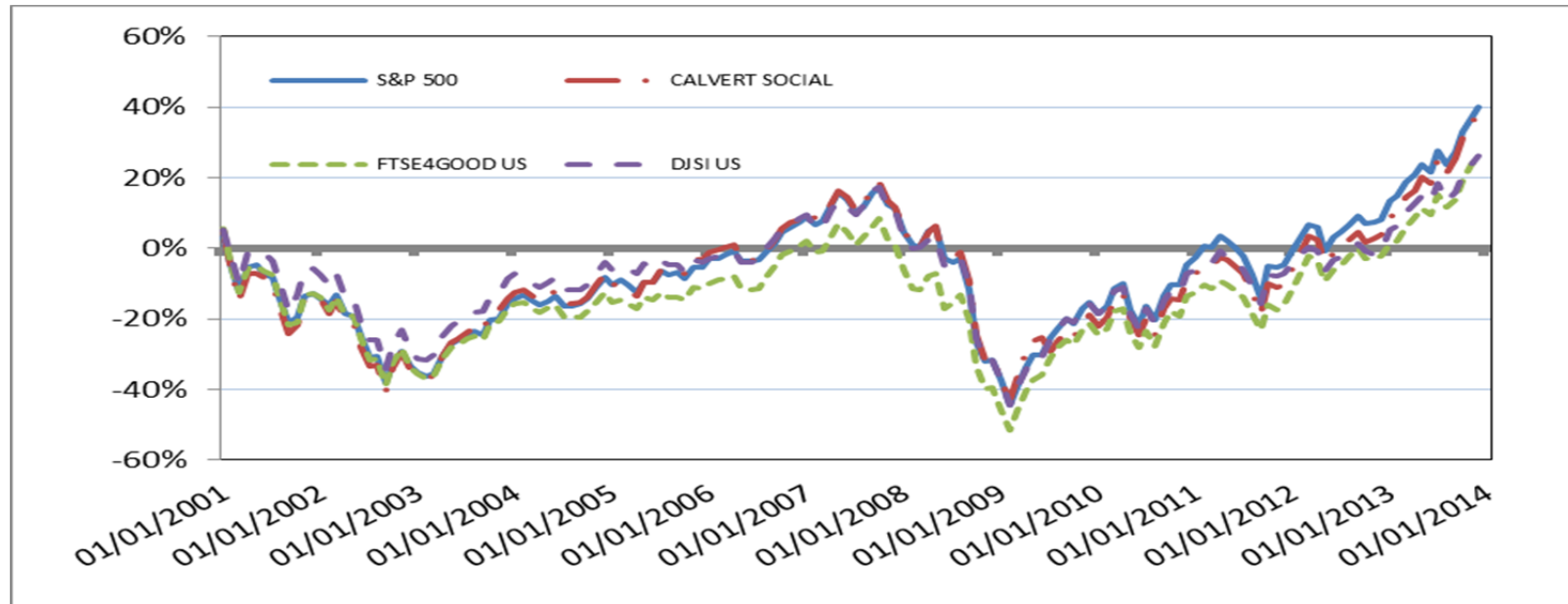
Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

II.5.C.i.b EE. UU.

En el mercado de acciones de EE. UU., el tradicional Standard & Poor's (S&P) 500 es comparado a tres índices ISR: el Calvert Social index, el FTSE4Good US y el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) US. Todos los índices están expresados en dólares estadounidenses.

Figura 4. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones de EE. UU.

Rentabilidad mensual acumulada 2001-2013



Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Tabla 7. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones de EE. UU.

Rentabilidad / riesgo

En %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Rentabilidad anual media desde 2001	Rentabilidad acumulada desde 2001	Volatilidad (1)
<i>S&P 500</i>	-13,0	-23,4	26,4	8,9	3,0	13,6	3,5	-38,5	23,5	12,8	0,0	13,4	29,6	2,6	40,0	19,7
<i>CALVERT SOCIAL</i>	-13,8	-24,1	30,9	8,6	3,9	12,1	3,2	-38,1	17,1	12,3	-1,4	15,8	33,3	2,5	38,4	20,3
<i>FTSE4GOOD US</i>	-12,9	-24,3	25,7	5,6	0,9	13,6	0,5	-39,9	29,9	9,6	-2,9	16,7	28,9	1,8	26,1	20,7
<i>DJSI US</i>	-5,9	-24,9	29,5	5,0	-0,1	12,9	2,2	-38,4	23,5	10,0	-0,0	7,0	27,2	1,8	26,2	19,3

Nota 1: medida por la desviación típica de los rendimientos anuales

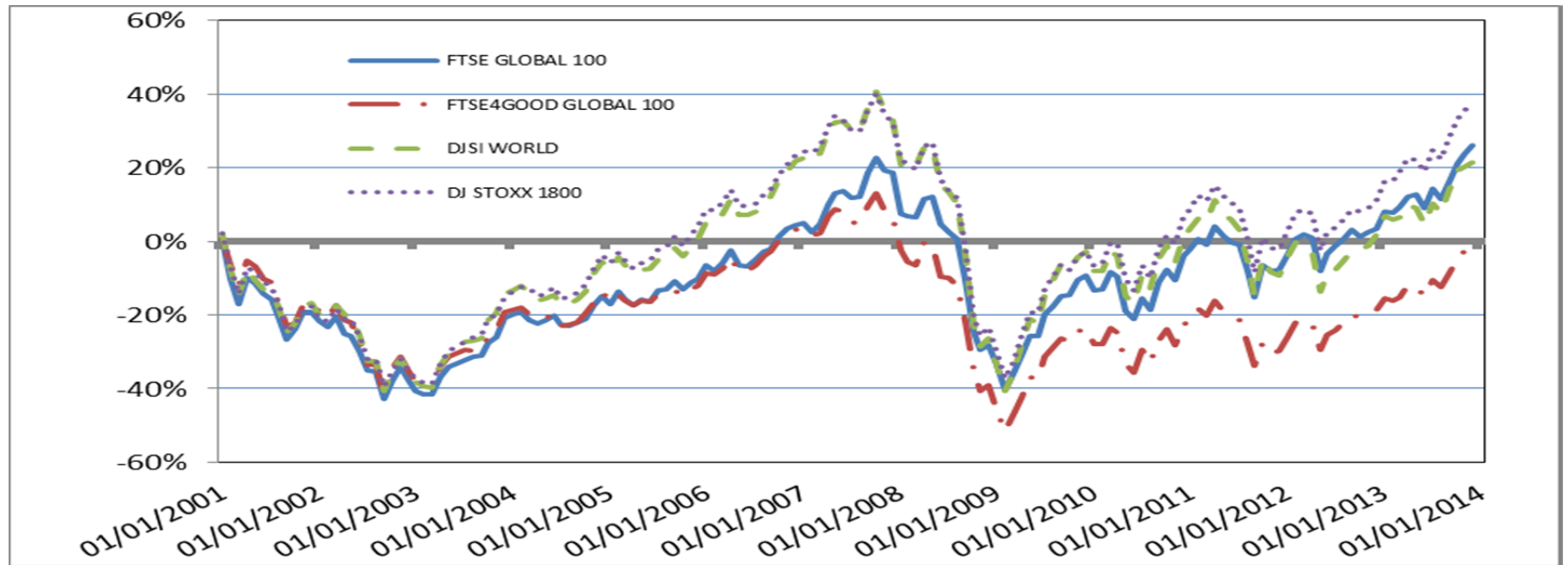
Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

II.5.C.i.c Mercado global

En el mercado global, dos índices ISR – el FTSE4Good Global y el DJSI World - son contrastados con los tradicionales FTSE Global 100 y DJStoxx 1800 (todos los índices están expresados en dólares estadounidenses).

Figura 5. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones global

Rentabilidad mensual acumulada 2001-2013



Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Tabla 8. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de acciones global

Rentabilidad / riesgo

En %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Rentabilidad anual media desde 2001	Rentabilidad acumulada desde 2001	Volatilidad (1)
<i>FTSE GLOBAL 100</i>	-19,1	-23,3	27,7	7,2	5,6	16,4	13,5	-39,5	26,3	6,0	-3,9	12,2	21,7	1,8	26,1	20,3
<i>FTSE4GOOD GLOBAL 100</i>	-16,3	-22,9	25,1	7,0	1,8	17,4	3,2	-42,9	25,8	0,7	-8,7	15,5	21,2	-0,1	-1,5	20,4
<i>DJ STOXX 1800</i>	-17,8	-21,4	31,3	13,4	8,2	18,3	7,4	-42,1	26,8	9,5	-8,0	13,5	24,1	2,5	37,9	21,4
<i>DJSI WORLD</i>	-16,8	-22,7	33,3	10,3	6,5	21,1	9,1	-44,6	32,0	3,9	-10,3	12,3	19,4	1,5	21,5	22,4
Nota 1: medida por la desviación típica de los rendimientos anuales																

Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Del análisis de los índices bursátiles pueden extraerse las siguientes conclusiones:

En los tres mercados analizados, el mejor de los índices es siempre tradicional, aunque a veces por muy poco, mientras que la rentabilidad relativa de los índices ISR con respecto a los índices tradicionales varía en función de la zona geográfica. En el mercado global, todos los índices ISR se comportan peor que los índices tradicionales. En Europa los resultados son mixtos con el FTSE en cabeza en su versión tradicional mientras que en el DowJones, la rentabilidad de la versión ISR es bastante mejor. Finalmente, en EE. UU. el índice general S&P 500 muestra la mejor rentabilidad aunque le sigue muy de cerca el Calvert Social Index. Por último, dentro de los índices ISR las diferencias pueden llegar a ser bastante acusadas, con el *FTSE4Good* siempre en última posición.

La volatilidad es similar para todos los índices - ya sean tradicionales o ISR -, excepto en el mercado de acciones europeo, donde las diferencias son muy acusadas, pues el índice *DJ Stoxx 600* es bastante más volátil que el resto.

II.5.C.ii. Mercados de bonos

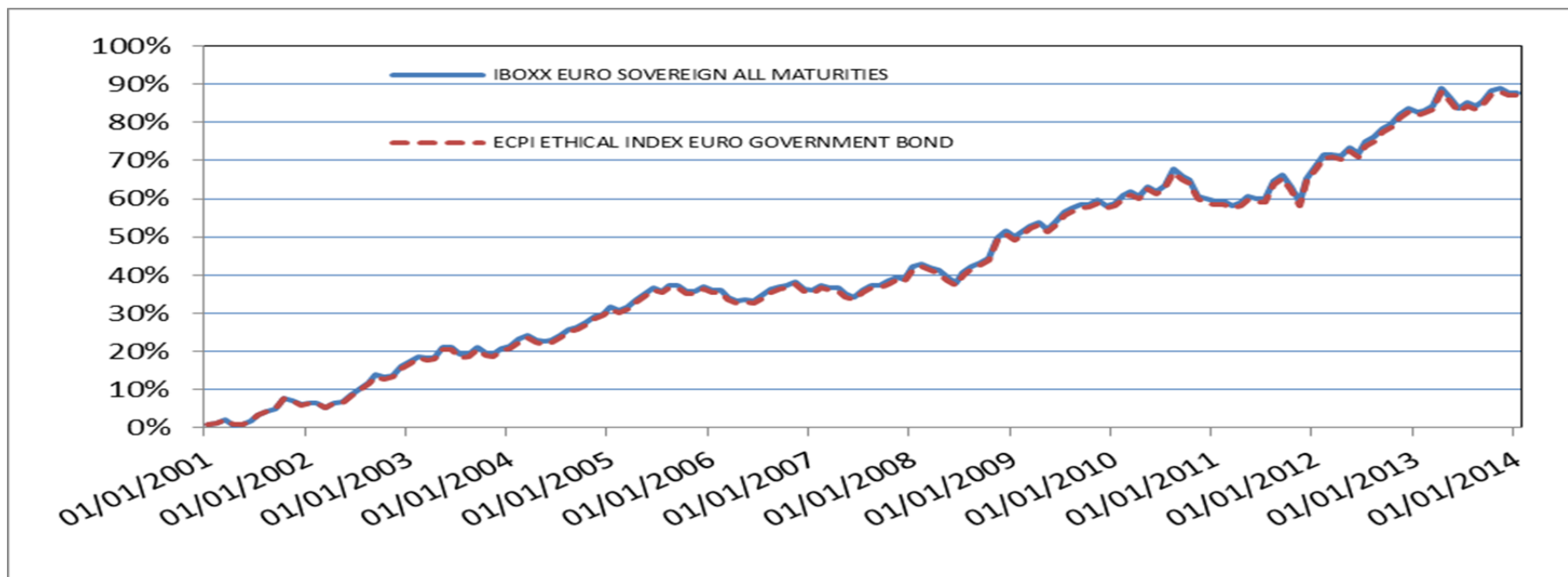
Como hemos adelantado, el sector de las inversiones socialmente responsables está dominado por las acciones y existen pocos elementos para analizar el desempeño agregado de los bonos ISR. Para este trabajo, se utilizaron los índices de la compañía E. Capital Partners que, para representar el mercado de deuda corporativa ISR denominada en euros ha creado el índice ECPI Ethical Euro Corporate bond, que excluye el sector del armamento, la energía nuclear, la pornografía, el tabaco, el alcohol, los contraceptivos y los productos modificados genéticamente. Una vez las exclusiones realizadas, se aplica un análisis de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo para aplicar una estrategia ISR del tipo selección positiva. En cuanto al mercado de deuda pública de la zona euro, el índice ECPI Ethical Index Euro Government Bond utiliza en su construcción una metodología consistente en identificar aquellos Estados cuyas políticas económica, social e internacionales respetan el medioambiente y los derechos humanos.

En las Figuras y Tablas siguientes, las dos categorías de bonos – ISR y convencional, esta última representada por los índices Iboxx – son comparadas, separadas por deuda pública y deuda corporativa. Puede observarse que la rentabilidad de los índices ISR y tradicionales en el mercado de renta fija es bastante similar, a pesar del gran número de restricciones que soportan los índices ECPI. En lo que respecta la volatilidad, solamente en deuda corporativa

existe una diferencia que muestra que el filtro ISR aplicado a las obligaciones de empresas produce una volatilidad ligeramente superior.

Figura 6. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda pública de la zona euro

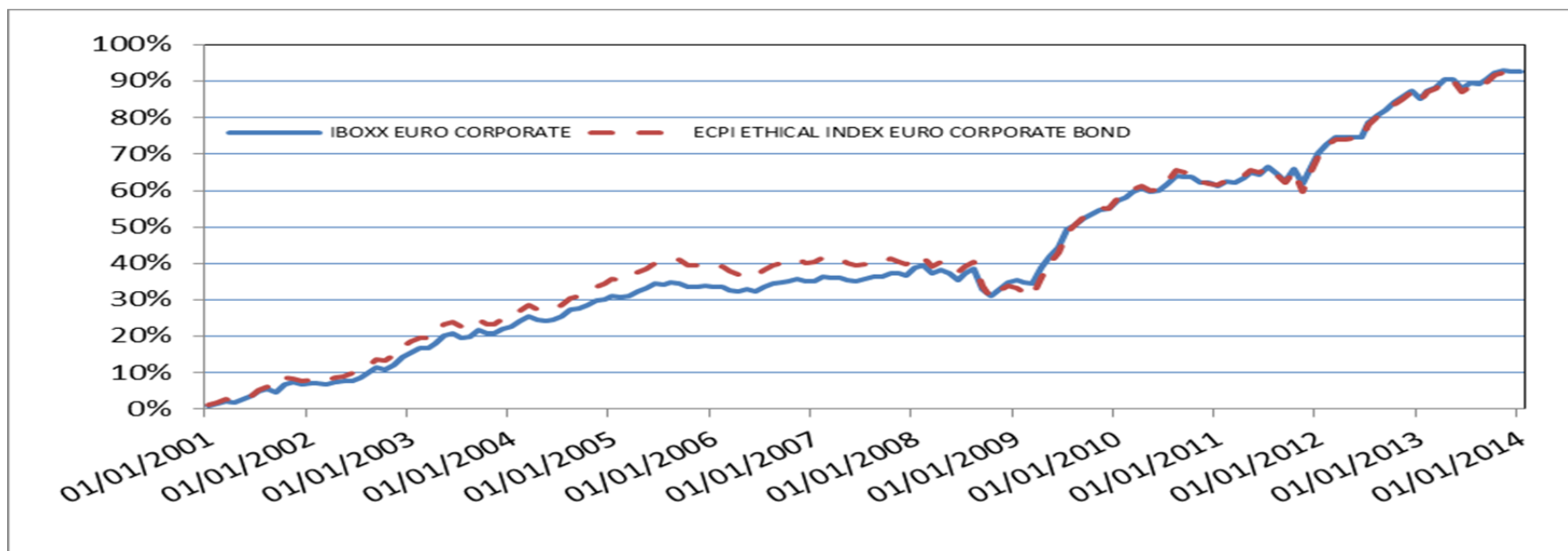
Rentabilidad mensual acumulada 2001-2013



Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Figura 7. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda corporativa denominada en euros

Rentabilidad mensual acumulada 2001-2013



Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

Tabla 9. Índices ISR y Tradicionales en el mercado de deuda en euros

Rentabilidad / riesgo

En %	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Rentabilidad media anual desde 2001	Rentabilidad acumulada desde 2001	Volatilidad (1)
DEUDA PÚBLICA																
<i>IBOXX EURO SOVEREIGN ALL MATURITIES</i>	6,1	9,4	4,1	7,6	5,4	-0,4	1,9	9,1	4,3	1,2	3,4	10,9	2,21	4,9	87,7	3,5
<i>ECPI ETHICAL INDEX EURO GOVERNMENT BOND</i>	5,7	9,3	3,9	7,7	5,4	-0,5	1,9	9,1	4,4	0,9	3,6	10,9	2,4	4,9	86,9	3,5
DEUDA CORPORATIVA																
<i>IBOXX EURO CORPORATE</i>	6,7	6,9	6,9	6,5	2,9	0,9	1,3	-1,5	14,9	4,7	2,1	13,2	2,8	5,2	92,6	4,7
<i>ECPI ETHICAL INDEX EURO CORPORATE BOND</i>	7,6	8,9	6,5	7,7	4,2	0,2	-0,3	-4,4	16,0	4,3	1,4	13,9	2,4	5,1	91,4	5,7
Nota 1: medida por la desviación típica de los rendimientos anuales.																

Fuente: Elaboración propia, basada en datos procedentes de Thomson Reuters DataStream.

II.6. Costes

De acuerdo a Chang y Witte (2010), la media del ratio costes de gestión / activos gestionados de los fondos tradicionales registrados en su base de datos se eleva a 1,26%, y a 1,18% para los fondos ISR. Esto autores estiman que la diferencia puede explicarse por el hecho de que los fondos ISR no están representados en las categorías de gestión más especializadas y, por tanto, más gravosas. Por estilo de gestión, la media del ratio costes de gestión / activos gestionados de los fondos ISR invertidos en sociedades de gran capitalización es 1,07% mientras que para sus homólogos gestionados de modo tradicional alcanza 1,29%. Por último, el promedio del ratio comisión de gestión / activos gestionados de fondos ISR invertidos en compañías medianas es 0,93% frente a 1,38% de los fondos tradicionales.

La Universidad de Wharton publicaba en 2003 (Geczy y otros, 2003) un artículo donde se asumía que, en principio, los fondos ISR, debido al mayor trabajo que implicaba analizar los factores extra-financieros, deberían tener mayores costes. Sin embargo, observaban que la diferencia de costes era pequeña, ya que los fondos ISR soportaban una media de costes / activos de 1,33% al año mientras que, en los fondos tradicionales, esta cifra se elevaba a 1,10%. Una particularidad de los fondos ISR es que, en su gran mayoría, están gestionados activamente, lo que aumenta los costes de gestión y de transacción con respecto a los fondos ligados a un índice, más propios de la gestión tradicional. Sin embargo, dentro de la gestión activa, el número de transacciones, según el estudio de Wharton, es menor en los fondos ISR: 81,5% de tasa de rotación de la cartera contra 175,4% para los fondos activos tradicionales.

Por otro lado, en el estudio de Gil-Bazo y otros (2010) sobre la influencia de las comisiones de gestión en la rentabilidad de los fondos de inversión ISR en el periodo 1997–2005, no se encontraron diferencias significativas en EE. UU. entre los costes de fondos ISR y de fondos convencionales, excepto para el caso de fondos de las dos categorías de una misma compañía de gestión, donde la diferencia era favorable a los fondos ISR.

Finalmente, Osthoff (2008), al considerar los gastos de gestión de los fondos ISR, señala que habría que tener en cuenta los costes de búsqueda dentro de este universo por parte del inversor, que debe hacer un esfuerzo suplementario para encontrar fondos compatibles con sus criterios financieros y de responsabilidad social. De hecho, parece que estos costes de búsqueda adicionales incitan la fidelidad entre los inversores ISR, que suelen reinvertir en el mismo fondo para evitar una nueva exploración.

CAPÍTULO III. PROCESO INVERSOR TRADICIONAL

III.1. Presentación

El proceso de inversión está constituido por la secuencia de decisiones y acciones que conducen a la creación y funcionamiento de una cartera de inversión. El interés de utilizar un proceso en la actividad de inversión reside en el hecho de que el inversor - ya sea por cuenta propia o ajena - puede establecer y seguir una serie ordenada de actos que le permitirá tomar decisiones y actuar de manera óptima.

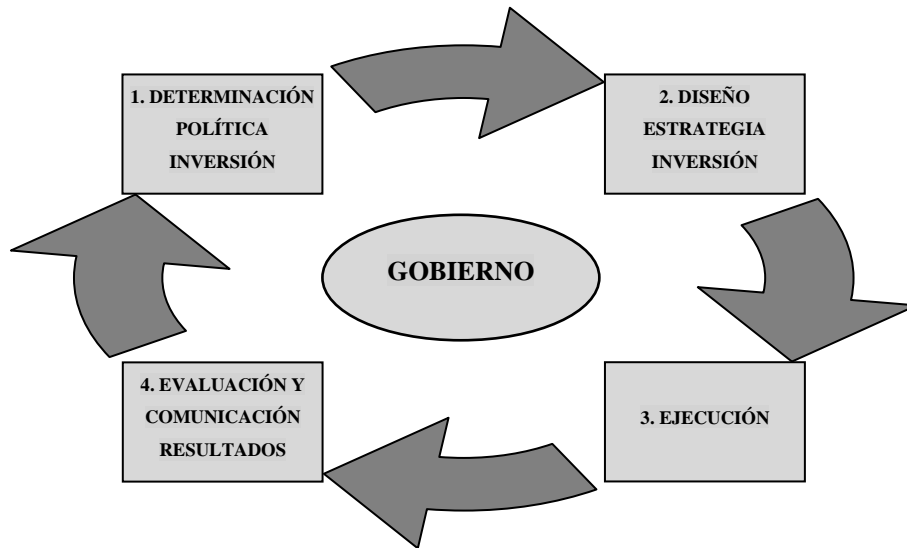
La importancia de seguir un procedimiento metódico está altamente reconocida. A modo de ejemplo, en una encuesta realizada a directores financieros de fondos de pensiones, se encontró que el 98% de éstos opinaba que la ausencia de un proceso de inversión apropiado suponía la mayor barrera a la obtención de buenos resultados en la gestión (Ambachtsheer y otros, 1998).

La literatura financiera, así como la práctica de numerosos inversores, coinciden en establecer el proceso inversor como un desarrollo circular reflejado en la Figura 8 y marcado por las siguientes etapas clave:

1. Determinación de la política de inversión
2. Diseño de la estrategia
3. Implementación o ejecución o de la estrategia
4. Evaluación y comunicación de resultados

En el centro y afectando a todo el proceso se sitúan la estructura y procedimientos de gobierno.

Figura 8. Esquema del proceso de inversión



Fuente: Elaboración propia.

El esquema de este capítulo, donde se analiza en detalle las estructuras de gobierno y las diferentes etapas del proceso inversor, se establece en la Tabla 10. Veremos que, en ocasiones, determinadas etapas se incluyen en uno u otro apartado, si bien las diferencias de la organización del proceso son mínimas.

Tabla 10. Esquema del Capítulo III

<ul style="list-style-type: none"> • Presentación. • Gobierno. • Descripción de las etapas del proceso de inversión. <ol style="list-style-type: none"> 1. Política de inversión. <ul style="list-style-type: none"> ✓ Tipos de inversores. ✓ Objetivos de inversión. <ul style="list-style-type: none"> -Rentabilidad. -Riesgo de mercado. -Riesgo relativo. - Riesgo de (falta de) liquidez. - Riesgo operacional. - Riesgo de contrapartida. - Fiscalidad. -Regulación. -Costes de administración. 	<ol style="list-style-type: none"> 2. Estrategia de inversión. <ul style="list-style-type: none"> ✓ La distribución de activos estratégica. <ul style="list-style-type: none"> -Selección de las categorías de activos. -Establecimiento de las hipótesis de rendimiento y riesgo. -Estilo de gestión. -Diseño de la cartera óptima. ✓ Modos de ejecución. 3. Implementación de la estrategia de inversión. <ul style="list-style-type: none"> ✓ Estructura de la cartera. <ul style="list-style-type: none"> -Vehículo de inversión. - Selección de gestor. ✓ Ejecución. 4. Evaluación y comunicación de resultados.
--	--

Fuente: Elaboración propia.

III.2. Gobierno

El gobierno del proceso de inversión establece los procesos de toma de decisiones, define los roles y responsabilidades de los diferentes agentes intervinientes y establece los procedimientos. La Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (2008), en su documento sobre la función supervisora de los órganos de gobierno de los Fondos de pensiones, establecía que el objetivo de las estructuras de gobierno es minimizar los

potenciales problemas de agencia y los conflictos de intereses entre los intervinientes en la gestión del Fondo y los dueños, también llamados partícipes (o sus representantes) lo que podría afectar adversamente a la seguridad de los ahorros de pensiones y las prestaciones comprometidas. El buen gobierno, además, es crucial en la medida que ayuda a crear un clima de confianza entre las diversas partes implicadas en la gestión, lo que ayudará a mejorar su desempeño.

El sistema de gobierno asigna la toma de decisiones de las distintas etapas a diferentes actores. Anderson (2006) establecía que el dueño de la cartera deberá decidir los objetivos y la política financiera, mientras que las decisiones en materia de estrategia de inversión y los factores ligados a su implementación pertenecen al gestor de la cartera, que puede ser diferente del dueño.

Balbridge (1999) define varios niveles de funciones dentro de la organización del proceso de inversión de un Fondo de pensiones, que exigen diferentes niveles de conocimientos, de experiencia y de recursos y que suelen estar asignados a distintos grupos:

Primer nivel - Funciones de gobierno asignadas a un consejo de directores o de *trustees*, los cuales establecen los objetivos y las líneas generales de inversión y controlan los resultados. Su responsabilidad última es asegurar la protección de los intereses de los partícipes del Fondo. En el caso de los Fondos adscritos a planes de contribuciones definidas que cuentan con distintas opciones de inversión, el partícipe puede intervenir en la decisión sobre la política de inversión eligiendo aquella política que más le conviene.

Segundo nivel - Funciones de gestión asignadas a un Comité de gestión que toma decisiones relativas a la estrategia de inversión y la estructura de la cartera. Este tipo de comité / grupo suele dar apoyo también en las decisiones tomadas por el órgano de gobierno del primer nivel.

Tercer nivel - Funciones operacionales ligadas a la gestión y administración diaria o corriente del Fondo; se asumen las responsabilidades diarias y se examina el cumplimiento de las directrices de inversión. En los grandes Fondos de pensiones, estas funciones suelen estar atribuidas a un director de inversiones el cual dirige el grupo de trabajo del comité encargado de las funciones de gestión (segundo nivel).

Cuarto nivel - Funciones de gestión directa asignadas a gestores externos o internos bajo mandatos que cumplen las directrices de inversión del fondo.

En algunos casos, las responsabilidades a partir del segundo nivel se asignan a una institución experta en la gestión de carteras que desarrollará todas las funciones de diseño e implementación de la estrategia de inversión.

Adicionalmente a estos equipos y funciones, existe una batería de consultores, actuarios y otros proveedores externos que pueden tener un papel más o menos relevante en el diseño y la implementación del proceso de inversión.

Las directrices de la OCDE sobre el gobierno de los Fondos de pensiones (OCDE, 2009a) establecen que debe haber una clara separación entre las responsabilidades ligadas a la parte operacional y aquellas relacionadas con el control del Fondo. A su vez, si el Fondo posee una entidad legal propietaria de los activos en nombre de los beneficiarios del plan, la forma legal de esta entidad, su estructura de gobierno interno y sus objetivos principales deberían establecerse en el estatuto de la misma. Si el Fondo se establece como una cuenta separada gestionada por una institución financiera, el contrato entre los patrocinadores del plan, sus beneficiarios y la institución financiera deberán establecer claramente las responsabilidades de esta última con respecto a la gestión. La OCDE también señala que el buen gobierno del Fondo debería estar basado en el riesgo, es decir, que la división de responsabilidades debería reflejar la naturaleza y el alcance de los riesgos incurridos como consecuencia de las decisiones tomadas.

Finalmente, cabe señalar que el esquema de gobierno debe también incluir los requisitos de competencia y conocimiento de los órganos de gobierno.

III.3. Descripción de las etapas del proceso

III.3.A. Política de inversión

En esta primera etapa del proceso se establece el objetivo de la inversión y se calcula el rendimiento y el riesgo que las inversiones deberán tener a fin de alcanzar dicho objetivo. Como señalan Cordes y otros (2004), en la determinación de la política de inversión, el

inversor hará un análisis de su posición financiera - donde se encuentra en la actualidad –, de sus objetivos – donde quiere llegar – y del modo de llegar.

En este apartado se explican las razones de los inversores para determinar sus objetivos y como se precisan el rendimiento y el riesgo requeridos para alcanzarlos. Pero previamente a la explicación de cómo se establecen los objetivos de la política de inversión, merece la pena describir con un cierto detalle los diferentes tipos de inversores, pues la determinación de los objetivos del inversor varía en función de su naturaleza.

III.3.A.i. Tipos de inversores

Fabozzi y Markowitz (2002) distinguen dos tipos de inversores con unos objetivos bien diferenciados:

- Individuales o privados, cuyos propósitos pueden ir desde acumular fondos con el fin de adquirir una vivienda, hasta la creación de un ahorro para la jubilación o para pagar la universidad de los hijos.
- Institucionales: Fondos de pensiones, Fondos públicos de reserva para las pensiones, Fondos soberanos, instituciones de depósito, fondos de inversión, grupos religiosos, compañías de seguros, sociedades y agencias de valores, fundaciones, departamentos de tesorería de empresas, gobiernos locales y Agencias del Tesoro. Quedarían divididos en dos categorías, en función de que sus activos estén ligados o no al cumplimiento de obligaciones contractuales de deuda. Hay inversores institucionales que poseen activos de los dos tipos, es decir, independientes de la deuda y ligados a ésta.

Cuando los activos del inversor son independientes de la liquidación de una deuda, los objetivos varían en función de la utilización de los fondos, su horizonte de inversión, las necesidades de liquidez, la aversión al riesgo, posibles restricciones regulatorias y consideraciones fiscales. Si están ligados al reembolso de una deuda, los objetivos de la inversión quedan definidos principalmente por la cantidad y la periodicidad de los pagos a efectuar para reintegrarla.

El presente estudio se concentra en los Fondos de pensiones y los Fondos públicos de reserva para las pensiones, ejemplos típicos de inversores institucionales con activos ligados al reembolso de una deuda que son las pensiones a pagar. Estas instituciones de inversión

constituyen un grupo muy importante dentro de los inversores institucionales. De hecho, como señalaba la OCDE (2009b) en su estudio sobre la situación de las pensiones en el mundo, los primeros se sitúan entre los principales inversores en los mercados financieros internacionales, solamente por detrás de los fondos de inversión colectiva y las compañías de seguros. Los Fondos públicos de reserva para las pensiones, junto con los Fondos soberanos, los fondos de capital riesgo y los fondos *hedge* representan una menor proporción.

Con el fin de determinar los objetivos propios de este tipo de inversores en los que se centra esta tesis, a continuación se definen sus características principales.

El texto refundido de la ley española de regulación de los planes y fondos de pensiones (Ministerio de Economía, 2002) define los Fondos de pensiones como “patrimonios creados al exclusivo objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones”. A su vez, “los planes de pensiones definen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen, a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez”.

Los planes de pensiones pueden tener un origen legal o voluntario. Tradicionalmente, los sistemas de pensiones en un país combinan los dos elementos:

- Pensiones públicas, provistas y gestionadas por el Estado a partir de contribuciones obligatorias de los trabajadores y financiadas, por lo general, sobre la base de un sistema de reparto: las contribuciones de los agentes en activo costean las pensiones de los jubilados.
- Pensiones privadas, constituidas por los individuos o por las empresas. Los planes de pensiones privados pueden estar ligados a una relación de trabajo - planes de pensiones del sistema de empleo y asociado - o pueden estar basados en contratos privados de un individuo con una institución proveedora, los cuales constituyen los planes de pensiones del sistema individual.

Los planes de pensiones privados siguen teniendo, por lo general, un carácter voluntario, con algunas excepciones: en Australia, Suiza o Finlandia los planes de pensiones del sistema de empleo son obligatorios. En algunos países, sobre todo de Sudamérica y de Europa Central y del Este, existe la obligación para los trabajadores de crear planes de pensiones privados, los cuales substituirán parte de los beneficios de la jubilación provistos por la Seguridad Social. Asimismo, en Dinamarca, Países Bajos, Suecia y Nueva Zelanda,

existen planes de pensiones de empleo que pueden calificarse como cuasi obligatorios, pues la suscripción es automática y cubren aproximadamente al 80% de los trabajadores.

Los planes de pensiones del sistema de empleo y asociado funcionan con una financiación basada en la capitalización: acumulación de activos o provisiones en el balance de la empresa patrocinadora del plan. En la mayoría de los países de la OCDE, los planes de pensiones del sistema de empleo están financiados por Fondos de pensiones, a excepción de Dinamarca, Noruega o Suecia, donde los contratos de seguro para pensiones ocupan un lugar prominente, y de Alemania, donde las provisiones en el balance de la empresa constituyen el principal modo de financiación. En cuanto a los planes de pensiones del sistema individual, pueden estar financiados por un contrato de seguro, o por productos financieros del tipo fondos de inversión colectiva (llamados también fondos de pensiones) ofrecidos por instituciones especializadas.

En España, los Fondos del sistema de empleo pueden tomar la forma de Fondo interno o externo. En el primer caso, la empresa patrocinadora⁹ tiene la responsabilidad del cumplimiento de las prestaciones y la titularidad de los recursos establecidos por el plan. Para ello, crea un Fondo interno o provisión al que debe dotar de las cantidades necesarias para hacer frente a los compromisos con los beneficiarios del plan. La administración y gestión de las dotaciones corresponde a la propia empresa, para lo que dispone de plenos poderes. En el caso de los Fondos externos, las dotaciones o aportaciones no están ni administradas por la empresa promotora ni a su disposición. Por otro lado, dependiendo de la responsabilidad asumida por la empresa, existen dos posibilidades: a) La empresa asume la responsabilidad del cumplimiento de las prestaciones y transmite solo la titularidad de los recursos o, b) La empresa transmite, a otra institución, la responsabilidad de las prestaciones y la titularidad de los recursos.

Por último, según el tipo de prestaciones ofrecidas, los planes de pensiones se clasifican en planes de contribuciones o aportaciones definidas, planes de prestaciones definidas y planes híbridos. Los planes individuales son exclusivamente de aportaciones definidas, mientras que los planes de empleo y asociados pueden ser de los tres tipos, descritos a continuación con más detalle:

⁹ Sólo están autorizadas a mantener éste sistema las entidades de crédito, las entidades aseguradoras y las sociedades y agencias de valores.

- Los planes de pensiones de contribuciones definidas dan derecho al beneficiario a una pensión que dependerá de la evolución del valor de las cotizaciones aportadas. Constituyen un Fondo de pensiones formado por cuentas individuales que pueden tener distintos objetivos y políticas de inversión, según los objetivos de los propietarios de esas cuentas.
- Un plan de pensiones de prestaciones definidas da derecho al beneficiario a una pensión definida de antemano en función del último sueldo, de los años trabajados / cotizados, etc. También dan lugar a un Fondo de pensiones propiedad de todos los beneficiarios, donde se transfieren las cotizaciones (patronales y del trabajador) a lo largo de su vida laboral, para ser invertidas en los mercados financieros con una única política de inversión.
- Los planes híbridos combinan las características de los dos tipos básicos. Un ejemplo son las llamadas *cash balance plans* en EE. UU. Suelen tener su origen en planes de pensiones de prestaciones definidas que se transforman en este tipo de plan. El riesgo de inversión de las cotizaciones lo toma la empresa, pero al contrario que en los planes de prestaciones definidas, el partícipe recibe un estado de cuenta personalizado con un saldo procedente de las contribuciones anuales y de los rendimientos de la inversión. Estas cuentas son hipotéticas porque en realidad el partícipe no posee una cuenta separada. Algunos de estos planes permiten la elección entre opciones de inversión.

La clasificación de los planes por tipos de prestaciones resulta ser la más relevante para determinar la política de inversión de los Fondos que los financian, pues es la naturaleza del plan, en términos de contribuciones o de prestaciones definidas, la que determinará el objetivo de inversión de manera concluyente.

Los planes de prestaciones definidas se establecieron por primera vez en EE. UU. (lo hizo American Express) en 1928. En la actualidad, el número de planes de contribuciones definidas está aumentando y en EE. UU. es el modelo que predomina. En Europa, los planes de prestaciones definidas constituían el modelo básico propuesto por las empresas, aunque los planes de contribuciones definidas muestran una fuerte progresión. Finalmente, en Japón, los planes de pensiones son, en su mayoría, de prestaciones definidas. En cuanto a los sistemas híbridos, empezaron a emerger en la década de los 90 del pasado siglo como una solución a los fallos de los sistemas existentes. Según señalaban Tschampion y otros (2007) en 1985 sólo

1% de las compañías del Fortune 500¹⁰ ofrecía un plan híbrido; mientras que en 2002 este porcentaje había aumentado al 33%.

Las cifras publicadas en el informe de la OCDE (2009b) sobre la situación de las pensiones en el mundo mostraban que, en 2007, los activos ligados a los planes de pensiones privados en los países miembros de la Organización se valoraban en 27,8 billones de dólares estadounidenses. Dentro de esta cifra, el 64,2% - 17,9 billones – pertenecían a Fondos de pensiones; el 17,7% - 4,9 billones – estaban depositados en productos de jubilación propuestos por bancos o compañías de inversión; el 16% - 4,4 billones - lo constituían contratos de seguro para la jubilación y el 2,1% - correspondiente a 0,6 billones - eran provisiones en el balance de las empresas patrocinadoras del plan.

La presente tesis analiza también los Fondos públicos de reserva para las pensiones, similares en su funcionamiento a los Fondos de pensiones de planes de prestaciones definidas, pero con una diferencia fundamental: no son patrimonios separados de la institución u organización que crea esta reserva destinada a la financiación del plan. Los grandes Fondos públicos de reserva para las pensiones son creados por los Estados y están adquiriendo una importancia decisiva en los mercados financieros debido al extraordinario avance de los activos gestionados: al final de 2007, la cantidad total de activos gestionados por este tipo de Fondos pertenecientes al sector público de los países de la OCDE se elevaba a 4,3 billones de dólares, frente a los 2,6 billones en 2001 (OCDE, 2009b). A su vez, estos Fondos, llamados a jugar un papel importante en la financiación de los planes de pensiones públicos, se dividen en dos categorías:

- Fondos de reserva de la seguridad social: forman parte del sistema global de seguridad social de un país y están financiados principalmente por la diferencia positiva entre las contribuciones patronales / salariales (en algunos casos contribuciones del Estado) y los pagos de pensiones.
- Fondos de reserva para las pensiones soberanos: constituidos por los gobiernos independientemente de sus sistemas de seguridad social y financiados por trasferencias fiscales. A diferencia de los anteriores, tienen como objetivo financiar las pensiones públicas y no pueden realizar ningún gasto por otro concepto.

¹⁰ Fortune 500 es la lista de las 500 empresas estadounidenses con mayor volumen de ventas. La publica anualmente la revista Fortune.

Podemos citar una tercera categoría de Fondos públicos de reserva para las pensiones, muy poco representativa por tamaño, que son los fondos de reserva para las pensiones creados por las Organizaciones Intergubernamentales para la financiación de los planes de pensiones de sus empleados.

II.3.A.ii. Objetivos de inversión

En el caso de los Fondos de pensiones de empleo y los Fondos públicos de reserva de pensiones, ambos financiando planes de prestaciones definidas, la totalidad de los activos se invierten con un objetivo y una política de inversión comunes. Como la responsabilidad del pago de las prestaciones pertenece a la organización que patrocina el plan, el objetivo del Fondo suele estar ligado al pago de estas prestaciones¹¹ y consiste, de manera general, en producir un rendimiento que asegure su financiación. Al mismo tiempo, las prestaciones a pagar pueden medirse únicamente por las prestaciones corrientes a pagar en un determinado año o periodo o en términos de deuda global; es decir, las prestaciones corrientes más la deuda futura, constituida por las pensiones garantizadas por el plan.

Entender la estimación de la deuda es importante a la hora de fijar los objetivos de la política de inversión de este tipo de Fondos. La deuda futura la evalúan los actuarios en función de la proyección de la evolución de la mano de obra (beneficiaria del plan), de los sueldos a los que están ligadas las pensiones, de la probabilidad de jubilaciones anticipadas, tablas de mortalidad y otros factores. Dentro de las medidas de deuda global, Tschampion y otros (2007) distinguen tres tipos:

- *Accumulated Benefit Obligation* (ABO) o Deuda de prestaciones acumulada: representa el valor actual de las prestaciones a pagar, asumiendo que el plan se termina inminentemente, que los empleados cesan de trabajar y que el patrocinador del plan tiene que pagar las prestaciones procedentes de los derechos consolidados acumulados hasta la fecha.
- *Projected Benefit Obligation* (PBO) o Deuda de prestaciones proyectada: esta medida, al igual que la ABO, valora la deuda acumulada en una fecha determinada, pero no asume que los empleados dejan de trabajar, con lo que añade la proyección de futuros

¹¹ Varios acontecimientos pueden dar derecho a prestación: jubilación, desempleo invalidez o muerte. Sin embargo, la jubilación es la prestación más frecuente y, por ello, se hará referencia a ella al hablar de prestaciones de un plan.

aumentos de las prestaciones y de las contribuciones procedentes de los salarios. El nivel de solvencia (capacidad de financiación) del Fondo suele medirse a partir de la PBO.

- *Total Future Liability* (TFL) o Deuda futura global: comprende el valor presente de la deuda acumulada y la deuda proyectada. Esta última en función de todos los incrementos de las prestaciones previstos. Esta medida es la más completa pero también la más incierta.

En algunos países, los Fondos de pensiones ligados a planes de prestaciones definidas tienen la obligación legal de estar en todo momento en situación de financiar íntegramente la deuda. También pueden existir Fondos de pensiones ligados a planes de prestaciones definidas que son creados con el fin de financiar parcialmente la deuda y crear un rendimiento financiero que contribuya a su financiación y donde la deuda de pensiones no financiada se compensa con una provisión en el balance de la institución. En cualquiera de los casos, si el Fondo no contara con los recursos suficientes para cubrir el pago de las prestaciones, éstas se financiarían con el capital de la organización promotora del plan.

En cuanto a los Fondos públicos de reserva para las pensiones, pueden tener un objetivo de cobertura integral de la deuda o simplemente de contribución a la financiación de las pensiones.

Es muy importante señalar que, en un plan de prestaciones definidas, la incapacidad del Fondo de financiar las pensiones obligaría a la organización patrocinadora del plan bien a aumentar a las contribuciones (patronales y/o salariales), o bien a reducir las prestaciones comprometidas. Ambas medidas impopulares entre los accionistas, trabajadores y beneficiarios del plan.

En el caso de los Fondos adscritos a planes de contribuciones definidas, el objetivo de los partícipes es maximizar el valor de su participación en el Fondo para que el capital o renta obtenida a la jubilación sea lo más cuantioso posible.

II.3.A.ii.a. Rentabilidad

En términos de rentabilidad, los Fondos de pensiones o Fondos de reserva de pensiones adscritos a planes de prestaciones definidas buscan obtener un rendimiento en las inversiones que les permitirá hacer frente al pago de la deuda de pensiones.

En cuanto a los Fondos ligados a planes de contribuciones definidas, la rentabilidad buscada suele ser la que maximizará el valor de la prestación a recibir en el momento de la jubilación.

II.3.A.ii.b. Riesgo

En términos de política de inversión de un Fondo de pensiones, el rendimiento a conseguir está limitado por el riesgo - fluctuaciones en el valor del Fondo - que los patrocinadores y/o partícipes puedan soportar.

En el caso general de los Fondos de prestaciones definidas, si tienen un objetivo (legal o voluntario) de financiar integralmente la deuda en todo momento, el riesgo que pueden correr las inversiones es, en principio, pequeño, pues el valor del Fondo debe fluctuar estrechamente alrededor del valor de la deuda; si el ratio de cobertura de la deuda desciende mucho, el patrocinador del plan deberá tomar las (impopulares) medidas anteriormente mencionadas para mantener el nivel de financiación.

El valor de la deuda, a su vez, puede fluctuar por una modificación en la estructura humana de los beneficiarios del plan, variaciones del tipo de interés con que se descuenta la deuda futura, cambios en la inflación observada o esperada para el caso de las pensiones indexadas a la inflación, etc. De ahí el interés de muchos gestores por la gestión activo-pasivo, es decir: una gestión de los activos ligada a los cambios posibles de la deuda a fin de obtener un ratio de cobertura estable. En el marco de la gestión activo-pasivo es tan importante el rendimiento obtenido por los activos como la relación activos / deuda.

El riesgo tolerable también puede depender de la capacidad financiera del patrocinador del plan para asumir las pérdidas generadas por las inversiones del Fondo. En Fondos donde se parte de una razón deuda / activos mayor que 1, el “colchón” que supone este superávit de financiación sirve también de elemento incitador a tomar posiciones arriesgadas. Simultáneamente, si la deuda está insuficientemente financiada, este déficit puede servir de estímulo a tomar una posición arriesgada con el fin de generar un mayor rendimiento que permitirá cubrirlo.

Tschampion y otros (2007) identifican un riesgo en los Fondos de prestaciones definidas ligado a los resultados operativos de la compañía patrocinadora del plan. Cuanto menor sea la correlación entre los resultados de la empresa y los del Fondo, mayor será la

tolerancia al riesgo de éste último, en el sentido de que sus pérdidas podrán ser compensadas por contribuciones de la empresa.

El riesgo también dependerá de las necesidades (probables o ciertas) de liquidez de los Fondos de pensiones, que dependen, a su vez, de factores tales como por ejemplo, si el plan prevé opciones de recuperación anticipada de los beneficios, lo que aumenta las probables necesidades de liquidez y disminuye la tolerancia al riesgo. Otro factor que afecta a las necesidades de liquidez es la edad de la mano de obra activa; cuanto más avanzada, mayores serán las necesidades de liquidez en el corto / medio plazo, disminuyendo la tolerancia al riesgo.

En el caso de los Fondos adscritos a planes de contribuciones definidas, el objetivo de los partícipes es maximizar el valor de su participación en el Fondo para que el capital o renta obtenida a la jubilación sea lo más cuantioso posible. Si los activos están gestionados de manera global, el riesgo estará definido por la media de edad de los beneficiarios del plan. Cuanto más jóvenes sean, mayor riesgo pueden afrontar las inversiones, pues el Fondo tendrá menos necesidades de liquidez (pago de las prestaciones) y las posibles pérdidas en el corto plazo pueden recuperarse en el tiempo que debe transcurrir hasta la jubilación de los beneficiarios.

En ocasiones, los patrocinadores de estos Fondos proponen a los partícipes varias políticas de inversión (con su correspondiente estrategia) para que escojan el rendimiento y el riesgo que quieren asumir. En este caso, el rendimiento y el riesgo que definirán la política financiera de cada cuenta serán fijados de manera individual y, lógicamente, tendrían que tener relación con la edad del partícipe. Suele existir una opción por defecto, que es la política que se aplica cuando el partícipe no ha hecho una selección, pero estas opciones, apuntaba la OCDE en su estudio sobre las pensiones privadas de 2009, suelen ser demasiado conservadoras. Al mismo tiempo, la OCDE preconiza que una buena propuesta de inversión para un Fondo de contribuciones definidas debería incluir tres opciones de inversión suficientemente distintas las unas de las otras y la posibilidad para el partícipe de moverse entre ellas. Asimismo, la empresa idealmente proporcionará formación a los partícipes para poder elegir la opción de inversión más adecuada a su perfil.

En definitiva, el análisis de la etapa de determinación de objetivos de los Fondos de contribuciones definidas cambia si es el beneficiario el que hace la selección de la opción de

inversión o si es el patrocinador el que gestiona el Fondo para el conjunto de los beneficiarios. En el primer caso, el patrocinador del plan se retira de la tarea de fijar los objetivos, únicamente propone opciones y es el partícipe del plan que decide.

Por último, cabe señalar que un factor relativamente importante a la hora de definir el riesgo de un Fondo de pensiones es la aversión al riesgo de sus patrocinadores y/o partícipes o, dicho de otro modo, la capacidad (psicológica) para soportar pérdidas drásticas a causa de mercados financieros bajistas.

A continuación, describiremos otros riesgos ligados a las inversiones. Estos, si bien confluyen en el riesgo fundamental, que es el riesgo absoluto de pérdida e imposibilidad de alcanzar el objetivo de rendimiento, son tratados de manera distinta por los inversores e, incluso, en distintas etapas del proceso de inversión. Así, la mayoría de los factores de riesgo señalados seguidamente suelen afectar más al diseño de la estrategia de inversión y su implementación que a la determinación de la política.

II.3.A.ii.c. Riesgo relativo

El riesgo relativo viene de la diferencia entre el rendimiento de la cartera real y un rendimiento de referencia que (en teoría) cumple con los objetivos de inversión. En general, la referencia suele estar definida a través de una cartera modelo compuesta por los índices de referencia de los mercados donde el inversor opera, pero también puede ser una cifra de rendimiento (absoluto).

El riesgo relativo influye en varias etapas y decisiones dentro del proceso de inversión. Por ejemplo, el riesgo relativo es un factor importante para la decisión sobre el estilo de gestión - activa contra pasiva -, siendo la primera la que conducirá a un mayor riesgo relativo. Asimismo, las fases de selección del gestor y de evaluación de resultados se ven afectadas por el riesgo relativo pues, si la diferencia entre los resultados del gestor y de su referencia es negativa o muy volátil, puede haber consecuencias para el gestor seleccionado.

II.3.A.ii.d. Riesgo de (falta de) liquidez

Este riesgo implica la imposibilidad de saldar las posiciones o de realizar importantes pérdidas en la venta de títulos debido a la falta de liquidez de los mismos. Normalmente este riesgo se tiene en cuenta a la hora de elegir determinadas categorías de activos cuando se diseña la estrategia o de seleccionar los vehículos de inversión.

II.3.A.ii.e. Riesgo operacional

Ligado a los errores en el tratamiento de las operaciones de inversión que pueden tener consecuencias tales como el coste de oportunidad, pérdidas en el valor de los activos o mayores costes de administración y gestión. Evidentemente, este riesgo está muy presente en la etapa de ejecución de las inversiones.

II.3.A.ii.f. Riesgo de contrapartida

En determinados productos y operaciones financieras, la recuperación del rendimiento de la operación e incluso del capital invertido puede depender de la solvencia de la contrapartida de la operación. Este riesgo aparece en las operaciones de tesorería, en los contratos de derivados y en la inversión en deuda y productos estructurados. En la decisión sobre las clases de activos y sobre el vehículo de inversión dentro de la etapa de implementación de la estrategia es donde más se considera el riesgo de contrapartida.

II.3.A.ii.g. Fiscalidad

La minimización de la fiscalidad del rendimiento y/o plusvalías suele ser un objetivo importante en las inversiones. En el caso de los Fondos de pensiones, la forma de contribuir al plan por parte del patrocinador, así como la forma de pagar las prestaciones, tienen también implicaciones fiscales para los agentes involucrados.

II.3.A.ii.h. Regulación

También es importante tener en cuenta, a la hora de fijar los objetivos, el rendimiento y el riesgo del fondo, la regulación a la que está sometido.

Anteriormente, mencionábamos que en algunos países existe la obligación legal para los Fondos que financian planes de prestaciones definidas de conservar un ratio de cobertura de la deuda del 100%, lo que condiciona considerablemente el rendimiento objetivo y el riesgo soportable. La política de inversión puede estar afectada también por límites legales impuestos a la distribución de los activos de la cartera, lo que puede limitar las posibilidades a la hora de fijar el rendimiento objetivo. Al final de 2007, aproximadamente en la mitad de los países de la OCDE todavía se ponían límites a las inversiones de los Fondos de pensiones en determinadas categorías de activos. Los límites más frecuentes afectan a la proporción de acciones y a la inversión en títulos extranjeros. (OECD, 2009b).

II.3.A.ii.i. Costes de administración

Habitualmente los Fondos de pensiones pueden tener entre sus objetivos minimizar los costes de administración y gestión, lo que puede condicionar la fijación del rendimiento y el riesgo de las inversiones y, de manera general, todas las etapas del proceso inversor.

III.3.B. Estrategia de inversión

El diseño de la estrategia de inversión consiste en definir una cartera que alcanzará los objetivos de rendimiento y riesgo fijados en la política, es decir, que cumplirá con los objetivos del inversor.

Balbridge (1999) fija una diferencia entre política y estrategia de inversión y gestión táctica de la cartera por el horizonte temporal aplicable a cada una de ellas. Así, la política incumbe un horizonte largo (tan largo como la vida del Fondo o de la organización patrocinadora del plan). La estrategia, si bien puede seguir teniendo un horizonte extenso, es menor que el de la política de inversión y mayor, en cualquier caso, que el de la gestión táctica de las inversiones. Las estrategias de inversión a menudo se revisan cada tres o cinco años.

Otra forma de diferenciar política, estrategia y táctica de inversión podría ser considerando la política como aquellas decisiones que se imponen de manera exógena a los administradores / gestores por los patrocinadores del plan y que comprenden más de un ciclo económico. La estrategia son decisiones de largo plazo tomadas por los administradores / gestores y comprenden al menos un ciclo económico. Por último, las decisiones a corto plazo constituirían la gestión táctica, que abarca menos de un ciclo económico.

La estrategia de inversión servirá para alcanzar los objetivos de la política financiera, es decir, obtener el rendimiento y el riesgo deseados, cumpliendo con la regulación vigente y respetando el presupuesto de administración y gestión. Básicamente se compone de dos elementos: la distribución de activos estratégica y el modo de implementarla.

III.3.B.i. La distribución de activos estratégica

Consiste en definir una cartera de inversión óptima¹² con una determinada repartición de activos, que deberá cumplir con los objetivos del inversor.

La distribución de activos se construye, en un primer momento, a partir de decisiones sobre las clases o categorías de activos¹³ a incluir en la cartera, la determinación de la rentabilidad y el riesgo esperados de los mismos y, en ocasiones pero no necesariamente durante esta etapa, su estilo de gestión.

Una vez definido el tipo de activos financieros donde se desea invertir, el inversor decide la combinación óptima de los mismos. Para ello puede apoyarse en modelos financieros o hacerlo a partir de su propio discernimiento. Finalmente, el inversor establecerá una serie de límites de fluctuación de las proporciones de los distintos activos dentro de la cartera.

III.3.B.i.a. Selección de las categorías de activos

La selección de las clases de activos que compondrán la cartera puede hacerse previa al diseño de la cartera óptima o simultáneamente. La decisión puede estar basada en el perfil de rendimiento y riesgo, el grado de correlación con otros activos, la liquidez, cuestiones relacionadas con la administración y seguimiento de las inversiones - tamaño de la cartera, presupuesto de gestión, conocimiento técnico -, requisitos legales, cuestiones fiscales o preferencias particulares del dueño / patrocinador de los fondos.

En los últimos años, las clases de activos consideradas por los inversores se han sofisticado enormemente y, de la clásica elección entre acciones y bonos, se ha pasado a un formidable universo de inversión. Por regla general, el tamaño de las carteras está muy ligado a su grado de sofisticación. Los grandes inversores, en primer lugar, necesitan una mayor diversificación para disminuir el riesgo y por ello recurren a más categorías de activos y, en segundo lugar, están mejor equipados para incorporar las categorías de activos más complejas.

¹² Óptima en el sentido de que no habrá otra cartera que genere un mayor rendimiento para un nivel de riesgo determinado.

¹³ Las clases de activos corresponden a las grandes categorías de inversiones que tienen diferentes niveles de riesgo y rentabilidad como son las acciones, las obligaciones, los inmuebles o la liquidez.

III.3.B.i.b. Establecimiento de las hipótesis de rendimiento y riesgo

Una etapa importante dentro de la construcción de la distribución óptima de activos es establecer el rendimiento y el riesgo esperados de las distintas categorías. Basándose en la hipótesis de que el futuro se asemejará al pasado, existen modelos de estimación de retornos y riesgo esperados basándose bien directamente en el estudio del comportamiento de series históricas de algún índice de mercado representativo, o bien en el estudio de factores que históricamente han mostrado una influencia en el binomio rendimiento / riesgo. Otros inversores utilizan expectativas de rendimiento y riesgo futuros, bien las suyas propias o bien las de expertos en la materia.

III.3.B.i.c. Estilo de gestión

Las decisiones relativas al estilo de gestión, tales como si será activa o pasiva / indexada y, dentro de la gestión activa, el nivel de capitalización de las empresas donde invertir, si la selección de títulos se concentrará sobre las oportunidades de crecimiento de las empresas o bien sobre las oportunidades surgidas a raíz de una inexacta valoración de las mismas, etc., pueden tomarse durante esta etapa de selección de categorías de activos. Si se hace durante esta fase, implicará que, por ejemplo, las grandes capitalizaciones bursátiles se considerarán una categoría de activo independiente de las acciones. Kritzman (1999) señalaba que algunos estilos de inversión se consideraban como clases de activos porque el gestor de las mismas las promocionaba como tales creyendo que el inversor será más proclive a invertir en ese producto si está considerado como una clase de activo en lugar de (simplemente) un estilo de gestión.

Una de las decisiones más importantes sobre el estilo de gestión concierne la decisión entre gestión activa contra pasiva, pues está muy ligada a la forma de determinar el riesgo de la cartera y a los costes.

III.3.B.i.c.1 Gestión pasiva

Al analizar la cuestión del riesgo, hemos visto que, en ocasiones, éste se fija en términos absolutos (variaciones absolutas del valor de la cartera) o relativos (variaciones relativas al rendimiento de referencia, expresado en términos absolutos o como el rendimiento de una cartera modelo). Por tanto, en la determinación del riesgo global de la cartera, parte del

mismo procede de la gestión activa pues es ésta la que da un mayor riesgo de divergencia con respecto a la referencia.

La mejor manera de reducir el riesgo relativo es a través de la gestión indexada, un tipo de gestión pasiva. En la gestión pasiva, por definición, no se reacciona a los cambios en las condiciones o expectativas de los mercados financieros. Dentro de esta estrategia se distinguen la gestión *buy and hold*, donde los títulos de la cartera se mantienen hasta el vencimiento, y la gestión indexada, que replica el rendimiento de un índice de mercado¹⁴. Esta replicación la puede conseguir construyendo una cartera idéntica al índice o una cartera de títulos o de derivados cuyo comportamiento se asemeje al del índice.

La gestión pasiva es, por lo general, menos gravosa que la gestión activa, pues los costes de análisis y seguimiento son menores. Los costes de transacción son también inferiores al ser la rotación de la cartera más reducida. La media de comisiones y gastos de los fondos activos en Europa es del 1,5%, pero puede variar substancialmente del 0,5% al 6%, dependiendo de su estrategia de inversión. Las comisiones y los gastos de los fondos indicados varían también, pudiendo ir del 0,1% al 0,5%.

Sin embargo, la razón fundamental para la selección de una estrategia de gestión indexada es la creencia en la eficiencia de los mercados, es decir, que en los mercados financieros, sobre todo en aquellos donde el análisis y la información son extensos y las transacciones se realizan de forma casi instantánea, todos los agentes poseen la misma información y, por tanto, es difícil conseguir rentabilidades ajustadas por el riesgo mayores que la media del mercado. Un estudio publicado en 2009 por la empresa americana de análisis financiero Standard & Poor's (Standard & Poor's, 2009), comparaba los resultados desde 2004 hasta 2008 de gestores activos contra el índice bursátil que trataban de superar. En el 71,9% de los casos, el índice S&P 500 (representativo de las grandes capitalizaciones estadounidenses) mostraba una rentabilidad superior a la de los fondos activos invertidos en este tipo de empresas. El índice S&P 400 (representativo de las compañías medianas) se comportó mejor que los fondos activos invertidos en acciones de empresas medianas en el 79,1% de los casos mientras que el S&P small cap 600 (representativo de las compañías pequeñas) rindió más que el 85,5% de los fondos activos de empresas pequeñas. Estos

¹⁴ Índice de mercado: cálculo matemático realizado en base al comportamiento de las acciones que cotizan en determinado mercado o sector.

resultados eran similares a los del ciclo anterior de 1999-2003. Es más, según este mismo estudio, la creencia de que los fondos activos se comportan mejor en las fases bajistas de los mercados no es correcta, pues la mayoría de los fondos activos se comportaron peor que su índice de referencia en los mercados bajistas de 2000, 2002 y 2008.

A veces se combinan las dos estrategias – activa y pasiva – en la llamada gestión *core-satellite* (núcleo - satélite), donde una parte de la inversión se gestiona de forma pasiva, y a este núcleo pasivo se le añaden estrategias de gestión activa. Existe también la gestión pasiva *enhanced*, donde el objetivo es replicar un índice pero introduciendo ciertas operaciones de gestión activa con las que se espera aumentar la rentabilidad.

Normalmente, en la gestión indexada se replican los índices ponderados por la capitalización de las empresas que cotizan en un determinado mercado. No obstante, una práctica que algunos gestores están empezando a poner en práctica es una gestión indexada donde el índice replicado no está ponderado por la capitalización bursátil de los diferentes componentes, sino que se construye un índice con un cierto criterio, como puede ser, compañías infravaloradas (en opinión del constructor del índice) o por tamaño del país o de su PIB, para el caso de índices de renta fija, factores ISR, por citar algunos ejemplos.

III.3.B.i.c.2 Gestión activa

La gestión activa consiste en la realización de operaciones de inversión con el fin de superar el rendimiento medio de un mercado. Dentro de la gestión activa, existen varias estrategias:

✓ *Top down / Bottom up*

En la gestión *top down* se concede gran importancia a la selección del área geográfica y del sector donde invertir, mientras que la gestión *bottom up* se concentra principalmente en la selección de títulos. Los gestores de carteras *top down* centran su análisis en factores macroeconómicos de zonas geográficas y/o sectores económicos donde esperan encontrar oportunidades de inversión. Una vez hecha la selección geográfica y sectorial, se centran en el análisis de los títulos individuales para su selección final. Los gestores de carteras *bottom up* normalmente empiezan su búsqueda directamente con el análisis de títulos individuales.

✓ Gestión basada en el análisis cuantitativo / fundamental / técnico:

El análisis cuantitativo aplica el cálculo estadístico y matemático a datos fundamentales sobre compañías (datos históricos y estimaciones de beneficios, flujos de caja, ventas, etc.) y sus cotizaciones. El objetivo del análisis cuantitativo es el descubrir imperfecciones en el proceso de formación de precios de los mercados. La gestión cuantitativa se basa en la selección de acciones de compañías que sufren infravaloraciones más o menos pronunciadas. La selección de valores se realiza mediante técnicas estadísticas que se aplican de forma automática.

El análisis fundamental se basa en el estudio de los estados financieros de una compañía, así como de sus expectativas futuras, planes de expansión y factores relativos al sector que puedan afectar su funcionamiento. Para valorar un título, el análisis fundamental realiza estimaciones de ventas, flujos de caja, beneficios y dividendos futuros para fijar precios objetivo basados en descuentos de flujos de caja futuros, niveles de PER¹⁵, crecimientos de beneficios, y comparaciones con el mercado. En el análisis fundamental, la subjetividad de la opinión del analista sobre dónde invertir y cuándo hacerlo juega un papel importante.

El análisis técnico se refiere a un conjunto de técnicas que tratan de predecir las cotizaciones bursátiles a partir de su perspectiva histórica, teniendo en cuenta el comportamiento de ciertas magnitudes relativas a los mercados donde los títulos cotizan, como volumen de contratación y evolución de las cotizaciones. Se basa en el comportamiento y la psicología de los inversores y en el movimiento de los precios. Está apoyado en gráficos que indican la evolución histórica de los precios de los valores, el análisis de figuras y el uso intensivo de ciertos indicadores.

✓ *Gestión contrarian*

Este estilo de gestión se opone a las tendencias de los mercados. De este modo, el gestor *contrarian* compra, casi sistemáticamente, lo que los otros inversores están vendiendo y viceversa.

Por último, dentro de la gestión activa, el estilo de gestión puede centrarse en la selección de grandes o pequeñas empresas, inversión en ciertos sectores económicos, con

¹⁵ El PER (*Price Earning Ratio*) mide la relación entre la cotización bursátil de una acción y su beneficio después de impuestos. Es un método de valoración por medio del cual se considera que el mercado está valorando las empresas en función de los beneficios que obtiene.

cobertura del riesgo de divisa o sin ella. En el caso de la renta fija, pueden seleccionarse emisiones de una determinada duración, de ciertos países o zonas geográficas, con una mínima calidad crediticia o denominados en divisas extranjeras. Las inversiones inmobiliarias pueden hacerse directamente a través de la adquisición y gestión de inmuebles o indirectamente a través de la compra de acciones de empresas inmobiliarias cotizadas y en un espectro de países o de sub-sectores (residencias, centros comerciales, etc.). Finalmente, como veremos en el capítulo cinco, en la mayoría de los casos, las inversiones socialmente responsables son consideradas como un estilo de gestión.

En la etapa de selección del estilo de gestión suele incluirse la determinación de las fuentes de análisis. Normalmente, dada la complejidad de los mercados financieros y la vasta gama de productos y técnicas disponibles, el análisis suele adquirirse de un proveedor externo. En ocasiones, para inversores institucionales bien equipados, el análisis externo se contrasta con el interno.

III.3.B.ii. Diseño de la cartera óptima

La cartera óptima está compuesta por una serie de categorías de activos en diversas proporciones que se espera que produzcan el mayor rendimiento posible para un riesgo dado.

Para diseñar la cartera óptima, el inversor puede utilizar su propio discernimiento, pero los inversores más metódicos (como son, en general, los inversores institucionales que nos ocupan) utilizan modelos financieros, más o menos complejos, que les permiten ser consistentes en sus decisiones. Estos modelos están basados en las matemáticas financieras, la estadística, la econometría y, en ocasiones, la psicología de los inversores.

Cabe destacar que, en ocasiones, la complejidad de algunos modelos dificulta su utilización y, como señala la escuela de negocios francesa EDHEC en una investigación sobre las prácticas de los inversores europeos realizada durante 2008 y 2009 (Goltz, 2009), en la práctica muchos inversores no utilizan los modelos más complejos, desarrollados por regla general por investigadores académicos, por su falta de comprensión de los mismos.

Como se señalaba anteriormente, en algunos países los inversores institucionales deben respetar ciertos límites a la proporción de algunos activos en la cartera. El inversor debe entonces incorporar estos límites a la construcción de su cartera óptima. Normalmente,

estos límites están justificados por la prudencia de las inversiones, pero también puede haber razones políticas o fiscales.

No entraremos en el detalle de los modelos de distribución de activos, pues requeriría varias tesis doctorales, solamente concluiré que la utilización de estos modelos da lugar a una cartera óptima (llamada también cartera modelo) de la que se espera obtener el rendimiento y el riesgo establecidos en la política financiera y que, por tanto, mejor se ajusta a los objetivos del inversor.

Cuando se habla de distribución de activos y carteras modelo, es importante mencionar que los inversores suelen establecer unos límites de fluctuación de las diferentes clases de activos alrededor de su proporción objetivo. Lo que se pretende con estas bandas de fluctuación es que el gestor no tenga que realizar continuas transacciones para compensar las divergencias que se producen como consecuencia de los diferentes ritmos de crecimiento de los activos que la componen. El tamaño de las bandas, así como la frecuencia del ajuste, dependen de los objetivos del inversor en términos de riesgo y de costes de transacción. Cuanto mayores sean las bandas y menos frecuente el ajuste, la cartera tendrá un mayor riesgo relativo, medido como la diferencia con respecto a la cartera de referencia (cartera objetivo), pues la referencia es estática mientras que la cartera real fluctúa.

III.3.B.iii. Modalidades de implementación

Una decisión importante en el diseño de la estrategia de inversión hace referencia al modo de implementación y la principal medida consiste en establecer si la cartera será estática en el tiempo o si será dinámica, variando en función de las condiciones o expectativas de los mercados financieros, es decir, si se tomarán decisiones tácticas. Una práctica que algunos inversores están utilizando en los últimos años es la de modificar la distribución de los activos en el corto plazo en función del nivel global de riesgo de la cartera en un determinado momento.

La creencia en la eficiencia de los mercados no debería dejar lugar a las variaciones tácticas de la gestión dinámica, pues cualquier oportunidad que pueda surgir a corto plazo desaparecerá inmediatamente, ya que, como todos los agentes poseen la misma información y actuarán en la misma dirección, la ocasional ventaja se disipará rápidamente.

Los límites de fluctuación pueden utilizarse como herramienta de una cartera dinámica. En estos casos, el inversor constituye una cartera objetivo dejando grandes límites de ajuste entre los distintos componentes. El gestor/administrador se moverá dentro de estas bandas de fluctuación en función de factores ligados a expectativas de movimientos de los mercados, sin efectuar un ajuste (mecánico) únicamente para compensar las divergencias que se producen como consecuencia de los diferentes ritmos de crecimiento de los activos que la componen.

III.3.C. Implementación de la estrategia de inversión

Una vez tomadas las decisiones sobre las categorías de activos donde invertir, la proporción de éstos en la cartera, el estilo de gestión, los límites de fluctuación permitidos y la frecuencia y razones de eventuales ajustes, el siguiente paso sería la implementación y ejecución de todas estas decisiones. Es decir, la composición de la cartera real replicando la cartera modelo o aquella que deberá generar el rendimiento (absoluto) deseado.

En esta etapa se tomarán primero una serie de decisiones sobre la estructura de la cartera, es decir, el vehículo de inversión, el equipo de gestión – interno o externo - y, en el caso de que la gestión sea externa, se seleccionarán los gestores con los que se invertirá. Una vez definida la estructura de la cartera, se pasa a la ejecución.

Dentro de la literatura revisada, algunos autores incluyen las decisiones sobre la estructura de la cartera en la fase de diseño de la estrategia de inversión (Fabozzi y Markowitz, 2002 y Maginn y otros, 2007). Mientras que otros las incluyen en la fase de implementación / ejecución (Cordes y otros, 2004 y Balbridge, 1999).

Estas disposiciones están ligadas directamente a las categorías de activos que componen la cartera. De manera general, el proceso de diseño y ejecución de la estrategia de inversión debe ser iterativo, en el sentido de que no se puede seleccionar una clase de activo o un estilo de gestión sin tener una oferta de gestores apropiados. Por otro lado, al igual que para la selección de las categorías de activos, las decisiones sobre la estructura de la cartera pueden estar basadas en factores tales como el tamaño de la cartera, el presupuesto previsto para cubrir los gastos de la gestión / administración o el conocimiento técnico del inversor, por citar algunos.

III.3.C.i. Estructura de la cartera

III.3.C.i.a. Vehículo de inversión.

La definición de las clases de activos determina el mercado financiero donde la cartera invertirá: acciones, renta fija, inmobiliario, etc. Mientras que las disposiciones relativas al vehículo de inversión determinan la forma de acceso del inversor a estos activos.

Una primera decisión a tomar a la hora de definir el vehículo de inversión concierne la gestión directa frente a la gestión indirecta:

- Gestión directa: el inversor accede directamente a los mercados financieros bien él mismo o a través de un gestor externo especializado al que se le da un mandato de gestión con diversas líneas directrices. Estas deben incluir, como mínimo, el rendimiento y el riesgo deseados (en términos absolutos o referenciados a un índice representativo del mercado donde invierten), estrategia requerida, límites a la inversión, productos permitidos, número máximo de operaciones y delegación de responsabilidades.
- Gestión indirecta: el inversor se adhiere a un vehículo de inversión externo a su estructura, normalmente un fondo de inversión colectiva, a través del cual operará en los mercados financieros. “Adquirir participaciones de un fondo de inversión de carácter financiero supone adherirse a un patrimonio constituido por las aportaciones de un conjunto de partícipes. Este patrimonio es administrado por una sociedad gestora que lo invierte en valores u otros instrumentos financieros de diferentes características, de acuerdo a los criterios fijados en el reglamento de gestión y folleto del fondo y a las especificaciones legales” (CNMV, 2014).

Los fondos de inversión colectiva tiene la ventaja de que solucionan el problema de la exposición a una determinada categoría de activo o mercado para pequeños inversores que no se pueden permitir comprar ellos solos una cantidad suficiente de títulos para estar debidamente diversificados. A su vez, estos fondos proporcionan economías de escala, reduciendo los costes de transacción y de gestión para el inversor individual. La contabilidad y el registro de operaciones son también simplificadas y, por último, los fondos de inversión disfrutan de un marco regulatorio y un control formal de la gestión.

El inconveniente es que el inversor pierde libertad para fijar los límites de la gestión ya que, cuando suscribe el fondo, se adhiere automáticamente a las líneas directrices del fondo, comunes a todos los partícipes y normalmente reguladas por la autoridad financiera del país donde el fondo es comercializado. Una solución a este problema, normalmente reservada a grandes inversores, la dan los fondos personalizados, donde un inversor es propiedad de la gran mayoría de las participaciones y posee con ello la potestad de determinar la política de gestión del fondo.

III.3.C.i.b. Selección de gestor.

Dependiendo de las capacidades del inversor, la gestión se realizará interna o externamente. En el caso de la gestión externa, el procedimiento de selección de la gestora varía dependiendo del tipo de inversor y del vehículo de inversión seleccionado.

En el caso de los vehículos de inversión colectiva, la selección comienza directamente con la elección del vehículo de inversión, inicialmente a partir de la información reflejada en su prospecto, que es un documento público. Si la información presentada en el prospecto le pareciera insuficiente, el inversor contacta directamente la gestora para conseguir la información que desea.

Para los mandatos o fondos de gestión personalizados, la selección de la gestora se aborda con la demanda de información directamente dirigida a ella. La demanda puede tener un carácter más o menos formal y llevarse a cabo a través de medios electrónicos, entrevistas personales o bien a través de un concurso donde varias gestoras de productos o servicios similares son puestas en competición. Este último suele ser el medio preferido por los inversores institucionales, a fin de mostrar a todas las partes implicadas su transparencia y objetividad en el proceso de selección.

Por lo general, las cualidades de una gestora y de los productos o servicios que ofrecen se evalúan desde los siguientes puntos de vista:

- ✓ Solidez y experiencia de la compañía.

Dentro de este apartado el inversor intenta obtener información sobre la historia de la gestora, su accionariado, su solidez financiera, la gestión del riesgo corporativo, cómo está organizado su sistema de control de gestión y auditoría y su plan de recuperación de catástrofes. También se le cuestiona sobre los premios o recompensas recibidos por su

trabajo, el volumen de activos bajo gestión y como están repartidos por tipo de producto, zona geográfica y cliente, así como su evolución. Por último, en ocasiones los inversores demandan referencias de otros clientes.

✓ Características del mandato o del fondo de inversión.

Evidentemente, un fondo existente es más fácil de describir que un mandato o un fondo personalizado por crear. En el caso de los fondos existentes, la información requerida concierne la fecha de creación del fondo, el tamaño actual y su evolución en los últimos años, cambios significativos en la gestión desde la creación, marco legal, índice de referencia, divisa de denominación, cobertura del riesgo divisa, objetivos de rentabilidad y riesgo, rentabilidad y riesgo históricos absolutos y relativos (diferencias contra el índice de referencia representativo del mercado donde el fondo invierte o contra un grupo de gestores con la misma estrategia o universo de inversión), honorarios y gastos esperados de gestión fijos y variables, nivel de rotación de los títulos en cartera, instrumentos / técnicas de gestión permitidos por la regulación a la que está sometida el fondo, instrumentos / técnicas de gestión utilizados en la práctica y composición del fondo en un determinado momento. Por último, se puede pedir información sobre la composición de los inversores: número y tamaño, tipo de inversor (institucional o particular), rotación de la clientela del fondo y razones dadas por los clientes para la salida.

En el caso de un mandato o de un fondo personalizado, la gestora puede describir mandatos o fondos similares bajo su gestión o bien describir las características del producto a crear.

✓ Calidad, experiencia y esquema de remuneración del equipo gestor.

La composición del equipo de gestión y de análisis es un punto importante a evaluar dentro del proceso de selección. Así, se consideran importantes el tamaño, la formación y experiencia del equipo gestor tanto en sus funciones actuales como en el pasado. Algunos inversores demandan el sistema de remuneración de los gestores, pues su motivación financiera puede influenciar el comportamiento de la inversión.

✓ Proceso de inversión.

Representa la forma de diseñar la política y la estrategia de inversión así como su implementación y ejecución.

Puede comenzar por estudiar las fuentes y procedimiento de investigación y análisis. Si la gestora utiliza análisis externos, la interacción entre los gestores / analistas internos y el análisis externo se convierte en un factor importante de evaluación. Más adelante, el inversor se interesa sobre los factores que deciden la distribución estratégica de los activos, así como la base de las decisiones tácticas, la estrategia de elección de títulos, la disciplina de venta y el control del riesgo de inversión.

El horizonte temporal de ideas de inversión es un factor de interés, así como el conocer cuántos títulos compondrán típicamente la cartera y cómo se realizará su seguimiento.

Por último, el inversor demandará también una descripción del proceso de ejecución de las órdenes, su registro y seguimiento. Algunos inversores organizan un proceso llamado de *due diligence*, que consiste en visitas a la gestora con el fin de conocer en detalle los procesos de decisión, ejecución y registro de las operaciones para asegurarse de la eficiencia y calidad de los mismos.

✓ Comunicación de resultados.

En este apartado se indaga sobre el modo y la frecuencia de presentar los resultados. Normalmente los gestores de fondos publican un informe mensual y un informe anual. En el informe mensual se incluyen una breve descripción del fondo, su comportamiento en términos de rentabilidad y riesgo en el mes, así como en diversos periodos, una comparación con su índice de referencia, composición geográfica y sectorial, las diez primeras posiciones y comentarios del gestor sobre la situación de los mercados y la estrategia de inversión. El informe anual presenta una descripción del fondo y su estructura legal, el informe de gestión para el ejercicio y las cuentas anuales debidamente auditadas.

En el caso de los mandatos de gestión o fondos personalizados, el informe de gestión está hecho a medida y se presenta a la demanda, a menudo con el mismo tipo de la información que el informe mensual/anual que un fondo de inversión colectiva ofrece.

✓ Relación con el cliente.

En este apartado se evalúa la calidad y disponibilidad del equipo comercial, pues es el que más frecuente contacto tiene con el inversor, y se establece un ritmo de visitas.

III.3.C.ii. Ejecución

La ejecución de la inversión se realiza minimizando los errores operacionales y los costes tanto explícitos como de oportunidad. Asimismo, en las operaciones de transición entre inversiones, deben controlarse las posibles diferencias en las fechas de ejecución y liquidación entre la antigua y la nueva inversión, pues pueden llevar a una composición temporal de la cartera distinta de la deseada lo que, especialmente en las clases de activos más volátiles, puede dar lugar a importantes pérdidas de rentabilidad y/o desviaciones de la cartera modelo que aumentan el riesgo relativo.

La ejecución de las inversiones implica de manera importante al banco depositario de los títulos, con el que se establecen los procedimientos y las condiciones para la ejecución de las órdenes, la gestión y remuneración de la liquidez, préstamo de títulos, registro de las operaciones, el ejercicio del voto, la recepción de cupones y dividendos, el pago de impuestos, entre otras cosas.

Por último, los activos de una cartera pueden ser invertidos de una sola vez o utilizando la técnica llamada *dollar cost average*, que consiste en fraccionar las inversiones a lo largo de un determinado periodo con el fin de intentar reducir el riesgo de entrada en un mal momento del mercado.

III.3.D. Evaluación y comunicación de resultados

Última etapa del proceso inversor, aunque puede ser también la desencadenante del mismo. En efecto, el examen de los resultados permitirá confirmar que el proceso inversor está cumpliendo los objetivos previstos/deseados o señalar la necesidad de modificarlo, con lo que el proceso volvería a comenzar.

La evaluación de los resultados comporta dos aspectos. Por un lado, la evaluación del comportamiento de las inversiones y, por otro, la evaluación de la situación particular del inversor, pues puede que haya cambiado, independientemente de los resultados de la inversión o como consecuencia de los mismos. En esta etapa, si la cartera es gestionada con una estrategia de activo – pasivo, también se mide la relación activos / deuda y su evolución, considerando los diversos factores que influyen en esta relación.

El comportamiento de las inversiones se analiza desde la óptica de la rentabilidad obtenida y el riesgo. El análisis de resultados exige la verificación del cumplimiento de los

objetivos fijados en la estrategia de inversión. El horizonte de evaluación debe ser compatible con la clase de activo y el estilo de gestión. Entre las medidas de rentabilidad y riesgo se incluyen:

- ✓ La rentabilidad absoluta.
- ✓ Rentabilidad ajustada por el riesgo con medidas tales como el ratio de Sharpe¹⁶ o el ratio de información¹⁷.
- ✓ Rentabilidad relativa o comparativa de la inversión contra un índice de referencia y contra un grupo de inversores con la misma estrategia o universo de inversión.
- ✓ Riesgo absoluto, medido por la desviación típica de los rendimientos, el Valor en riesgo (VaR)¹⁸ y la pérdida esperada.
- ✓ Riesgo relativo, medido por *el tracking error* o volatilidad de la diferencia entre la rentabilidad de la inversión y la del índice de referencia.
- ✓ Medidas de contribución y de atribución de rentabilidad para determinar qué decisiones han contribuido de manera positiva o negativa a la rentabilidad de la cartera.

Por regla general, los inversores establecen sus propias normas para la medición de los resultados, a partir de las medidas estadísticas anteriormente citadas, aunque también pueden seguir estándares internacionales, tales como las normas GIPS (Global Investment Performance Standards). Estas normas se crearon hace unos años cuando, ante la creciente internacionalización de los mercados financieros y el incremento del número de gestores, surgió la necesidad de establecer una serie de normas de carácter internacional de medición y presentación de los resultados de las inversiones. En 1995, el Instituto CFA patrocinó la creación de unas normas estándar internacionales y, finalmente, en 1999 se promulgaron las normas GIPS. En 2005 fueron revisadas y actualizadas, incorporando pautas relativas a los activos inmobiliarios y de capital riesgo y en 2010 se hizo la última revisión, con efectos el 1 de enero de 2011. En la actualidad, las normas GIPS han sido adoptadas por firmas de gestión de inversiones en más de 30 países. El objetivo es presentar los resultados de manera que sea

¹⁶ El ratio de Sharpe es una medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión.

¹⁷ El ratio de información mide el diferencial entre la rentabilidad de un fondo sobre su índice de referencia y el riesgo asumido en la gestión al separarse en mayor o menor medida al índice de referencia.

¹⁸ El VaR se define como un valor límite de modo que la probabilidad de que la pérdida de la cartera durante un periodo determinado sea superior a este valor es el nivel de probabilidad dada.

fácil la comparación entre gestores, con independencia del lugar de origen, así como facilitar la evaluación de los gestores por sus clientes.

Cuando la gestión es externa, los resultados de la gestión son calculados por el gestor y, en ocasiones, sobre todo cuando se trata de un inversor institucional, esta información es verificada con un segundo cálculo realizado internamente o a través de un proveedor externo que puede ser el banco custodio o bien un consultor. En el caso de la gestión interna, el cálculo del rendimiento de las inversiones también puede ser realizado y/o verificado por una agente externo.

En cuanto a la comunicación de resultados, es importante describir varias vías de comunicación, que varían en función del inversor y de la estructura de gobierno de la cartera. De manera general, el principal canal de comunicación va del gestor hacia el dueño de las inversiones. En el caso de los inversores institucionales actuando por cuenta del inversor final, la información sobre los resultados tiene su origen en ellos mismos cuando la gestión es interna o, si recurren a un gestor externo, la información transita por ellos, que se encargan seguidamente de transmitirla al propietario de los fondos.

En la gestión de los Fondos de pensiones y Fondos de reserva de pensiones, es el órgano de dirección, que actúa de intermediario entre la gestión y las partes implicadas en el plan¹⁹, el que se encarga de recibir y evaluar los resultados en primer lugar. Seguidamente, se encargarán de transmitirlos al patrocinador del plan, a los partícipes y algunos Fondos de pensiones, por voluntad propia de transparencia o por su carácter público, hacen pública esa información.

¹⁹ En España, este rol lo ocuparía la Comisión de Control, designada por el sponsor del plan a partir de representantes de la empresa y de los partícipes.

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO Y FONDOS PÚBLICOS DE RESERVA PARA LAS PENSIONES

IV.1. Presentación

Según se anticipaba en la introducción, este capítulo constituye la parte sustantiva de la tesis pues se analiza en detalle el proceso inversor de los Fondos de pensiones de empleo y los Fondos públicos de reserva para las pensiones socialmente responsables. El objetivo principal es identificar las modificaciones que el componente ISR introduce en este proceso, lo que nos conducirá a dar respuesta a las preguntas planteadas en la tesis y que expresaremos en las conclusiones.

El esquema de la descripción de cada Fondo está basado en el del propio proceso inversor, es decir, después de introducir brevemente la naturaleza y la historia del Fondo, se describe su estructura de gobierno y las distintas fases del proceso inversor en el mismo orden en que están descritas en el Capítulo III. Obviamente, se han añadido las etapas relacionadas con las actividades específicamente ligadas al hecho de ser un inversor socialmente responsable.

La siguiente Tabla 11 presenta los aspectos analizados en cada uno de los Fondos.

Tabla 11. Áreas examinadas en cada Fondo

- Gobierno
- Política de inversión
 - ✓ Política financiera
 - ✓ Política ISR
- Estrategia de inversión
 - ✓ Estrategia financiera
 - ✓ Estrategia ISR
- Implementación de la estrategia de inversión
 - Estructura de la cartera:
 - °Vehículo de Inversión
 - °Selección de gestora
 - Ejecución
- Evaluación y publicación de resultados
- Actividades en torno a las ISR

Fuente: Elaboración propia.

Se han estudiado Catorce Fondos de diversos países, la mayoría con un grado de desarrollo de su estrategia ISR elevado y con amplia información pública que se ha completado con preguntas directas a sus gestores / representantes. Los Fondos analizados se identifican en la Tabla 12 y se presentan a continuación en dos grupos: Fondos de pensiones de empleo y Fondos públicos de reserva para las pensiones.

Tabla 12. Fondos analizados

Fondos públicos de reserva para las pensiones	Fondos de pensiones de empleo
<ul style="list-style-type: none"> - Pension Reserve Fund (Fondo de Reserva para las Pensiones) – Consejo de Europa - Fonds de Reserve pour les Retraites – FRR (Fondo de Reserva para las Pensiones) – Francia - Statens Pensjonsfond Utland (Fondo de pensiones Global del Gobierno) – Noruega - Fondo del Canadian Pension Plan – CPP (Plan de pensiones de Canadá) – Canadá 	<ul style="list-style-type: none"> - Environment Agency Pension Fund (Fondo de pensiones de la Agencia del Medio ambiente) (EAPF) – Reino Unido - Fondo del Universities Superannuation Scheme - USS (Plan de pensiones de las Universidades) – Reino Unido - Estichting Pensioenfonds - ABP (Fondo de pensiones de los sectores de la educación y la función pública) – Países Bajos - Fondo del Arbejdsmarkedets Tillaegspension –ATP (Plan de pensiones de empleo complementario de los trabajadores) – Dinamarca - Pensioenfonds Zorg en Welzijn – PFZW (Fondo de pensiones de los trabajadores sociales) – Países Bajos - Fondo del California Public Employees’ Retirement System - CalPERS (Plan de pensiones de los funcionarios del estado de California) – EE. UU. - Teachers’ Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (Asociación proveedora de seguros y pensiones a los profesores – Fondo de acciones para la jubilación del personal de las instituciones de educación superior) (TIAA-CREF) – EE. UU. - VicSuper Fund (Fondo Vicsuper) – Australia - Fondo de pensiones de los empleados de Telefónica España - Fondo de la Etablissement de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique - ERAFP (Institución gestora del Plan complementario de pensiones de la función pública) – Francia

Fuente: Elaboración propia.

IV.2. Fondos públicos de reserva para las pensiones

V.2.A. PENSION RESERVE FUND (FONDO DE RESERVA PARA LAS PENSIONES) DEL CONSEJO DE EUROPA

El Consejo de Europa²⁰ es una organización intergubernamental basada en Estrasburgo (Francia). Fue fundada el 5 de mayo de 1949 y en la actualidad la componen 47 países europeos. El objetivo de la Organización es establecer en Europa una serie de principios democráticos comunes, basados en la Convención Europea de Derechos Humanos y otros textos referidos a la protección del individuo.

El Consejo de Europa decidió, en 2003, crear un Fondo de reserva para las pensiones de sus empleados, con el objetivo de que el Fondo ayudara a estabilizar las contribuciones de los países miembros destinadas a financiar el pago de las prestaciones de su Plan de pensiones y que, al mismo tiempo, el rendimiento del Fondo contribuyera a esta financiación.

A fecha 30 de septiembre de 2014, el Fondo contaba con 243 millones de euros.

IV.2.A.i. Gobierno

En un principio, el Fondo fue invertido en el mercado monetario y estaba gestionado por el Departamento Financiero del Consejo de Europa, el cual dependía del Comité de Ministros, máximo órgano de decisión de la Organización.

En 2006, se decidió crear una estructura de gestión y gobierno específica para el Fondo, con el fin de invertirlo en los mercados financieros a largo plazo. Para ello, el Comité de Ministros designó un Consejo de gestión a partir de cuatro representantes de los países miembros, un representante de la Organización y un representante de la Asociación del Personal, todos ellos expertos en el área de las inversiones. Este Consejo de gestión quedaría encargado de la toma de decisiones sobre la implementación de la estrategia de inversión y de

²⁰ Información obtenida de su página web institucional www.coe.int.

la vigilancia de su cumplimiento, quedando la definición de la política de inversión y el diseño de la estrategia en manos del Comité de Ministros, que decidiría sobre estos dos asuntos bajo las recomendaciones del Consejo de gestión.

La administración corriente del Fondo - implementación de la estrategia de inversión, gestión de la tesorería y contabilidad - fue encomendada a la Sección Internacional de Remuneraciones y Pensiones (ISRP en sus siglas en inglés), un organismo creado por las Organizaciones Coordinadas, un grupo de seis organizaciones intergubernamentales que comparten el régimen de remuneración (salarios y pensiones)²¹. Además, la ISRP debía asistir al Consejo de gestión en la toma de decisiones de inversión.

Dentro de la ISRP, el equipo de administración de fondos lo componen dos expertos en inversiones, uno de ellos especialista en ISR, dos contables, que gestionan la ejecución y liquidación de las inversiones y dos asistentes.

IV.2.A.ii. Política de Inversión

IV.2.A.ii.a. Política financiera

Como se apuntaba en la introducción, el Fondo fue creado para estabilizar las contribuciones de los países miembros destinadas a financiar el pago de las pensiones y que, al mismo tiempo, el rendimiento de las inversiones del Fondo contribuya a esta financiación. Mientras el Fondo exista, las contribuciones de los países miembros permanecerán estables, pues una eventual subida del valor de las pensiones a pagar será cubierta con esta reserva. Al mismo tiempo, el rendimiento generado por las inversiones ayudará a contener el nivel de contribuciones. De este modo, el objetivo financiero se fijó como la maximización de la duración de la vida del Fondo. El riesgo se medirá como la probabilidad de que el Fondo expire debido a un rendimiento de sus inversiones más bajo de lo esperado.

El Comité de Ministros, bajo la recomendación del Consejo de gestión, estableció que un 5% de rendimiento real neto anual cumpliría los objetivos financieros, pues maximizaba la duración de la vida del Fondo con un riesgo razonable.

²¹ Más información sobre las organizaciones coordinadas y las ISRP se encuentra en www.ISRP-isrp.org

IV.2.A.ii.b. Política ISR

La política ISR quedó plasmada en un principio general añadido a los objetivos financieros. Se establecía que las inversiones del Fondo deberían ser socialmente responsables, de acuerdo a los principios de la Organización.

IV.2.A.iii. Estrategia de Inversión

IV.2.A.iii.a. Estrategia financiera

La estrategia de inversión establece una cartera modelo destinada a cumplir los objetivos financieros del Fondo de Reserva para las Pensiones del Consejo de Europa. A saber, un rendimiento medio anual neto de 5% en términos reales, con un riesgo razonable, evitando los mercados emergentes y fondos *hedge* y privilegiando las inversiones en euros.

La selección de las categorías de activos a incluir en la cartera estuvo influida por los principios de su política financiera (evitar mercados emergentes y fondos *hedge* y privilegiar inversiones en euros), por el tamaño relativamente pequeño del Fondo y por el elemento ISR presente en la política de inversión. Sobre este último punto, el Consejo de gestión, en un análisis exhaustivo del estado de la cuestión previo al diseño de la estrategia, se dio cuenta de que los productos ISR no estaban presentes en todas las categorías de activos.

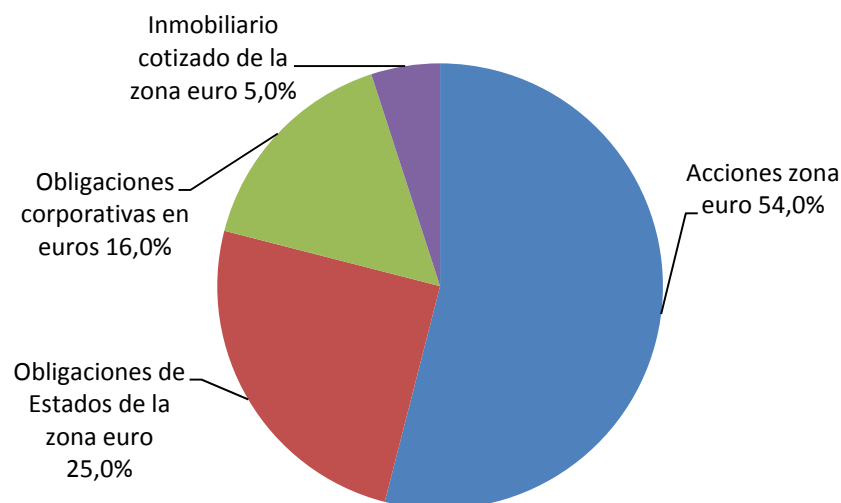
Otra de las conclusiones que el Consejo de gestión obtuvo del estudio del estado de la cuestión sobre las ISR era que se les podía atribuir un rendimiento al menos equivalente al de las inversiones tradicionales. Esto implicaba que el invertir de modo socialmente responsable sería considerado un estilo de gestión y no una categoría de activo diferente, con lo que la estrategia de inversión se formularía a partir de modelos basados en activos tradicionales.

La distribución de activos de la cartera óptima quedó configurada en un 55% de acciones de la zona euro, 24% de renta fija emitida por países de la zona euro, 16% de renta fija corporativa nominada en euros y 5% de inmobiliario cotizado de la zona euro.

Los límites de fluctuación se fijaron en un 5% para todas las categorías de activos, con excepción del inmobiliario donde el límite es del 1%. En un principio, la cartera era estática, es decir, solo fluctuaba dentro de estos límites y no reaccionaba a cambios en las expectativas o condiciones a corto plazo de los mercados financieros. Sin embargo, después de la crisis de 2007-2009, se estableció que, en periodos de circunstancias excepcionales ligadas a la

volatilidad de los mercados financieros, el Consejo de gestión, previa autorización del Comité de Ministros, podría desviarse de esta distribución estratégica de activos más allá de los límites preestablecidos de fluctuación.

Figura 9. Pension Reserve Fund del Consejo de Europa – Cartera a 30/09/2014



Fuente: Management Board of the Pension Reserve Fund of the Council of Europe (2014).

La decisión sobre el estilo de gestión activa versus pasiva se basó en las características de los mercados de las diferentes clases de activos que componían la cartera y en el componente ISR. En principio, el Consejo de gestión consideraba que los mercados de acciones y obligaciones de la zona euro podían considerarse eficientes y, por tanto, las posibilidades para un gestor activo de conseguir de modo consistente rentabilidades superiores a las de un índice de referencia representativo del mercado eran mínimas. A su vez, la gestión pasiva o indexada minimizaba el riesgo relativo con respecto al índice de referencia representativo de la cartera modelo y era menos gravosa, lo que era preferible.

Siguiendo este enfoque, los bonos gubernamentales de países de la zona euro, que debían ser invertidos siguiendo un modelo de gestión tradicional, se invertirían con un estilo de gestión indexada, es decir, el gestor tendría como objetivo replicar la rentabilidad de un índice de referencia.

Sin embargo, en acciones y en obligaciones de empresa, el componente ISR jugó un papel decisivo en la decisión sobre el estilo de gestión. La única opción para aplicar una gestión indexada consistía en replicar un índice ISR. Esto hubiera supuesto adoptar la

estrategia del Fondo a la del índice, lo que no se deseaba para una porción tan importante de la cartera. Además, el Fondo no quedaría expuesto al conjunto del mercado como en una gestión indexada tradicional, sino al universo del creador del índice ISR, con lo que el riesgo relativo seguía estando presente. Por todas estas razones, se decidió que serían gestionadas activamente.

En 2013, el Consejo de gestión propuso una mayor diversificación geográfica de las acciones para incluir acciones globales y de mercados emergentes. Debido a la falta de productos ISR compatibles con las restricciones financieras de la Organización en estas categorías de activos, el Consejo de Gestión propuso gestionar estas carteras con una gestión indexada tradicional a la vez que se establecía un proceso de negociación y diálogo con las empresas presentes en el índice con el fin de mejorar su RSC. Esta opción, que se planteó no sólo para permitir una mayor diversificación geográfica, sino para disminuir el riesgo relativo y los costes, fue aceptada por el Comité de Ministros en 2014 y está en fase de implementación.

Por último, en la inversión inmobiliaria, debido a las especificidades del sector, considerado menos eficiente que el mercado de acciones en su conjunto, se seleccionó un gestor activo, pues se consideró que la sobre ponderación de ciertos sectores y/o zonas geográficas y la selección de valores podían dar lugar a una rentabilidad mejor que la del mercado en su conjunto.

IV.2.C.iii.b. Estrategia ISR

El Consejo de gestión, junto, con la dirección administrativa y financiera del Consejo de Europa, diseñaron la estrategia ISR siguiendo una serie de pasos, descritos a continuación.

En 2007, a partir del examen de los principios y actividades de la Organización y de las estrategias ISR más extendidas entre gestores y otros inversores institucionales socialmente responsables, encontraron que el enfoque El mejor de su categoría basado en las cuestiones ASG encajaba bien con el Consejo de Europa. Esta estrategia fue seleccionada también como medio de limitar el riesgo de la gestión activa ISR procedente de una excesiva concentración sectorial.

A continuación, reunieron el acervo y las políticas de la Organización relativos a las cuestiones medioambientales, de política social y de gobierno corporativo y las integraron en

los criterios que compondrían el enfoque ASG de la estrategia ISR del Fondo. Estos criterios se utilizarían cuando el vehículo de inversión fuera un mandato de gestión personalizado. Sin embargo, cuando los activos se invirtieran a través de fondos de inversión colectiva, las referencias y tratados utilizados para la evaluación de empresas serían aquellas utilizadas por los gestores de los fondos que, en general, como vimos en el capítulo sobre el estado de la cuestión, utilizan normas y tratados internacionales emitidos por Organizaciones similares al Consejo de Europa e incluso algunos emitidos por ésta.

Se decidió dar prioridad a los derechos humanos, cuestión clave en el Consejo de Europa. Para ello, se excluían, en la medida de lo posible, los sectores del tabaco, alcohol, armamento, pornografía y juegos de azar, pues se consideraba que estas actividades ponían en peligro la dignidad y/o la salud humanas.

En las obligaciones estatales, al ser emitidas por los gobiernos de la zona euro, todos miembros del Consejo de Europa y, por tanto, respetuosos de los principios de la Organización, no se aplicaría filtro ISR, es decir, se gestionarían con un enfoque tradicional.

La parte inmobiliaria, dada la escasez de productos inmobiliarios socialmente responsables en este sector y la pequeña proporción que representaba en la cartera (5%), sería gestionada de modo tradicional, es decir, que tampoco habría filtro ISR.

Por último, dado que una política de Voto activa y la Negociación con las empresas implicarían un proceso de decisión difícil de gestionar con la estructura de gobierno del Fondo, se decidió que se delegarían en la sociedad gestora.

Esta estrategia cambió parcialmente en 2014 pues, como apuntamos anteriormente, la diversificación geográfica deseada en la estrategia financiera no podía implementarse con el enfoque El mejor de su categoría. Así, en acciones mundiales y de mercados emergentes, se aplicaría únicamente una estrategia de Negociación y Dialogo.

IV.2.A.iv. Implementación de la estrategia de inversión

Una vez aprobada por el Comité de Ministros, la estrategia de inversión se implementa siguiendo el esquema descrito en el Capítulo III. Es decir, hubo una primera fase de diseño de la estructura de la cartera - vehículo de inversión y gestores externos – seguida de la ejecución de las inversiones.

IV.2.A.iv.a. Estructura de la cartera

En lo que respecta al vehículo de inversión, en un primer momento (en 2007) se compararon tres opciones: mandatos de gestión, fondos de inversión colectiva y fondos de inversión personalizados. La oferta de productos ISR, las normas contables seguidas por la Organización, la estructura legal del Consejo de Europa y la estructura de gobierno y de administración del Fondo fueron claves en la decisión.

Por un lado, los fondos de inversión personalizados se descartaron pues existían ciertas dificultades desde el punto de vista legal para crear este tipo de instrumentos y no ofrecían ventajas en términos de costes o simplicidad administrativa.

Por otro lado, la escasez de fondos de inversión colectiva de acciones ISR con una estrategia de inversión suficientemente compatible con la del Consejo de Europa afectó considerablemente a la decisión sobre el vehículo de inversión de esta categoría de activo. Es por ello que, en un principio, en 2007 se decidió utilizar dos mandatos de gestión, con dos gestores diferentes, a fin de diversificar el riesgo del gestor. A su vez, para reducir el riesgo relativo, en sus mandatos se incluyó una cláusula estableciendo que la composición geográfica y sectorial de la cartera debería permanecer próxima a la del índice de referencia y el *tracking error* se limitó al 4%. Por último, con el fin de limitar los costes de transacción, se estableció un máximo de rotación de la cartera. Esta estructura permitía gestionar la mayor parte de la cartera (55%) siguiendo específicamente la política ISR del Consejo de Europa.

En 2011, la oferta de productos ISR invertidos en acciones de la zona euro se había ampliado considerablemente y los mandatos fueron transferidos a dos fondos de inversión colectiva, lo que permitía una simplificación de la administración de las inversiones y un mayor control. A cambio, algunos de los criterios de exclusión de la estrategia ISR fueron sacrificados, pues ninguno de los fondos de inversión los respetaba plenamente.

En obligaciones de empresa, dado el pequeño tamaño de la inversión inicial, la gestión a través de un mandato de gestión no resultaba eficiente y por ese motivo, se decidió invertir en un fondo ISR abierto con una política ISR similar a la del Consejo de Europa. Cuando la inversión en deuda corporativa dobló su tamaño, se decidió dividir la inversión entre dos fondos a fin de diversificar el riesgo.

Finalmente, en obligaciones de Estado y acciones del sector inmobiliario se invertiría a través de fondos de inversión colectiva tradicionales.

Selección de gestores:

Por razones administrativas, el Consejo de Europa tiene decidido que la gestión del Fondo de Reserva para las Pensiones se realizará a través de gestores externos. Los gestores son seleccionados por el Consejo de gestión bajo la recomendación de la ISRP o de un consultor. Todos los procesos de selección siguen el reglamento financiero del Consejo de Europa y toman la forma de un concurso.

En un principio, la selección de los gestores de acciones y de obligaciones de empresa se hizo a través de un concurso que llevó a cabo la ISRP. Mientras que los fondos de obligaciones de Estado e inmobiliario se seleccionaron a través de una consultora. En el proceso de selección de la parte gestionada con criterios ISR participaron gestores especialistas de las ISR, así como los departamentos ISR de gestores tradicionales

En el caso de la selección de gestores por concurso, existe una preselección de candidatos a partir de bases de datos y publicaciones especializadas en gestoras y fondos ISR. Los criterios de la preselección se basan, para el caso de los fondos de inversión, en su universo financiero e ISR, tamaño, fecha de creación, solidez de la gestora, así como relevancia y experiencia en la gestión ISR. En el caso de los mandatos, los dos últimos factores son clave en la preselección.

Las gestoras preseleccionadas reciben una descripción de la política y estrategia (financieras e ISR) del Fondo y un cuestionario con un contenido muy similar al descrito en el apartado III.3.c.i.b Una serie de entrevistas entre la ISRP y los gestores ayudan a concretar ciertos aspectos tanto del cuestionario como del contenido de las ofertas presentadas. Finalmente, la ISRP o el consultor presentan una evaluación de al menos tres ofertas al Consejo de gestión que toma una decisión que será presentada al Comité de Ministros únicamente por razones de información.

IV.2.A.iv.b. Ejecución

Siguiendo el esquema de gobierno del Fondo, la ejecución de las inversiones la lleva a cabo la ISRP.

El primer paso en la ejecución de las inversiones consiste en la redacción de los contratos de gestión para los mandatos de gestión de acciones y de los acuerdos sobre las comisiones de gestión para los fondos de inversión. El texto de estos documentos es redactado y validado conjuntamente por la ISRP, el departamento legal y financiero del Consejo de Europa y los gestores.

Los mandatos de gestión de acciones se redactaron de tal forma que los gestores se comprometían a integrar la política ISR del Consejo de Europa en su análisis ISR. El acuerdo también incluía una breve descripción de la estrategia financiera, los límites a la misma - *tracking error*, *turnover ratio*, neutralidad geográfica y sectorial, productos financieros permitidos - y las condiciones de cumplimiento del contrato.

Una vez redactados y firmados los contratos y /o los acuerdos de inversión, la ISRP procede a ejecutar la inversión.

La primera inversión del Fondo de Reserva para las Pensiones se hizo en febrero de 2008. Desde entonces, todos los vehículos de inversión reciben sucesivas aportaciones procedentes de las contribuciones de los países miembros de la Organización.

El flujo de la tesorería del Fondo – recepción de contribuciones de los países miembros y de los trabajadores, que sirven para pagar las pensiones y realizar inversiones - lo gestiona la ISRP, que también se ocupa de maximizar el rendimiento de esta tesorería a través de productos monetarios. La gestión de la tesorería está limitada, por el momento, a la inversión en cuentas corrientes, de ahorro y depósitos bancarios y no lleva asociada una estrategia ISR específica. Únicamente se ha fijado como objetivo que los bancos que sirven de contrapartida a las operaciones pertenezcan a un índice ISR, hayan firmado los principios del Ecuador o posean una alta RSC. En el caso de inversión en fondos monetarios, deberán tener una política específicamente ISR.

IV.2.A.v. Evaluación y comunicación de resultados

La evaluación y el seguimiento de la rentabilidad del Fondo se llevan a cabo desde dos perspectivas: la financiera y la ISR.

La rentabilidad financiera es calculada, por un lado, por el banco custodio que la envía a la ISRP. Por otro lado, los gestores envían mensualmente un informe de rentabilidad también a la ISRP, que la compara con la recibida del banco custodio y la transmite

mensualmente al departamento financiero del Consejo de Europa. Además, la ISRP, como parte de sus funciones de secretariado del Consejo de gestión, presenta, en cada reunión, un informe completo sobre la evolución del desempeño del Fondo desde su creación. Por último, el Consejo de gestión envía, dos veces al año, al Comité de Ministros un informe de la rentabilidad y un resumen de sus actividades.

La rentabilidad de las inversiones es comparada con la de un índice de referencia tradicional. Cada tres años, con ocasión de la revisión trienal del Fondo requerida estatutariamente, o en caso de una mala rentabilidad relativa respecto a la de un índice de referencia, los gestores son comparados también con un grupo similar.

En lo que respecta a la información sobre el componente ISR de la gestión, cuando, durante el periodo 2008-2011, las acciones estuvieron gestionadas a través de mandatos de gestión, los gestores de estos mandatos incluían en sus informes trimestrales los títulos excluidos, la razón de la exclusión, y una estimación de la contribución del componente ISR a la rentabilidad. Más adelante, a partir de que los mandatos de acciones fueron reemplazados por fondos de inversión colectiva, la ISRP ha comenzado a recibir de los gestores de estos fondos, así como de los fondos de obligaciones corporativas, un informe mensual con una estimación de la evaluación del fondo desde el punto de vista de la responsabilidad social comparándola a su índice de referencia (tradicional) y a otros índices (ISR y tradicionales) y una estimación de la contribución del componente ISR de la estrategia a la rentabilidad de la cartera.

Todos los gestores añaden, en mayor o menor medida, a sus informes financieros mensuales noticias o hechos destacados relativos a las ISR y que pueden afectar a las inversiones.

Finalmente, en lo que concierne a la información contable del Fondo, la ISRP, comisionada para llevar a cabo la contabilidad, elabora los estados financieros que son presentados al Consejo de gestión durante sus reuniones. Las cuentas anuales son aprobadas por el Comité de Ministros que las aprueba de forma consolidada en las cuentas anuales de la Organización, acompañadas del informe de auditoría.

Otra forma de evaluación de las inversiones consiste en el control de los gastos de administración y de gestión, ya que algunas de las decisiones relativas a la implementación, así como a la estrategia de inversión, se basan, en mayor o menor medida, en este parámetro.

La ISRP presenta un informe anual al Consejo de gestión de los gastos incurridos en la gestión de las inversiones. Este informe es retransmitido al Comité de Ministros con motivo de las revisiones trienales del Fondo.

El órgano encargado de la publicación de resultados es el Comité de Ministros, ya que después de sus reuniones son publicados por Internet tanto los documentos presentados como las decisiones tomadas. Esto significa que las decisiones sobre la política y la estrategia de inversión, los informes semestrales del Consejo de gestión al Comité de Ministros conteniendo la evolución del Fondo y sus actividades son accesibles tanto por los países miembros de la Organización como para los empleados y el gran público.

En principio, cualquier decisión de inversión puede ser modificada en todo momento si el Comité de Ministros o el Consejo de gestión lo estiman necesario. Asimismo, en el Estatuto del Fondo está establecido que, cada tres años, se llevará a cabo, por un lado, una revisión y evaluación en profundidad de la política y estrategia de inversión (financiera e ISR) y de la rentabilidad de las inversiones. Por otro lado, la ISRP aprovecha esta revisión trienal para revisar las decisiones relativas a la implementación de las inversiones, pues tres años parece un horizonte sensato de evaluación de las mismas y un periodo donde razonablemente pueda esperarse una evolución de la oferta de productos ISR que amplíe el surtido de opciones.

IV.2.A.vi. Actividades en torno a las ISR

El Consejo de Europa decidió no participar en grupos de inversores responsables o iniciativas destinadas a promover la inversión responsable, pues el Fondo no contaba con la estructura administrativa necesaria para hacer frente a los compromisos que este tipo de actividad requeriría.

IV.2.B. FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES – FRR (FONDO DE RESERVA PARA LAS PENSIONES) DEL ESTADO DE FRANCIA

El Fonds de réserve pour les retraites²² (Fondo de reserva para las pensiones, FRR en sus siglas en francés) del Estado de Francia es un fondo de reserva público creado por la ley de financiación de la Seguridad Social de 1999. En un principio, el FRR constituía una sección dentro del Fonds de Solidarité Vieillesse (Fondo de solidaridad con los ancianos). La ley de 17 julio de 2001 lo convierte en una entidad autónoma, bajo la tutela del Ministerio de asuntos sociales y del Ministerio de economía, finanzas e industria.

El FRR tiene como misión gestionar los activos que le son confiados en reserva hasta el momento en que contribuya a la financiación del régimen general de pensiones. En 2010 se estableció que esta contribución se extendería durante el periodo 2011-2024.

A 31 de diciembre de 2012 el Fondo contaba con 36.600 millones de euros.

IV.2.B.i. Gobierno

El FRR en su gestión toma la forma de una entidad pública gobernada a través de un Consejo de control y un Directorio.

El Consejo de control está constituido por 20 miembros: cuatro parlamentarios, cinco representantes de sindicatos, cinco de empresarios, cuatro del Estado y dos personalidades relevantes en los ámbitos de acción del Fondo. Se reúne un mínimo de dos veces al año.

Las funciones del Consejo de control son fijar, bajo la proposición del Directorio, la orientación general de la política de inversión, designar los auditores, controlar los resultados del Fondo, aprobar las cuentas anuales y publicar el informe anual sobre la gestión.

El Directorio está compuesto por tres miembros. Su función principal es dirigir el FRR, recomendar al Consejo de control la orientación general de la política de inversión, ponerla en práctica y controlar el respeto a las líneas directrices para la inversión. Entre sus funciones específicas están: establecer los requisitos de los concursos de proveedores, nombrar los miembros del Comité de selección de gestores, seleccionar los gestores externos, concluir los

²² Información obtenida a partir de su página Internet www.fondsdereserve.fr.

contratos y vigilar su cumplimiento, establecer y aplicar el presupuesto de la gestión del Fondo, presentar las cuentas del Fondo al Consejo de control, reclutar el personal y elaborar el reglamento interno de funcionamiento del Fondo. El Directorio cuenta con una Dirección de operaciones y una Dirección financiera, de la que depende el equipo de estrategia de inversión responsable.

En 2008, se crea el Comité de inversión responsable, dependiente del Consejo de control, para mejorar la prevención de riesgos extra financieros. Está compuesto por cinco miembros - el presidente del Consejo de control, un miembro representante de las organizaciones sindicales, un miembro representante de la patronal y dos miembros externos calificados - y, si fuera necesario, prestatarios de servicios. Este Comité examina las proposiciones del Directorio preparadas con el apoyo de los equipos de gestión del Fondo, en particular el equipo especializado en la estrategia ISR. Dependiente del Directorio y asumiendo el Secretariado del Comité de inversión responsable, este equipo aplica la estrategia plurianual de inversión responsable validada por el Consejo de control y tiene un papel de impulsor y coordinador en el terreno de la inversión responsable. El equipo de estrategia de inversión responsable se apoya a menudo en recursos externos como consultores o becarios.

En 2009, el Consejo de control creó un Comité de estrategia de inversión con el objeto de controlar la distribución de la cartera en función de las condiciones económicas o de mercado a corto plazo de los activos que la componen. Este Comité examina trimestralmente un informe del Directorio sobre los resultados de la gestión de la cartera de referencia, las perspectivas económicas y financieras y los riesgos a corto y medio plazo que pueden tener un impacto sobre la trayectoria a largo plazo del FRR. El Comité se pronuncia entonces sobre las proposiciones del Directorio de modificación de las proporciones de la distribución de activos.

Por último, la gestión administrativa del FRR la lleva a cabo la Caisse des Dépôts et Consignations. Esta gestión administrativa comprende los servicios esenciales para la vida operacional del Fondo: gestión de tesorería, depósito de valores y asistencia en los sistemas de gestión.

En 2012, el FRR contaba con un equipo de 51 personas.

IV.2.B.ii. Política de inversión

IV.2.B.ii.a. Política financiera

La política financiera descrita a continuación se estableció en 2010, cuando se ajustó para reflejar los cambios legislativos que definen el pasivo (las obligaciones de pago) del Fondo. Ese año, la ley de financiación de la Seguridad Social estipulaba que los activos del FRR estarían reservados hasta el 1 de enero de 2011, fecha en la que el Fondo transferiría, cada año hasta 2024, 2.100 millones de euros a la Caja de amortización de la deuda social. Además, en 2020, el FRR deberá restituir a la Caja Nacional de Seguro de la Vejez el balance de las contribuciones de la Caja Nacional de las industrias eléctrica y de gas que le habían sido depositados en 2005, aumentados de rendimiento financiero.

Por tanto, el objetivo financiero del Fondo es, por un lado, permitir, a partir de 2011 y hasta 2024, el reembolso del valor real de los activos que le han sido confiados y, por otro lado, obtener un rendimiento complementario.

En lo que concierne al riesgo, en 2010, se fijó el riesgo como la posibilidad de no poder asumir las transferencias requeridas incluso en las condiciones de mercado más desfavorables.

IV.2.B.ii.b. Política ISR

En términos generales, el FRR busca con su política de inversión contribuir a la financiación de los actores económicos y, en particular, de las empresas. El Fondo pretende participar, dentro de sus perspectivas de crecimiento a largo plazo, en la creación sostenible de riqueza y en el desarrollo del empleo, siendo coherente con el respeto de unos valores colectivos favorables a un desarrollo económico, social y medioambiental equilibrado.

Al mismo tiempo, como inversor de carácter público, les preocupa su reputación e intentan adoptar, en la medida de lo posible, un comportamiento de inversor ejemplar. Opinan que considerar los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en sus decisiones de inversión es necesario para capturar todos los riesgos y oportunidades ligadas a éstas, con lo que sus responsabilidades como gestor fiduciario de los fondos que le son confiados se asumen plenamente al adoptar una política ISR. Desde el punto de vista del FRR, a largo plazo, las ISR deberían generar mejores rentabilidades que las inversiones tradicionales, aunque reconoce que esta convicción es difícil de demostrar.

IV.2.B.iii. Estrategia de inversión

IV.2.B.iii.a. Estrategia financiera

Dado el doble objetivo de la política financiera del Fondo de cubrir el valor real del pasivo y obtener un rendimiento complementario, la estrategia de inversión queda estructurada en dos partes: por un lado, una cartera de cobertura que tiene como objetivo cubrir al menos el 80% de la deuda y, por otro lado, una cartera más dinámica, denominada de rendimiento, y con un objetivo de rentabilidad del 6%.

La distribución del Fondo entre las dos carteras, así como la composición interna de cada una de ellas, se revisan cada año con el fin de adaptarlas a la situación de la economía y de los mercados financieros, así como a la situación del Fondo con respecto a su pasivo. Las decisiones son tomadas por el Comité de estrategia de inversión sobre la base de las recomendaciones dadas por el Directorio, el cual une los puntos de vista del Departamento de Distribución Táctica (que tienen una visión *top down*) y las de los gestores (con visión *bottom up*), sintetizadas por el Departamento de Gestión Delegada. Cambios en la composición de la cartera son posibles durante el año a propuesta del Comité de estrategia de inversión.

A 31 de diciembre de 2012, la cartera de cobertura representaba el 58,6% del total de activos y la cartera de rendimiento el 41,4%. Su estructura era la que se muestra en las Figuras 10 y 11.

Otras consideraciones relativas a la estrategia de inversión conciernen la concentración de las inversiones. Así, el FRR no podrá tener más del 3% de títulos que dan derecho a la propiedad de una misma entidad. Existe también un objetivo geográfico, pues la cartera de rendimiento (con excepción de la inversión inmobiliaria y en materias primas) se divide en tres grandes áreas a partes iguales: zona euro, países desarrollados fuera de la zona euro y países emergentes. Por último, a excepción de las divisas de países emergentes, el riesgo divisa estará cubierto hasta el 90% en la cartera de rendimiento y hasta el 100% en la de cobertura.

Figura 10. Fonds de Reserve pour les Retraites – Situación de la cartera de cobertura a 31/12/2012

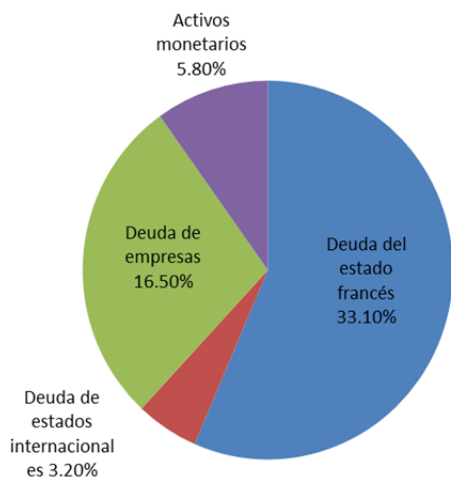
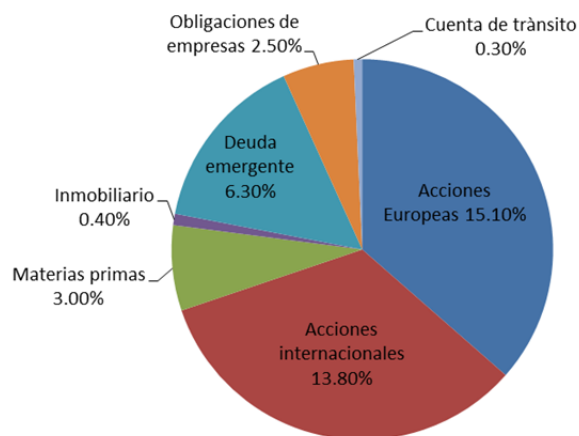


Figura 11. Fonds de Reserve pour les Retraites – Situación de la cartera de rendimiento a 31/12/2012



Fuente: Fonds de reserve pour les retraites (2012).

La política ISR puede, en ocasiones, interferir en la definición de la estrategia financiera. Por ejemplo, durante la revisión de distribución estratégica de activos en 2009, el análisis de los riesgos medioambientales (en concreto los riesgos ligados al cambio climático) permitió definir escenarios económicos y financieros a medio plazo que redefinieron las hipótesis de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos y con ello la estrategia de inversión. La consideración de estos elementos confirmó la decisión del Consejo de control de reducir la proporción de activos de rendimiento. Asimismo, el FRR ha introducido nuevas subcategorías de activos directamente ligadas al medioambiente. Por último, el FRR ha decidido no invertir en materias primas agrícolas en aplicación de sus principios ISR.

En cuanto al estilo de gestión, el FRR decidió llevar a cabo una gestión *core satellite*, con un núcleo de gestión indexada para los mercados más maduros y eficientes y una parte de gestión activa para las estrategias de gestión que creen capaces de producir un rendimiento superior al del mercado de forma consistente. La gestión indexada puede pretender replicar o bien el comportamiento de un índice que representa un mercado ponderado por la capitalización de las empresas presentes en ese mercado, o bien puede replicar índices basados en otros criterios de composición. También tienen una parte de la cartera invertida con una estrategia de gestión a *tracking error* pequeño. A 31 de diciembre de 2012, la gestión

activa representa el 40% de la totalidad de la cartera del FRR y el 55% de la inversión en acciones.

Simultáneamente, la gestión de acciones de Europa y EE. UU. están separadas, por un lado, en grandes-medianas capitalizaciones y pequeñas capitalizaciones. Por otro lado, el FRR cuenta con mandatos de gestión activa específicamente de estilo crecimiento y de estilo valor.

IV.2.B.iii.b. Estrategia ISR

En un primer momento, en 2005, la estrategia ISR del FRR se basaba en dos ejes:

- Por un lado, una política de Voto activa en las Juntas de accionistas, por intermediación de sus gestores, debiendo seguir éstos las Líneas directrices en materia del ejercicio del derecho al Voto del FRR. Estas líneas directrices fueron propuestas por el Directorio y aprobadas por el Consejo de control. Este aspecto de la estrategia ISR del FRR sigue vigente, mejorado desde su creación. Por ejemplo, en 2006 un Comité interno de seguimiento del ejercicio de derecho al Voto fue puesto en marcha con el objeto de supervisar la coordinación de las políticas de Voto del FRR y las de los gestores. Entre los temas más tratados en su política de Voto está la remuneración de los dirigentes, donde las empresas deben respetar las directrices del Código AFEP-MEDEF.
- La consideración, por parte de los gestores de acciones de grandes capitalizaciones europeas, de criterios ASG en la selección de las inversiones. Para la puesta en práctica de esta estrategia, los gestores seleccionados aplicaban una estrategia del tipo El mejor de su categoría y se comprometían a:
 - Llevar a cabo la investigación y el análisis necesarios para integrar las informaciones relativas al comportamiento medioambiental y social de las empresas sobre la base de los 10 principios del Pacto Mundial de la ONU y evaluar su calidad y fiabilidad.
 - Realizar un esfuerzo para tener en cuenta las conclusiones de esta investigación en su proceso de selección de valores.
 - Informar al FRR sobre el modo en que los criterios extra financieros han sido integrados en el proceso de selección de valores y las dificultades encontradas.
 - Informar al FRR sobre los métodos empleados.

Más adelante, en 2008, el Consejo de control adoptó una estrategia de inversor responsable que intentaba hacer frente a sus compromisos de signatario de los principios del inversor responsable de la ONU. Esta estrategia se basa en cinco principios fundamentales:

- Avanzar en la integración de criterios ASG en la gestión de la cartera. El FRR toma como objetivo el integrar la política ISR en todas las categorías de activos.
- Mejorar la prevención de riesgos extra financieros - para ello se crea el Comité de inversión responsable.
- Continuar ejerciendo activamente el derecho de Voto dentro de un proceso de Negociación y diálogo.
- Analizar profundamente el impacto de las cuestiones medioambientales en la estrategia de inversión del FRR.
- Participar de manera activa en los trabajos de investigación, tanto franceses como internacionales, sobre la inversión socialmente responsable.

A estos cinco grandes principios se añadía la vigilancia de la exposición a paraísos fiscales, el diálogo y la negociación directa con un cierto número de empresas, estrategia que el FRR inicia en 2009, y el mantener un balance de CO₂ neutro en la propia estructura de gestión del Fondo.

Por último, en la definición de su estrategia para el periodo 2013-2017, el FRR se apoyó en las prácticas desarrolladas por otros inversores institucionales y amplió el campo de aplicación efectiva de su estrategia ISR a los países emergentes y las pequeñas y medianas empresas cotizadas, guardando los mismos principios definidos en 2008. Una novedad introducida en la estrategia 2013-2017 es la introducción de fondos temáticos centrados sobre todo en el medioambiente.

Los grandes tratados de referencia para la evaluación extra financiera son: el Pacto Mundial de la ONU, que a su vez recoge los grandes principios de la Declaración Universal de los Derechos Humanos, las convenciones fundamentales de la OIT, las convenciones relativas a la protección del medioambiente (Declaración de Río sobre el medioambiente y el desarrollo) y aquellas contra la corrupción (Declaración de la ONU contra la corrupción). A los principios del Pacto Mundial se añaden las convenciones internacionales de prohibición de ciertas armas, como las convenciones de Oslo y de Ottawa, y, en términos de gobierno de

empresas, las Líneas directrices de ejercicio del derecho de Voto del propio FRR que incluyen, como mencionamos anteriormente, las directrices del Código AFEP-MEDEF.

Para el análisis de las obligaciones estatales, el FRR ha compilado una serie de índices que reflejan el sentimiento de la comunidad internacional, la existencia de sanciones internacionales dirigidas hacia determinados gobiernos, la presencia en la lista de países y territorios no cooperativos con el FATF en el marco de la lucha contra el blanqueamiento de dinero o la ausencia de relaciones diplomáticas con Francia.

Es importante señalar que la integración de las consideraciones extra financieras en la gestión evoluciona con el contexto económico o legal. Por ejemplo, después de la crisis financiera de 2007-2009, se introdujo, de forma más estricta, la cuestión de la solidez financiera y la integridad de los gestores, en particular cuestiones sobre la implantación de las sociedades en los paraísos fiscales.

Finalmente, el FRR tiene una serie de objetivos, dentro de su estrategia ISR, que conciernen el seguimiento y control del componente ISR de la cartera, el trabajar continuamente con los gestores en la mejora de su proceso de gestión y seguir sus estrategias para asegurarse que el contrato es respetado y sus intereses defendidos. A través de proveedores externos, analizan toda la cartera desde el punto de vista del cumplimiento de los principios de la estrategia ISR del FRR (en particular los principios del Pacto Mundial y de buen gobierno corporativo y las convenciones de Otawa y Oslo). A las empresas que incumplen de manera repetida y grave estos principios y convenios se les debe contactar para iniciar un proceso de negociación y dialogo que les lleve a tomar medidas correctoras. Si este proceso no funcionara podrían, en ciertos casos, quedar excluidas.

IV.2.B.iv. Implementación de la estrategia de inversión

Las inversiones del FRR se implementan a través de gestores externos. Sólo en casos excepcionales la gestión podrá ser llevada a cabo por los administradores del Fondo (la Caisse des Dépôts et Consignations).

IV.2.B.iv.a. Estructura de la cartera

Vehículo de inversión: siguiendo su política de no invertir más del 15% de sus activos en fondos de inversión colectiva, a 31 de diciembre de 2012, la mayor parte de los activos estaban invertidos a través de mandatos de gestión personalizados, excepto el capital riesgo,

las inversiones en países emergentes, las obligaciones de empresas de alto rendimiento y la liquidez, donde todo está invertido a través de fondos de inversión colectiva. Las inversiones temáticas medioambientales se hacen a través de mandatos de gestión personalizados que invierten en fondos de inversión colectiva. Por último, cuentan con mandatos de gestión llamados transversales que permiten, a través de la inversión en productos derivados, ajustar las proporciones de las diferentes categorías de activos en las carteras sin tener que comprar o vender títulos.

Elección de gestores: es importante señalar que la naturaleza pública de los activos gestionados les obliga a seguir un procedimiento de selección de gestoras lo más transparente posible. Así, la selección de gestoras de mandatos se hace sobre la base de las reglas públicas concursales, con lo que el FRR utiliza los tres procedimientos previstos en la ley francesa de concursos públicos: el concurso abierto, el concurso restringido y el diálogo competitivo. De manera general, el lanzamiento de un concurso se anuncia en la prensa y en su página de Internet.

En uno de sus primeros procedimientos de selección en 2006, se lanzó un concurso restringido para la selección de cinco gestores ISR especializados que recibirían adjudicados cinco mandatos para las acciones de la zona euro. El procedimiento de selección se dividió en dos fases para las cuales fueron estudiados varios criterios de selección.

En la fase de selección de candidaturas, las sociedades de gestión presentaron su interés respondiendo a un cuestionario cuantitativo anexo al reglamento del concurso. Las respuestas de los gestores fueron analizadas y jerarquizadas por el Comité de selección de gestores que dio su opinión al Directorio según los criterios siguientes, en orden decreciente de importancia:

- Conocimientos y experiencia en las ISR.
- Adecuación y adaptación de la organización a las necesidades de funcionamiento operacional del FRR.
- Solidez y experiencia de la sociedad de gestión.

Al final de esta primera etapa, a las sociedades de gestión se les anunció la decisión del Directorio en relación a si seguían o no en el proceso y si podían participar en la segunda fase.

En la fase de selección de ofertas, las sociedades de gestión que habían superado la primera fase presentaron una oferta respondiendo a un segundo cuestionario más exhaustivo y, sobre todo, más cualitativo. Estas ofertas fueron analizadas sobre la base de los criterios siguientes, en orden decreciente de importancia:

- Calidad del proceso de gestión ISR propuesto, en particular los medios humanos y técnicos, y la capacidad de análisis extra financiero y de su adaptación a las necesidades del FRR
- El resultado de su proceso de gestión ISR.
- Calidad de la organización operacional, sobre todo en materia de control de riesgos, de comunicación de resultados adaptado a las ISR, de ejercicio de Voto y de las posibilidades de cooperación técnica con el FRR.
- Los costes de la gestión.

El Comité de selección de gestores estableció una clasificación de las ofertas y solicitó un interrogatorio oral a las sociedades de gestión mejor clasificadas para obtener precisiones sobre sus ofertas. Una vez finalizadas estas entrevistas, el Comité transmitió su opinión al Directorio que tomó la decisión de atribuir los mandatos.

A medida que el FRR ha ido decidiendo ampliar la integración de los criterios ASG en la gestión de las diferentes clases de activos, que los mandatos han caducado y ha sido necesario elaborar otros nuevos, que se ha avanzado en el análisis de cómo integrar los criterios ASG en las inversiones y que nuevas clases de activos se han incorporado a la cartera, la selección de gestores ha evolucionado. Por ejemplo, en el caso de las infraestructuras, en las que el FRR decidió invertir en 2009, un estudio previo fue necesario para analizar las particularidades de la integración de los factores ASG en esta clase de activos. A su vez, una serie de encuentros con los gestores durante el proceso de selección fueron necesarios con el fin de profundizar sobre los criterios posibles a integrar en la gestión.

En la actualidad, una serie de criterios y disposiciones adicionales se incluyen en la lista de requerimientos de los diferentes gestores. Como se recoge en la Tabla 13, para las diferentes clases de activos y estilos de gestión, los requerimientos en materia de criterios y de análisis e implementación de las ISR varían. Por ejemplo, en el caso de la gestión pasiva de acciones, los requerimientos con respecto a las ISR son menos fuertes que para la gestión

activa, pues la primera conlleva una serie de restricciones financieras más estrictas que en la gestión activa.

IV.2.B.iv.b. Ejecución

En un principio, en 2005, los gestores (tradicionales) de los mandatos activos de grandes acciones europeas se sometieron a una serie de compromisos de integración de aspectos ASG en su gestión. Estos compromisos eran lo suficientemente flexibles como para que pudieran ser adoptados por todos los gestores y que fueran compatibles con sus procesos de gestión.

En 2006, el FRR invirtió con cinco gestores bajo mandatos específicamente ISR, en las acciones de la zona euro, con una estrategia El mejor de su categoría. Empieza este año el ejercicio de su derecho de Voto que en la actualidad se extiende a prácticamente toda la cartera de acciones cotizadas.

Al mismo tiempo, el FRR emprende una evaluación de su cartera en términos de criterios extra financieros. Esto se ejecuta a través de las siguientes sociedades especializadas en ISR, que se comprometían a proporcionar al FRR un servicio de alertas y de investigación extra financieras que se añadía al control llevado a cabo por los gestores:

- Vigeo, el líder francés de la evaluación ISR, que analizaría la cartera de acciones europeas con respecto a los principios ISR del FRR.
- EIRIS realizaría un informe de cómo la cartera de acciones internacionales respeta las principales convenciones internacionales y en particular aquellas ligadas a los principio de respeto de los derechos humanos y de los trabajadores. Sobre la base del análisis de EIRIS, el FRR establece una lista anual de las empresas con las que se deberá iniciar o continuar un proceso de diálogo. El FRR también establece una lista de sociedades excluidas de su cartera a partir de la información que EIRIS le proporciona relativa a la implicación de estas empresas en las minas antipersonas o en bombas anti munición.
- Trucost, analista especializado en el medioambiente, evaluaría la huella medioambiental de la cartera de acciones internacionales, así como las oportunidades y riesgos ligados al medioambiente.

Tabla 13. Principales disposiciones relativas a criterios ASG inscritos en los mandatos o en los reglamentos de fondos del FRR

	Mandatos de acciones cotizadas		Mandatos de renta fija	Inversiones en empresas no cotizadas	
	Gestión activa	Gestión pasiva	Deuda corporativa (2009)	Capital riesgo (2006)	Infraestructura (2009)
Derecho de Voto	Si	Si	No aplicable	No aplicable	No aplicable
Investigación y análisis extra financiero	Si	No	Si	No	Si
Informes ASG	Si	Si (Gobierno Corporativo)	Si	No – en consideración	Si
Integración de criterios ASG en el proceso de gestión	Si, eventualmente	No	Si, eventualmente	No	Si, eventualmente
Exclusión	Si (2008)	Si (2008)	Si	Si, restricciones a la inversión	No aplicable
Asistencia en la Negociación y diálogo con las empresas	Si (2008)	Si (2008)	No aplicable	A definir	A definir

Fuente: FRR (2010).

Completando este trabajo de seguimiento y evaluación llevado a cabo por EIRIS, Vigeo y Trucost, el FRR obtiene informaciones de otras fuentes tales como estudios públicos, informaciones de otros inversores o de gestores que trabajan para el FRR y, con esto, el Comité de inversión responsable elabora, en un primer momento, una lista de empresas que pueden generar un riesgo de reputación para el Fondo. Seguidamente y sobre esta base, dicho Comité preconiza una serie de acciones para reducir o eliminar el riesgo de reputación que

van de la búsqueda de información complementaria al inicio de un proceso de Negociación y diálogo. En ocasiones las empresas pueden quedar excluidas.

En 2008, se decidió extender la estrategia El mejor de su categoría a todas las clases de activos y se empezaron a lanzar concursos para seleccionar gestores externos.

En 2009, debido a lo costoso que resultaba en términos de tiempo el diálogo con las empresas, el FRR decidió concentrar su propio programa de diálogo y negociación sobre diez empresas que contactó en un primer momento con el objeto de hacerles una serie de preguntas relacionadas con el respeto a los principios del Fondo. En paralelo, el FRR podría iniciar este tipo de proceso en asociación con otros inversores o con los poderes públicos, bien en forma de iniciativa internacional formalizada (bajo los auspicios de una organización internacional como la ONU con el PRI) o a través de colaboraciones más informales. Por ejemplo, el FRR participó en la iniciativa de Seúl por la que aproximadamente 50 inversores institucionales signatarios del PRI han firmado una carta dirigida a 9.000 empresas en el mundo para instarlas a que se unan el Pacto Mundial.

A partir de finales de 2010 y como consecuencia de la renovación de los diferentes mandatos, el 100% de la gestión activa incluye consideraciones ISR: investigación y análisis, incitación a la integración, comunicación de resultados extra financieros y asistencia en el diálogo con las empresas. Los mandatos de gestión activa de obligaciones de empresas comportan cláusulas ASG y todos los mandatos de gestión de acciones (activa y pasiva) imponen una cláusula de obligación de ejercicio de Voto.

IV.2.B.v. Evaluación y comunicación de resultados

El Comité de riesgos, presidido por un miembro del Directorio y asistido por el departamento de gestión de riesgos financieros y el responsable de riesgos operacionales, examina la rentabilidad de las carteras, calculada por el departamento de gestión de riesgos financieros, independiente de la gestión financiera. Los principales riesgos financieros y operacionales a los que el FRR está expuesto son analizados todos los meses por este Comité. Finalmente todos los temas tratados por el Comité de riesgos son analizados por el Directorio durante sus reuniones.

Por otro lado, el FRR sigue, por iniciativa propia, una serie de indicadores cuantitativos de implementación de su estrategia ISR. Están reflejados en la Tabla 14.

Desde el punto de vista cualitativo, el FRR efectúa, a través de su Comité de inversión responsable, un seguimiento de los riesgos extra financieros que comportan sus inversiones. Para ello, la organización EIRIS evalúa todas las empresas presentes en la cartera (tanto acciones como obligaciones) en lo que concierne al respeto de los principios del Pacto Mundial y de las convenciones internacionales sobre las armas prohibidas. Cada año, esta organización entrega un informe al Comité de inversión responsable detallando las alegaciones que afectan a ciertas empresas, evalúan su gravedad y propone líneas de acción. EIRIS emite igualmente alertas mensuales sobre nuevas alegaciones. Al mismo tiempo, como vimos durante el apartado que describía la ejecución de las inversiones, la evaluación y seguimiento de los aspectos extra financieros se completa con los análisis de la cartera de acciones europeas realizado por Vigeo y del impacto medioambiental de la cartera de acciones internacionales de Trucost.

Por último, dentro de la evaluación de resultados, el FRR trabaja con un proveedor externo en el análisis y control de la ejecución de los mandatos de gestión por los gestores. Este control a posteriori tiene por objeto el control de los costes de gestión y transacción y analiza la calidad de la ejecución de las transacciones por parte de los intermediarios seleccionados por los gestores eternos del FRR.

En lo que concierne a la publicación de resultados, el FRR publica un informe anual con información sobre los resultados financieros, actividades de gestión, descripción de la implementación de su estrategia ISR y resultados de la misma, gestión y control de riesgos, organización y costes y las cuentas anuales.

En cuanto a la presentación de resultados desde el punto de vista de las ISR, desde la creación de los PRI de la ONU en 2006, el FRR sigue el cuestionario de presentación de resultados (obligatorio para los miembros del PRI) cuyo objetivo es evaluar la capacidad de la implementación de estos Principios y las buenas prácticas en la materia. En 2009 el FRR permitió que sus respuestas al cuestionario de los PRI se hicieran públicas. También ese año, el FRR publicó un informe de la evolución de la implementación de la estrategia ISR en sus dos primeros años de vida.

Tabla 14. Indicadores utilizados por el FRR para el seguimiento de la implementación de la estrategia de inversión socialmente responsable

Pilar: Integración	
Acción	Indicador
Integración de factores ASG	Número de mandatos de acciones con cláusulas ISR
	En % de cartera de acciones en gestión activa
	Gestores signatarios de los PRI (en % del número de gestores y en % de los activos gestionados)
Proceso ISR	Número de mandatos específicamente ISR
	En % de cartera de acciones en gestión activa
Pilar: Prevención de riesgos de reputación	
Acción	Indicador
Evaluación de riesgos	Número de empresas cubiertas por el análisis extra financiero
	Proporción de empresas cubiertas por el análisis financiero (con respecto al número de empresas en cartera)
	Capitalización de las empresas cubiertas por el análisis extra financiero
	Proporción de empresas cubiertas por el análisis extra financiero (con respecto a la capitalización total de los títulos en cartera)
Diálogo	Número de empresas con las que el FRR ha entablado un diálogo
	Número de empresas excluidas
	Número de iniciativas a las que el FRR participa
Pilar: Ejercicio de derecho al voto	
Acción	Indicador
Votos	Número de Juntas de accionistas donde pueden votar
	Número de Juntas de accionistas votadas
	Proporción de juntas de accionistas donde pueden votar con respecto al número de juntas de accionistas votadas
	Número total de resoluciones
	Votadas a favor
	En % del número total de resoluciones votadas
	Votadas en contra
	En % del número total de resoluciones votadas
	Abstenciones
	En % del número total de resoluciones votadas

Fuente: FRR (2010).

Por último, cabe señalar que el FRR posee una página Internet con extensa información sobre sus políticas y estrategias de inversión (financiera e ISR). Las líneas directrices de voto, publicadas por primera vez en 2005, son puestas al día anualmente por el Consejo de control en función de la evolución de la reglamentación y de los intereses del FRR.

IV.2.B.vi. Actividades en torno a las ISR

Como parte de su estrategia ISR y de su compromiso con los PRI, el FRR se ha comprometido a participar en iniciativas promotoras de este tipo de inversión. Seguidamente se citan varios ejemplos de las mismas:

- Participación en la elaboración de los PRI en 2005 y firma de los Principios en 2006. Actualmente el FRR está representado en el Consejo de administración de las PRI y participa en sus grupos de trabajo.
- Adhesión al CDP y al WDP.
- Investigación en el terreno de las ISR a través del apoyo a la Asociación francesa de gestión y participación en el lanzamiento de la cátedra ISR en Francia.
- Apoyo al galardón FIR (Forum pour l'Investissement responsable) que premia los trabajos de investigación en el terreno de las ISR.
- Apoyo a la EITI.
- Apoyo a la iniciativa de 2009 Investor Statement on the Urgent need for a Global Agreement on climate change.
- Apoyo al EMDP.
- Participación en el ICGN.
- Participación en numerosas conferencias y ponencias sobre las ISR.
- El FRR recibió el Premio al Inversor Responsable 2010, otorgado por la consultora francesa Amadeis y el gestor de activos Natixis Asset Management.
- Por último, con el fin de mejorar su aprendizaje sobre las cuestiones ISR, el FRR se muestra interesado a participar en el diálogo sobre las ISR con los diferentes actores que intervienen en el proceso: gestores, otros inversores institucionales con los mismos desafíos en materia de ISR que ellos y con las empresas, a las que anima a mejorar su información en materia ISR.

IV.2.C. STATENS PENSJONSFOND UTLAND - SPU (FONDO DE PENSIONES DEL GOBIERNO GLOBAL)

*El Statens Pensjonsfond Utland*²³ (Fondo de Pensiones del Gobierno Global, SPU en las siglas en noruego) es una continuación del antiguo Fondo del Petróleo del Gobierno de Noruega, establecido en 1990 con el fin de atesorar los generosos ingresos que el Gobierno Noruego obtiene del petróleo, llevar a cabo una gestión a largo plazo de estos fondos y cubrir el creciente gasto en pensiones previsto en el futuro. En 2006, el Fondo del Petróleo se transforma en el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega, con dos partes: El Fondo de Pensiones del Gobierno Global (continuación del Fondo del Petróleo) y el Fondo de Pensiones del Gobierno de Noruega (conocido anteriormente como el Fondo del Régimen de Seguros Nacional).

El SPU, en el que nos centraremos en esta tesis, contaba con 5.038 millones de coronas noruegas a 31 de diciembre de 2013.

IV.2.C.i. Gobierno

El Parlamento Noruego ha nombrado al Ministerio de Finanzas responsable de la gestión del SPU, en nombre del dueño de los fondos que es la población del país. El Ministerio de Finanzas toma la decisión sobre la política y la estrategia de inversión, establece los principios de la política de Voto, los criterios de Exclusión y decide cuándo una empresa debe ser excluida de la cartera. Para ello cuenta con la ayuda del Banco Central Noruego (Norges Bank), del Consejo de Ética, de un Consejo encargado de la estrategia de inversión dentro del propio Ministerio y de consultores externos. Los cambios clave en la política de inversión son presentados al Parlamento previo a la implementación.

El Ministerio de Finanzas ha delegado la responsabilidad de la gestión operacional de los activos, incluyendo el ejercicio del Voto, al Norges Bank, cuyo Comité ejecutivo, a su vez, ha encargado la gestión a Norges Bank Investment Managers (NBIM), una de sus filiales. Las condiciones de esta delegación quedan estipuladas por la regulación emitida por el Ministerio

²³ Información obtenida a partir de la página internet del Ministerio de Finanzas de Noruega www.regjeringen.no, de la página internet del Banco Central de Noruega www.norges-bank.no y de comunicaciones con sus gestores.

de Finanzas a la vez que un contrato de gestión define en profundidad la relación entre ambas entidades.

El Consejo de Ética, establecido por Real Decreto de 19 de noviembre de 2004, descende del Comité de consulta sobre derecho internacional para el Fondo del Petróleo, creado en 2001 para proveer, a demanda del Ministerio de Finanzas, una evaluación de si determinadas inversiones entraban en conflicto con los compromisos de Noruega en materia de derecho internacional. Más adelante, cuando el Ministerio de Finanzas creó las directrices éticas para el entonces Fondo del Petróleo en noviembre de 2004, el mecanismo de evaluación y exclusión fue extendido a todo el Fondo y el Comité de consulta sobre derecho internacional para el Fondo del Petróleo fue reemplazado por el Consejo de Ética. Está compuesto por cinco miembros con amplios conocimientos y experiencia en ética y derecho internacional y cuenta con su propio Secretariado de ocho personas. Su misión principal es aconsejar al Ministerio sobre las exclusiones.

En el Presupuesto nacional de 2011, el Ministerio de Finanzas creó un Consejo de estrategia compuesto por cuatro miembros externos encargados de elaborar informes sobre la estrategia a largo plazo del SPU.

Por último, en 2013, el Norges Bank creó el Consejo de consulta en gobierno corporativo, con tres expertos, con el fin de servir de órgano de consulta para el activismo accionarial llevado a cabo por el SPU. Una de sus actividades más destacadas es estudiar la composición de los consejos de las compañías cotizadas donde el Fondo invierte.

IV.2.C.ii. Política de inversión

IV.2.C.ii.a. Política financiera

El SPU está plenamente integrado en los presupuestos del Estado y las contribuciones netas reflejan el superávit presupuestario total (incluyendo los ingresos del petróleo). Esto significa que el SPU obtiene, entre otros, contribuciones procedentes de los ingresos del petróleo y las operaciones financieras relacionadas con la actividad petrolífera, mientras que los gastos del Fondo corresponden a las necesidades presupuestarias del Gobierno, es decir, la política fiscal. Esta política fiscal asume que el gasto presupuestario evolucionará con el tiempo al ritmo del rendimiento del Fondo, previsto a un tipo del 4% real.

El Fondo ha sido establecido con un objetivo general de ahorro y para dar al Gobierno un margen de maniobra en su política fiscal si los precios del petróleo disminuyesen. Asimismo, ha sido creado para afrontar el desafío financiero planteado por una población avejentada y una caída (esperada) de los ingresos del petróleo.

No tiene el objetivo preciso de conseguir la financiación de la deuda de las pensiones y, al mismo tiempo, su horizonte de inversión es muy largo, pues no tiene necesidades inmediatas de liquidez, con lo que el objetivo es conseguir el mejor rendimiento posible para un riesgo tolerable con mínimo coste, teniendo en cuenta su tamaño y sus características de inversor a largo plazo.

El último objetivo de la política financiera es que todos los activos han de ser internacionales, a fin de no recalentar demasiado la economía noruega, por un lado, y protegerla de las variaciones de los precios del petróleo, por otro.

IV.2.C.ii.b. Política ISR

El SPU opina que el objetivo de conseguir una buena rentabilidad financiera está íntimamente ligado a su deseo de ser un inversor responsable. Esta responsabilidad implica gestionar el Fondo de modo que se promueva un mejor funcionamiento y una mayor eficiencia de los mercados financieros y un desarrollo sostenible en un sentido amplio. Simultáneamente, como inversor se beneficiará de un mejor gobierno de las empresas donde invierte y de que ciertos comportamientos, en lo que respecta a la política social y medioambiental, sean defendidos y respetados.

Por otro lado, los responsables del SPU consideran que la naturaleza del Fondo – fondos públicos – justifica que ciertos valores éticos sean tomados en consideración en la gestión, pues actúan como fiduciarios de la población noruega. El Ministerio de Finanzas integra la gestión ISR en toda la cartera y requiere que sea definida de tal modo que represente el sentimiento general de la población. Sin embargo, son conscientes de que el Fondo no es el instrumento adecuado de salvaguarda de todos los compromisos éticos que los noruegos tienen (como nación) ni servirá de instrumento de política exterior.

Las primeras directrices ISR del entonces Fondo del Petróleo fueron confeccionadas por el Ministerio de Finanzas a partir de las recomendaciones del Comité Graver,

especialmente asignado por el Gobierno, que deberían ser aplicadas a partir del 1 de diciembre de 2004. La Comisión Graver definía dos principios fundamentales:

1. El Fondo es un instrumento para asegurar que una porción razonable de los beneficios que el país obtiene del petróleo beneficia a las futuras generaciones y debe considerarse como una obligación ética el gestionarlo de modo que obtenga un buen rendimiento. Este buen resultado es consistente con el desarrollo sostenible en el sentido económico, medioambiental y social. Los intereses financieros del Fondo deberán ser reforzados a través del ejercicio de los derechos del Fondo como accionista a fin de promover el desarrollo sostenible.
2. El Fondo no debería hacer inversiones que constituyan un riesgo inaceptable de contribuir a actos no éticos u omisiones, como violaciones graves de derechos humanos fundamentales, corrupción o daños medioambientales.

Las directrices de la política ISR permitían el uso de dos estrategias: la Exclusión y el ejercicio del derecho de Voto. Para la primera se creó el Consejo de Ética, que debía elaborar recomendaciones sobre si una inversión podía violar las obligaciones de Noruega en cuanto al derecho internacional. Al mismo tiempo, bajo su propia iniciativa o a demanda del Ministerio de Finanzas, hacía recomendaciones sobre las exclusiones y la selección negativa de las empresas. El Norges Bank quedó a cargo del ejercicio del Voto.

En 2009, el Ministerio de Finanzas llevó a cabo una extensa revisión de los principios éticos de la política de inversión del SPU a partir de las opiniones de más de 50 órganos de consulta. El Ministerio, además, anunció sus planes para implementar una política ISR más exhaustiva y decidió aplicar nuevas medidas. En definitiva, nuevas directrices de política ISR reemplazaron las de 2004. No hubo cambios en los criterios de exclusión basados en la conducta de las empresas. Las nuevas directrices estaban más bien relacionadas con la forma de trabajar del Consejo de Ética. Concretamente, le permiten contactar con un mayor número de empresas directamente. Ya que, con las antiguas directrices, el Consejo contactaba con las empresas a través del Norges Bank para presentarles un borrador de la recomendación de exclusión. Esta forma de actuar no daba pie al diálogo, pues la empresa consideraba que la decisión estaba ya prácticamente tomada. Con las nuevas líneas de inversión ISR, el Consejo de Ética establece el contacto en una etapa más temprana del proceso de evaluación para decirles que están siendo examinadas y pedirles información, lo que incita a las empresas implicadas a proveer más datos sobre sus actividades o, incluso, proponer una reunión

personal con el Consejo. Ese mismo año 2009, se crea un programa de inversión medioambiental y se establece como criterio de exclusión la producción de tabaco.

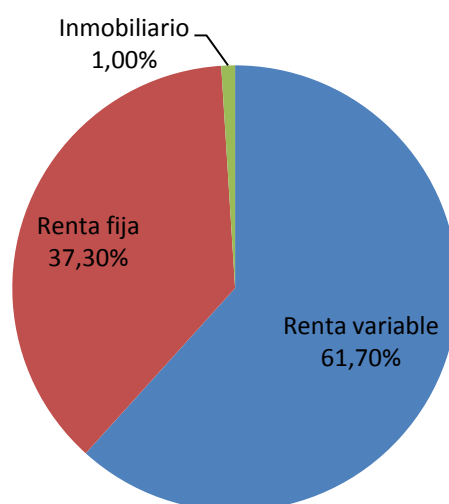
IV.2.C.iii. Estrategia de inversión

IV.2.C.iii.a. Estrategia financiera

La estrategia de inversión ha evolucionado de manera considerable desde 1996, que se realizó la primera transferencia neta al Fondo para ser gestionado como las reservas en divisas del Norges Bank, hasta la actualidad, donde la cartera estratégica incluye el 60% de acciones internacionales, entre el 35-40% de renta fija y entre el 0-5% de inmobiliario.

La composición de la cartera a 31 de marzo de 2014, era la que se refleja en la Figura 12.

Figura 12. Statens Pensjonsfond Utland - Cartera a 31/12/2013



Fuente: Norges Bank (2014).

Otras directrices de inversión comprenden:

- Máximo 1,5% de los títulos de una compañía.
- El préstamo de títulos no puede exceder del 35% del valor total de Fondo.
- La renta fija con una nota inferior a BBB- no excederá del 1% de la cartera de renta fija.

- Un mínimo del 10% de los bonos de estado deben ser de EE. UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón.
- Un 5% como máximo de apalancamiento en las inversiones de acciones y renta fija.
- Máximo del 10% de las acciones de una empresa cotizada.
- La inversión inmobiliaria puede ser directa o en títulos de empresa inmobiliarias que cotizan en mercados organizados. La inversión no podrá estar concentrada a más del 10% en un solo país, con excepción de Francia, Reino Unido y Alemania, donde el Fondo puede invertir hasta un 35% de su porción inmobiliaria. También existen límites a la distribución sectorial, a las inversiones a través de empresas cotizadas y al nivel de endeudamiento de las empresas donde invierten.

El Norges Bank deberá informar al Ministerio de finanzas de cualquier cambio que se haga a los límites antes indicados.

En 2013, el Consejo de estrategia establecía que el SPU no examinaba apenas el impacto de sus prácticas de inversor responsable en el rendimiento financiero de la cartera y recomendaba iniciar un programa de investigación que les permitiera aumentar su conocimiento sobre esta cuestión. Los primeros resultados de la reflexión indicaban que una estrategia de inversión destinada a favorecer las inversiones en determinadas empresas o sectores siguiendo criterios ISR, por ejemplo, fondos dedicados al cambio climático, no deberían producir un rendimiento superior al del mercado en general y, por tanto, la estrategia de inversión financiera no debería permitir la concentración de inversiones basándose en criterios diferentes de los económicos. De este modo, sólo permiten una cierta concentración temática o sectorial en los mandatos de gestión medioambiental.

A través de la selección del estilo de gestión, el gestor del SPU, el NBIM, tiene como objetivo conseguir 25 puntos básicos más de rentabilidad que su referencia (un índice de mercado tradicional) con un *tracking error* máximo del 1% (excepto para inversiones inmobiliarias, donde no existe este último límite):

- En la cartera de acciones, la gestión es moderadamente activa, lo que comporta un seguimiento del índice de referencia representativo del mercado, junto con la minimización de las transacciones como consecuencia de cambios en el índice y la gestión eficaz de las operaciones corporativas de las empresas que lo componen (salidas a Bolsa, fusiones y adquisiciones, etc.). Al mismo tiempo, el Fondo busca

utilizar el análisis fundamental para examinar oportunidades de inversión que puedan generar rendimientos mejores que los del mercado.

- En renta fija, se instaló una estrategia de *core-satellite*, donde la mayor parte de la cartera (el *core*) se compone de inversiones en renta fija con poco riesgo y liquidez abundante - títulos de tesorería y bonos de empresa buena calidad - para favorecer las operaciones de ajuste de la cartera. Al mismo tiempo, al lado de esta cartera central, existirán otras inversiones expuestas a un factor de riesgo y objetivo de rendimiento bien definidos para cada una de ellas.

Tanto en acciones como en renta fija, el 60% de las carteras como mínimo deben replicar el índice de referencia.

IV.2.C.iii.b. Estrategia ISR

Con el fin de implementar los principios de la política de inversión del SPU relacionada con la responsabilidad social, la estrategia ISR se apoya en los siguientes mecanismos:

- Ejercicio del Voto. Lo ejerce el Norges Bank y está basado en principios aceptados internacionalmente como el Pacto Mundial de la ONU y las Líneas Directrices de la OCDE para el Gobierno de empresa y para las Multinacionales.

El Comité Ejecutivo del Norges Bank ha definido seis áreas de acción en su estrategia de Voto: tratamiento igualitario de los accionistas, influencia de los accionistas y rendimiento de cuentas del Consejo, cambio climático, derechos del niño, gestión del agua y buen funcionamiento de los mercados financieros. Asimismo, como el SPU busca influenciar no sólo el comportamiento de empresas individuales sino de sectores enteros y mercados, llevan a cabo negociaciones con los reguladores.

- Selección negativa de empresas (de la cartera de acciones o de deuda) involucradas en la producción de armas cuyo uso viola los principios humanitarios fundamentales, empresas productoras de tabaco o que venden armas o equipamiento militar a ciertos Estados.

- Exclusión del universo de inversión a empresas que tienen un riesgo (inaceptable) de contribuir a:

- Violaciones severas y repetidas de los derechos humanos: tortura, privación de libertad, trabajo forzado y trabajo y explotación de menores.
- Violaciones severas de los derechos humanos en situaciones de guerra o conflicto.
- Daños medioambientales graves.
- Corrupción.
- Otros casos de serías violaciones de normas éticas fundamentales

La mayoría de sus directrices se refieren a tratados internacionales, pero no todas, ya que consideran que no siempre hay un tratado que limite acciones que ellos consideran contrarias a su política. Por ejemplo, en el terreno medioambiental, no existe ninguna norma internacional que limite la tala de todos los arboles de Noruega, aunque claramente sería una acción negativa. En el terreno de la corrupción, utilizan como base el tratado de la ONU contra la corrupción, con una adaptación propia que precisa los casos de corrupción que desean evitar / combatir. Finalmente, en la inversión directa en inmobiliario se dará prioridad a consideraciones medioambientales como de eficiencia energética, consumo de agua y gestión de residuos.

- Integración de consideraciones ASG, tanto para la selección de títulos como para la Negociación y el dialogo con los emisores. Por ejemplo, en las inversiones inmobiliarias se analizan factores medioambientales como las medidas tomadas para mejorar la eficiencia en el consumo de energía y de agua o el tratamiento de residuos. Esta evaluación se basa en criterios medioambientales internacionales relativos al sector inmobiliario. En cuanto a la Negociación y el dialogo, es importante señalar que el SPU es uno de los mayores inversores del mundo, poseyendo, de media, el 1,3% de la propiedad en más de 7.000 empresas. Aunque esta proporción es relativamente pequeña, el Fondo está entre los mayores accionistas de un cierto número de empresas, lo que le da una posición muy aventajada en las actividades de Negociación y dialogo.

- Por último, desde que en 2009 se decidió establecer un programa específico de inversiones medioambientales, se han creado una serie de mandatos dentro de la parte de acciones cotizadas, que están sujetos a los mismos requisitos de rentabilidad que el resto.

IV.2.C.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.2.C.iv.a. Estructura de la cartera

El NBIM gestiona una parte internamente y otra a través de gestores externos. No pueden invertir más del 1% del valor del Fondo con un solo gestor y algunos gestores externos participan en la gestión en base a un servicio de consultoría.

La decisión de elegir gestores externos se basa en la creencia de que añadirán rendimiento a la gestión y de que construir una competencia interna no sería práctico o factible. Normalmente, son mandatos especializados por países o sectores, en particular para la inversión en pequeñas y medianas empresas, el sector de la sanidad, inversiones medioambientales y en países emergentes donde la presencia local representa una ventaja. La cartera inmobiliaria se invierte sobre todo a través de empresas subsidiarias.

Al final de 2013 el Fondo tenía el 3,8% de su valor gestionado externamente, sobre todo en mandatos de gestión que invierten en acciones de mercados emergentes y pequeñas compañías de mercados desarrollados.

Vehículo de inversión. Los títulos de la cartera son gestionados en directo y a través de mandatos de gestión para los gestores externos, donde únicamente el ejercicio del Voto no está delegado.

La gestión interna también se realiza en forma de mandato asignado a especialistas en determinados sectores económicos. En el caso de la renta fija, los gestores internos obtienen mandatos para un sector de mercado específico o una divisa. De este modo, un gestor de renta fija puede especializarse en la deuda pública europea, del Pacífico o de EE. UU., o bien en bonos corporativos de Europa o EE. UU. o bonos con colateral de Europa o de EE. UU., por citar algunos ejemplos

Selección de la gestora. Los gestores son seleccionados teniendo en cuenta básicamente su competencia en un determinado sector económico o su base geográfica.

Una primera preselección de gestores es llevada a cabo a través de una importante colecta de información de participantes del mercado, de observadores y de bases de datos, a fin de identificar a los candidatos más relevantes. Para ser considerado en esta preselección, el gestor debe completar un cuestionario sobre la estructura de su organización, los activos en gestión, el proceso de inversión, el personal y la composición de la cartera. En esta primera

fase, se contactan entre 20 y 30 gestores de los que sólo un grupo más reducido será invitado a responder a cuestiones concretas sobre la organización y las rentabilidades obtenidas.

El gestor debe poseer una licencia para operar en el país donde el Fondo invierte, guiarse por reglas éticas satisfactorias, contar con una buena organización interna, en general, y una correcta delegación de responsabilidades entre departamentos, en particular. Además, debe tener una verdadera especialización en el sector/estrategia de referencia y un equipo de gestores y analistas cuya principal actividad concierna la estrategia en cuestión.

El NBIM efectúa un proceso de control y verificación muy extenso y cuenta igualmente con los servicios de una empresa de auditoria para realizar evaluaciones independientes del histórico del gestor, su reputación y su integridad.

La decisión final se basa en el conocimiento del gestor de las empresas donde invierte, de las fuentes de información utilizadas, las rentabilidades obtenidas y de cómo sus opiniones y análisis difieren de las de sus competidores.

IV.2.C.iv.b. Ejecución

Desde un punto de vista únicamente financiero, los hechos más destacados en la ejecución de las inversiones han sido los siguientes:

- El SPU recibió su primera contribución en 1996 para ser gestionada como parte de las reservas en divisas extranjeras del Norges Bank.

- Al año siguiente, se invirtió en renta fija estatal en su totalidad, mientras el Ministerio de finanzas decidía destinar el 40% de la distribución estratégica a la renta variable, decisión que se ejecutó en el primer semestre de 1998.

- En 2000, cinco mercados emergentes son añadidos al universo de acciones y, en 2002, los bonos de empresa y los bonos titulizados son añadidos a la gama de instrumentos de renta fija.

- En 2007, la proporción estratégica de acciones aumenta al 60%, a la vez que se decide integrar las pequeñas capitalizaciones.

- Finalmente, en 2008, el Ministerio de Fianzas decide incluir un máximo del 5% de inmobiliario en la cartera estratégica a partir de la proporción de renta fija, que se verá

reducida al 35%, y extiende el universo de inversión de las acciones a todos los países emergentes.

Por el lado de las ISR, los puntos más relevantes de la ejecución de las inversiones son los siguientes:

- El 30 de noviembre de 2001, el Ministerio de Finanzas creó un Comité de consulta sobre derecho internacional para el Fondo del Petróleo. Su misión consistía en, a demanda del Ministerio, facilitar una evaluación de si determinadas inversiones entraban o no en conflicto con los compromisos de Noruega en materia de derecho internacional.

- Cuando el Ministerio de Finanzas creó las directrices éticas para el entonces Fondo del Petróleo, en noviembre de 2004, el mecanismo de exclusión fue extendido a todo el Fondo y el Comité de consulta sobre derecho internacional para el Fondo del Petróleo fue reemplazado por el Consejo de Ética. Es entonces cuando se establecen las grandes pautas del proceso de ejecución de la estrategia de inversión, que se describe a continuación.

EXCLUSIONES:

El Consejo de Ética recibe, de consultores externos, un informe mensual con una lista de las empresas acusadas de daño medioambiental severo, violaciones de derechos humanos y corrupción. Basándose en estos informes, el Secretariado del Consejo de Ética lleva a cabo un estudio preliminar de la seriedad de estas acusaciones. El Consejo también recibe demandas de individuos u organizaciones requiriendo el examen de la conducta de determinadas empresas. Finalmente, el Ministerio también puede pedir al Consejo de Ética que analice la conveniencia de excluir una determinada empresa.

Si el Consejo de Ética está considerando la posibilidad de recomendar al Ministerio una exclusión, entrará en contacto con la empresa para comunicarle que está siendo examinada, lo que trae consigo, por regla general, un diálogo y un intercambio de información.

El Ministerio de Finanzas es quien decide sobre la exclusión, con la recomendación del Consejo de Ética. El Ministerio de Finanzas podría pedir al Norges Bank su opinión sobre un caso específico.

El Norges Bank recibe una notificación inmediata de las decisiones tomadas. La recomendación del Consejo de Ética y la decisión del Ministerio de excluir una empresa se

publican una vez que los títulos han sido vendidos. La venta se realiza durante un periodo de aproximadamente dos meses.

En ocasiones, puede haber ciertas dudas sobre si los requisitos para la exclusión se han cumplido plenamente o de cómo el comportamiento de la empresa evolucionará en el futuro. En estos casos, el Ministerio puede poner a la empresa en observación bajo la recomendación del Consejo de Ética. Puede suceder también que las empresas queden en observación si otros inversores están en fase de diálogo con ellas y, por tanto, pueda esperarse una mejora de su comportamiento.

La mayoría de las exclusiones realizadas hasta la fecha han estado relacionadas con la producción de ciertos productos como el tabaco o elementos clave en la construcción de armas que violan los derechos humanos fundamentales. Aunque, en 2013, retiraron de la cartera títulos de 27 empresas mineras debido a problemas con el medioambiente.

El Consejo de Ética revisa regularmente si las razones de la exclusión son todavía válidas y podrá, basándose en nuevas informaciones, recomendar al Ministro de Finanzas revocar una decisión de exclusión. Por ejemplo, el Fondo decidió, en 2010, no invertir en bonos del Gobierno de Birmania ni en empresas que vendían armas a este país. Esta orden de exclusión se retiró en 2014. Al mismo tiempo, basándose en información del Ministerio de asuntos exteriores, el Ministerio de finanzas decidió excluir a Corea del Norte, Siria e Irán. Es importante señalar que, cuando un título es excluido de la cartera o un país está afectado por alguna iniciativa internacional apoyada por Noruega, también son excluidos de sus índices de referencia.

Por último, es interesante observar, en lo que respecta las exclusiones, que las recomendaciones del Consejo de Ética son seguidas por otros inversores tanto en Noruega como a nivel internacional.

EJERCICIO DEL VOTO:

Otro de los pilares de su estrategia ISR concierne el ejercicio del Voto, delegado al Norges Bank. Cada año, éste participa con su voto en más de 10.000 Juntas de accionistas y el número de resoluciones votadas excede las 85.000. El Norges Bank vota en todas las resoluciones, incluyendo aquellas que salen de las áreas de prioridad de la política ISR.

Para la cuestiones de los derechos del niño, del cambio climácico y de la gestión del agua, el Norges Bank ha publicado una serie de expectativas de comportamiento de las empresas donde invierten. En estas publicaciones se subrayan los problemas y factores de riesgo de los sectores más vulnerables y se analizan un cierto número de empresas. El NBIM publica un informe anual del nivel de cumplimiento de estas expectativas por parte de las empresas implicadas.

INVERSIONES MEDIOAMBIENTALES:

Finalmente, dentro de la ejecución de las inversiones del SPU, cabe detenerse en su actividad inversora relacionada con el medioambiente.

- En este terreno, en enero de 2001 se establecía el Fondo Medioambiental, con un capital inicial de 1.000 millones de coronas noruegas y una cantidad similar transferida al año siguiente. Este constituía un sub-fondo dentro del Fondo del Petróleo y estaba gestionado por el Norges Bank. El Fondo Medioambiental estaba invertido en acciones de 22 países desarrollados de Europa, América y Asia / Oceanía y podía invertir únicamente en empresas que tenían un impacto positivo en el medioambiente. Así como en aquellas que cumplían ciertos requisitos en materia de certificación y de publicación de información ligada al medioambiente.

- En 2004, hubo una evaluación del Fondo Medioambiental en la Revisión del Presupuesto Nacional para ese año y el Ministerio de Finanzas decidió no seguir con este proyecto, pues las directrices éticas del Fondo del Petróleo en general ya incluían una consideración de las cuestiones medioambientales para toda la cartera. Esto implicó que, a finales de 2004, pasa a formar parte de la cartera global del Fondo del Petróleo

- Más adelante, en 2009, el Ministerio de Finanzas recibió el acuerdo del Parlamento para establecer un programa de inversión medioambiental y otro de inversión dirigido a fomentar el crecimiento sostenible en mercados emergentes. 20.000 millones de coronas noruegas serían invertidas en estos programas durante un periodo de cinco años.

NEGOCIACION Y DIALOGO

En cuanto a la Negociación y el dialogo, aparte de la llevada a cabo con las empresas en riesgo de Exclusión, los representantes del Fondo se reúnen con los ejecutivos de las compañías donde invierten con el fin de tratar tanto su situación financiera como cuestiones

ASG. También se reúnen con los Presidentes de los consejos de aquellas empresas donde su participación es elevada para establecer marcos sólidos de gobierno corporativo.

IV.2.C.v. Evaluación y comunicación de resultados

La evaluación y comunicación de resultados comienza por el control diario de los movimientos de los gestores externos por el Norges Bank para comprobar el respeto de las directrices de inversión. A su vez, los gestores proveen anualmente una descripción de las inversiones, una declaración del cumplimiento del mandato y de los riesgos operacionales incurridos, información que se complementa con visitas periódicas de control *in situ*.

Por su parte, el Norges Bank, como responsable de la gestión, establece en un primer momento los principios para la valoración y las medidas de la rentabilidad y riesgo, adhiriéndose a principios y estándares internacionales, concretamente aquellos de las normas GIPS. Asimismo, publica informes trimestrales y anuales sobre la gestión del Fondo que contienen un resumen de la rentabilidad, el detalle de los costes de gestión, la descripción de las estrategias de inversión, la creación de valor en la gestión de inversiones y el riesgo incurrido, incluyendo un control del mismo con respecto a los límites establecidos, y un apartado sobre la organización de la gestión de inversiones. Su informe anual debe incluir información sobre el ejercicio del Voto, resultados de las votaciones en las Juntas de accionistas, una lista de todas las inversiones y el trabajo de integración de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la gestión.

El Ministerio de Finanzas, responsable del seguimiento del Fondo, recibe informes del Norges Bank y del Consejo de Ética y publica parte de los informes y trabajos elaborados por el primero, así como aquellos de consultores externos. La política de Voto se publica, desde 2013, en la página web del Norges Bank al día siguiente de emitirse el voto. Sin embargo, las recomendaciones sobre las exclusiones y la selección negativa las hace públicas una vez implementadas, con el fin de no perturbar desde un punto de vista financiero su realización.

El Ministerio de Finanzas, utiliza consultores externos para revisar las medidas de rendimiento y la comparación con otros Fondos similares. A la vez que informa al Parlamento sobre la rentabilidad, el riesgo, talla del Fondo y de sus contribuciones (ingresos del petróleo), la perspectiva de equilibrio presupuestario, cambios en la estrategia de inversión, costes y su trabajo en ISR.

IV.2.C.vi. Actividades en torno a las ISR

La colaboración con otras entidades y el deseo de fomentar las ISR a nivel mundial forma parte integrante del trabajo del SPU.

Para empezar, el Norges Bank y el Ministerio de Finanzas han firmado los PRI de la ONU. Asimismo, este último, junto con el Consejo de Ética, contribuyó con un proyecto del Pacto Mundial de la ONU que tiene como objetivo establecer directrices claras de prácticas de negocios en zonas en conflicto o en guerra.

Por su parte, el Norges Bank apoya varias iniciativas internacionales para aumentar la información y la transparencia en cuestiones relacionadas con el efecto invernadero, la gestión del agua y de los bosques.

Respecto a los derechos del niño, el NBIM ha ejercido una fuerte influencia a través de una estrategia de Negociación y diálogo y Voto, consiguiendo que el grupo de empresas compuesto por Monsanto, Bayer, Syngenta and DuPont anuncien que trabajarán juntas en el combate del trabajo infantil.

El Gobierno de Noruega firmó en 2009 un acuerdo con el consultor Mercer y varios Fondos de pensiones internacionales para investigar las consecuencias del cambio climático en los mercados de capitales globales durante un periodo que va hasta 2030. El proyecto examina las implicaciones del cambio climático en la inversión institucional, en los mercados financieros, en general, y la estrategia financiera del SPU, en particular, a la vez que investiga la vulnerabilidad al riesgo de cambio climático de los Fondos que participan en el proyecto e identifica los posibles cambios en la estrategia de inversión.

Cabe señalar la Norwegian Finance Initiative (NFI), que fue creada con el fin de apoyar al NBIM en su misión de gestión del SPU a través de la promoción y apoyo de la investigación académica en finanzas u otra aéreas relevantes para la gestión a largo plazo del Fondo.

Por último, el banco central gestor del Fondo participa activamente en el CDP y es miembro del GRESB.

IV.2.D. FONDO DEL CANADIAN PENSION PLAN - CPP (PLAN DE PENSIONES DE CANADA)

El Canadian Pension Plan²⁴ (Plan de Pensiones de Canadá, CPP en sus siglas en inglés) es un Plan de pensiones público (de prestaciones definidas) parcialmente financiado por el Fondo de reserva del Plan de Pensiones de Canadá (FRCPP). Este fue creado en 1996 por el Gobierno federal y las nueve provincias del país. Ese año, la inviabilidad de la financiación del sistema público de pensiones se hizo evidente, pues los gastos en pensiones superaban ampliamente las contribuciones y las proyecciones demográficas indicaban que el nivel de contribuciones bajaría todavía más mientras que las pensiones aumentarían. La solución que se acordó fue aumentar las contribuciones, crear un Fondo de reserva separado de los activos del Gobierno que ayudaría a financiar la deuda en pensiones y la constitución de una organización para gestionar los activos del Fondo: el Consejo de Inversión del Plan de Pensiones de Canadá (CPPIB en sus siglas en inglés), creado por el Parlamento en 1997. La sede principal del CPPIB está en Toronto y cuenta con filiales en Londres, Hong-Kong, Nueva York y Sao Paulo.

El Fondo contaba con 219.100 millones de dólares canadienses a 31 de marzo de 2014.

IV.2.D.i. Gobierno

El Fondo del CPP está gobernado por un Consejo de administración, cuyos miembros son nombrados por el Ministerio de finanzas federal en colaboración con las provincias que contribuyen al Plan, y con la ayuda de un Comité de nominaciones. Este último está compuesto por un presidente, nombrado por el Gobierno federal, y por un representante de cada provincia.

La principal misión del Consejo de administración es establecer políticas, estándares y procedimientos de inversión, nominar al auditor independiente, nominar al presidente y al director ejecutivo del CPPIB, crear un código de conducta para el personal de la organización, controlar la evolución de las inversiones y aprobar los estados financieros. Para cumplir con

²⁴ Canadian Pension Plan. Consulta: 3 de febrero de 2015.

estas funciones, cuenta con cuatro Comités: el Comité de inversiones, el Comité de auditoría, el Comité de recursos humanos y remuneración y el Comité de gobierno:

- El Comité de inversiones lo componen todos los miembros del Consejo de administración. Su función consiste en establecer las políticas de inversión y los procedimientos a seguir y elaborar y controlar el plan de inversiones anual. Asimismo revisa la estrategia de gestión de riesgo y aprueba los procesos de Negociación y diálogo con las empresas llevados a cabo por los gestores externos.
- El Comité de auditoría está compuesto por cinco miembros y es responsable de los sistemas de información, supervisa y controla los informes financieros, lleva a cabo las auditorías externa e interna y establece las políticas y prácticas de control.
- El Comité de recursos humanos y remuneración también está compuesto por cinco miembros. Entre sus responsabilidades están el estudiar y hacer recomendaciones sobre el esquema de remuneración del Comité de inversiones, la estructura de la organización CPPIB y la evaluación de la gestión del director ejecutivo.
- El Comité de gobierno también con cinco miembros que recomiendan la política, directrices y procedimientos de gobierno de la organización, controlan la efectividad del Consejo de administración, así como la aplicación del código de conducta y elaboran las directrices para solucionar los conflictos de intereses.

Aparte de estos Comités, el Consejo de administración puede crear puntualmente Comités para estudiar cuestiones específicas o para aquellas situaciones donde se requiere una decisión inmediata.

Otro elemento importante en el gobierno del Fondo del CPP lo constituye el Departamento de inversión que agrupa a tres unidades de inversión - inversiones cotizadas en mercados organizados, inversiones directas (en capital riesgo e infraestructura) e inversiones inmobiliarias – más la sección de gestión global de cartera. El Departamento de inversión trabaja de acuerdo a una Declaración de objetivos, políticas y expectativas de inversión y de gestión de riesgos, así como bajo la Política de inversión responsable, ambas aprobadas por el Consejo de administración.

Por último, el área de Inversión socialmente responsable y RSC la cubre el Comité de inversión responsable del CPPIB, compuesto por directores sénior y presidido por el Presidente de la organización y su Director ejecutivo. Su misión consiste en aprobar y

controlar la estrategia y las actividades relacionadas con las ISR. También revisa regularmente la política de inversión responsable y los principios de Voto y se asegura de que sus actividades siguen las mejores prácticas de responsabilidad social existentes. El FRCPP aspira a integrar sus principios ISR en toda la cartera y para ello han creado internamente un equipo de profesionales con conocimientos sobre cuestiones ASG que trabaja en el seno del departamento de inversiones en mercados cotizados y se ocupa de toda la organización y coordinación de las actividades relacionadas con las ISR en el CPPIB, implementa las actividades de Negociación y diálogo y ejecuta la estrategia de Voto. Este equipo también lleva a cabo el análisis de las empresas, desde el punto de vista ISR, y trabaja estrechamente con los gestores internos de CPPIB en mercados públicos y privados para ayudarles a tomar decisiones de inversión bien fundamentadas al incorporar el impacto de los factores ASG en el valor intrínseco de las compañías y mejorar la evaluación de los riesgos relacionados ellos.

IV.2.D.ii. Política de inversión

IV.2.D.ii.a. Política financiera

El FRCPP está financiado por la diferencia entre las contribuciones y los pagos corrientes ligados a las prestaciones del Plan. Se ha estimado que las contribuciones superarán las prestaciones hasta 2022 y, a partir de esta fecha, una proporción creciente del rendimiento de las inversiones será utilizado para cubrir las prestaciones.

La política de inversión del FRCPP ha sido diseñada para poder hacer frente al pago de las prestaciones provistas en el Plan a partir de las contribuciones de los empleados, de las contribuciones de los patrocinadores del Plan y del rendimiento de las inversiones. Su objetivo en el largo plazo es contribuir a la fortaleza y sostenibilidad financiera del CPP y ayudar a mantener el nivel de prestaciones y de contribuciones a través de la maximización de los resultados de inversión, sin más riesgo de pérdida que el necesario y teniendo en cuenta los factores que influyen en la financiación del Plan. Estos, por un lado, afectan a la deuda, como son el crecimiento real de los salarios y la evolución de las tasas de fertilidad y de mortalidad. Por el lado de los activos del Fondo, el factor clave es el rendimiento.

IV.2.D.ii.b. Política ISR

En la definición de la política ISR del FRCPP, adoptada por primera vez en 2005, el CPPIB se plantea como objetivo que las empresas donde invierten adopten ciertas prácticas

ligadas a su comportamiento medioambiental, su política social y su gobierno corporativo, lo que mejorará su rendimiento financiero en el largo plazo. Consideran que, dentro de su responsabilidad fiduciaria, deben evaluar el posible impacto financiero de factores medioambientales y sociales e intentar conseguir un buen gobierno corporativo en las empresas donde invierten.

El Consejo de administración del CPPIB está convencido de que el modo en que una empresa toma en consideración el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo, aparte de indicar su compromiso con el crecimiento sostenible, señala su potencial para la creación de valor en el largo plazo. El CPPIB opina que un comportamiento de inversor responsable puede tener un impacto positivo en la rentabilidad financiera a largo plazo, no solo por los costes potenciales que se evitan, sino también por las oportunidades que se presentan, con lo que el análisis de las inversiones debe incorporar factores ISR.

Otro punto importante de su política ISR es la transparencia proporcionada por las empresas, pues ésta permitirá a todos los agentes afectados por su actividad (inversores existentes o potenciales, reguladores, comunidades donde las empresas están implantadas, empleados, clientes y proveedores) comprender los riesgos ligados a éstas y cómo son controlados. La transparencia permite una evaluación efectiva y las comparaciones por parte de los inversores y puede estimular un mejor comportamiento relativo a los factores ASG.

IV.2.D.iii. Estrategia de inversión

IV.2.D.iii.a. Estrategia financiera

Su estrategia de inversión está enfocada a conseguir un rendimiento en el largo plazo que permitirá mantener las contribuciones del CPP al nivel actual o incluso bajarlas.

El CPPIB utiliza una estrategia llamada de Cartera global para diseñar la cartera del FRCPP y tomar las decisiones de inversión. Este enfoque se centra en las características de rendimiento y riesgo esperados de inversiones concretas en lugar de centrarse en categorías de activos (generales), lo que les lleva a tomar decisiones de inversión de forma global en la cartera. Utilizan una cartera de referencia para fijarse los objetivos de rendimiento mínimo y, a partir de ahí, proponen una estrategia de diversificación destinada a obtener rendimientos mejores que la referencia, sin riesgo de pérdida innecesario. Las posibilidades de diversificación se apoyan en sus capacidades de inversor a largo plazo, con flujos de salida de

fondos relativamente bien conocidos, que les permiten invertir en productos poco líquidos y en las posibilidades que su tamaño les ofrece para acceder a ciertas oportunidades de inversión.

Con sus hipótesis de rendimiento, la estrategia actual debería generarles al menos un 4% de rendimiento real en el largo plazo lo que les permitiría, en un periodo de 75 años, alcanzar el nivel de financiación requerido con el actual nivel de contribuciones.

En cuanto al riesgo, el Consejo de administración aprueba anualmente un nivel de riesgo máximo relativo a la cartera de referencia, integrando el riesgo de mercado y el riesgo de crédito. Dentro de este nivel, el CPPIB tiene poder para tomar e implementar decisiones de inversión con el objetivo de aumentar el rendimiento relativo.

Los factores extra-financieros ligados a las ISR son tenidos en cuenta en su estrategia financiera, pues impactan la estimación de rendimiento y riesgo de los activos considerados y con ello la decisión de asignarles una menor o mayor proporción de la cartera.

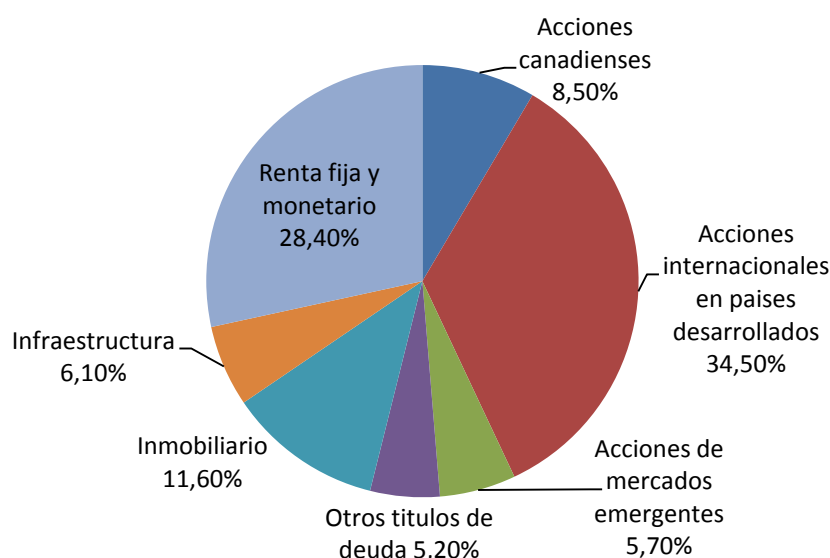
Una parte del Fondo está gestionada de forma pasiva en títulos cotizados y otra está invertida y gestionada activamente tanto en títulos cotizados como en inversiones directas en empresas, proyectos de infraestructura e inmobiliarios. Véase la Figura 13.

IV.2.D.iii.b. Estrategia ISR

La estrategia ISR del FRCPP se compone principalmente de tres prácticas: Negociación y diálogo con las empresas, Integración de los factores ASG en el análisis financiero y ejercicio del Voto.

La **Negociación y diálogo** con las empresas la llevan a cabo individualmente o en cooperación con otros inversores. La consideran más efectiva que la selección (positiva o negativa) y menos perjudicial para los rendimientos de la cartera pues, en su opinión, cualquier limitación a la composición de la misma puede afectar negativamente el rendimiento. Así, esta estrategia sería consistente con su objetivo financiero de maximizar el rendimiento sin incurrir en riesgos de pérdidas innecesarios. Sin embargo, hay excepciones pues, por un lado, la inversión en empresas que no cumplen con el Anti-Personnel Mines Convention Implementation Act está prohibida y, por otro lado, las empresas cuyas actividades no están de acuerdo a la convención de Oslo y la legislación de Canadá son excluidas de la cartera.

Figura 13. Fondo del Canadian Pension Plan – Cartera a 31/03/2014



Nota: las acciones incluyen la inversión en capital riesgo.

Fuente: CPPIB (2015).

Con la Negociación y el dialogo buscan que las empresas mejoren su comportamiento en relación a los factores ASG y obtener una mayor información sobre como llevan a cabo la integración de estos elementos en la gestión.

Para la **Integración de los factores ASG en el análisis financiero**, el equipo ISR trabaja estrechamente con el grupo de análisis financiero fundamental en la búsqueda de una mejor evaluación de los riesgos relacionados con estos factores y su impacto en el valor intrínseco de las compañías cotizadas. En el capital riesgo y las inversiones inmobiliarias, los factores ASG son evaluados durante el proceso de *due diligence* y controlados a lo largo de la vida de la inversión. La evaluación se basa en los PRI y en prácticas de otros inversores considerados como ejemplares.

A continuación se describen, de manera general, los factores ISR que se analizan en los procesos de Negociación y diálogo, así como cuando evalúan los riesgos, oportunidades y expectativas de rendimiento de las inversiones dentro de la estrategia de Integración. Estos factores pueden adaptarse en función del tipo de inversión e incluso, dentro de una misma categoría de inversión, en función del sector involucrado.

- En el área de medioambiente se toman en consideración factores como: la eficiencia energética, las emisiones de gases de efecto invernadero, la polución, el respeto de la biodiversidad, la escasez de agua, tanto en cantidad como en calidad, y la conformidad medioambiental de sus contratos y los de sus proveedores. En las inversiones inmobiliarias, examinan la huella medioambiental de los edificios comerciales que incluye medidas del tipo de eficiencia energética, consumo de agua y tratamiento de residuos. Tanto sus equipos internos como externos de adquisición y gestión de propiedades inmobiliarias toman la referencia LEED²⁵ y otros similares para construir las carteras inmobiliarias. En las inversiones en infraestructura y capital riesgo se evaluará todo efecto negativo derivado de la contaminación producida, daños y costes de reclamación y los posibles litigios y deudas pendientes relacionados con infracciones a las leyes medioambientales.
- Dentro de lo social: los derechos humanos, el impacto de las actividades de las empresas en las comunidades donde se asientan, las condiciones, así como la seguridad y la higiene en el trabajo, corrupción y soborno.
- En lo que respecta al gobierno corporativo: la remuneración de los ejecutivos, la cualificación de los directores y su elección, la independencia del consejo, los derechos de voto y los derechos de los accionistas en general. También, en colaboración con otros inversores o individualmente, se muestran a favor de una mayor transparencia en la remuneración de los ejecutivos de las empresas, un mejor sistema de delegación de voto y una mayor adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo, lo que les lleva, en ocasiones, a entablar diálogos con los reguladores.
- En las empresas productoras de tabaco, se exige que cumplan con el World Health Organization Framework Convention on Tobacco Control (WHO FCTC en sus siglas en inglés), especialmente en sus operaciones en mercados emergentes.

Otro de los puntos fuertes de su estrategia ISR es el **ejercicio del derecho de Voto**, pues consideran que puede afectar al rendimiento de la inversión a través de su influencia en el gobierno de las empresas. Su política general de Voto define los principios generales de sus actuaciones en este campo, a la que se añaden los principios de su política ISR para el análisis

²⁵ LEED (Líder en Eficiencia Energética y Diseño sostenible) es un sistema de evaluación y estándar internacional desarrollado por el U.S. Green Building Council para fomentar el desarrollo de edificaciones basadas en criterios sostenibles y de alta eficiencia.

de casos particulares. En general, apoyan aquellas resoluciones que demandan una revelación razonable de información relacionada con los factores ASG anteriormente citados y aquellas iniciativas que proponen la revisión o adopción de políticas medioambientales o sociales. El apoyo a ciertas proposiciones se evalúa contra el impacto que la aprobación podrá tener en las operaciones de la empresa. En ocasiones, el CPPIB trabaja con otros accionistas para la elaboración de propuestas de resolución. Otros de sus principios de Voto hace referencia a la divulgación, por parte de las empresas, de los resultados de los procesos de votación de cada resolución y al respeto de las opiniones de los accionistas, en el sentido de que, cuando una resolución es aprobada mayoritariamente, el consejo de la compañía deberá informar en un periodo de tiempo razonable de la acción tomada. Tienen también ciertas directrices respecto a la composición, cualificación, remuneración e independencia de los consejos, el modo de nominar a los consejeros y promueven una evaluación constante de sus actividades.

Por último, el CPPIB aplica los principios de gobierno corporativo y remuneración de su política de Voto a sus propias prácticas de gestión interna y han adquirido un compromiso importante de transparencia y revelación pública de sus propias actividades en este campo.

IV.2.D.iv. Implementación de la estrategia de inversión

Dada la complejidad de la estructura de la cartera del FRCPP, se ha considerado conveniente el concentrar el apartado de ejecución en estudiar el modo de que el FRCPP ejecuta su estrategia ISR.

IV.2.D.iv.a. Ejecución

El primer pilar de su estrategia ISR, **la Negociación y diálogo**, comienza con la identificación de las áreas en donde se aplicará, a partir de una serie de prioridades fijadas en función del tamaño de la inversión y del beneficio potencial del proceso, considerando como beneficio una mejora de la transparencia de la empresa, una disminución de su perfil de riesgo y/o una mejora de la rentabilidad. Esta es una actividad a la que dedican una gran cantidad de recursos y, con el fin de aumentar la eficiencia de los mismos, se concentra en aquellas empresas donde los riesgos ASG son más evidentes, donde la mejora es más necesaria, pues sus prácticas están muy alejadas de los estándares del sector al que pertenecen, y donde su participación es mayor.

El CPPIB cuenta con un equipo llamado de Inversiones de Relación que examina la estructura de gobierno de las empresas y su consideración de los factores en los que CPPIB centra la Negociación y el diálogo. Esto requiere un primer contacto con los dirigentes de las mismas para obtener ese tipo de información. Si consideran que hay un potencial de mejora en la integración de los factores ISR en la gestión de la empresa y, por tanto, un potencial de rendimiento interesante a largo plazo, efectúan una inversión importante (aunque minoritaria). Esta posición les permitirá ejercer la influencia deseada para que la compañía integre los factores ASG en sus planes de negocio y en la gestión.

También pueden realizar procesos de Negociación y diálogo en colaboración con otros inversores, lo que les exige menos recursos internos y el impacto es mayor. Ejemplos de estos procesos colectivos son la Canadian Coalition for Good Governance, la EITI y el CDP. Desde 2008 han participado en cuatro procesos de Negociación y diálogo colectivo, coordinado a través del UNPRI Engagement Clearinghouse y encaminado a promover la adhesión de las empresas a los requisitos de revelación de información del Pacto Mundial de la ONU.

Dentro de la Negociación y diálogo, participan en discusiones en el ámbito nacional e internacional sobre definiciones, prioridades y mejores prácticas de inversión responsable. Tanto directamente como a través de organizaciones y asociaciones de inversores, proveen con información a reguladores y asociaciones del sector. Por ejemplo, proporcionaron a la asociación canadiense de productores de petróleo una serie de recomendaciones sobre la mejor forma de revelar la información sobre su actividad. Otro ejemplo, como partícipe activo del Canadian Coalition for Good Governance (CCGG), han jugado un papel fundamental en numerosas recomendaciones de política con impacto, sobre todo en Canadá, en las prácticas de remuneración de directivos.

Por último, para la Negociación y diálogo relacionados con las minas antipersonas y las bombas de racimo, utilizan análisis de especialistas con el fin de identificar empresas en las que no pueden invertir. El Comité de inversión responsable examina una vez al año las modificaciones necesarias en la lista de empresas prohibidas.

El segundo pilar de su estrategia, **la Integración de los factores ASG en las decisiones de inversión** en acciones cotizadas, lo ejecuta, en un primer momento, el equipo de investigación fundamental del CPPIB a partir de informes de cómo los factores ASG pueden afectar al valor de las empresas, especialmente en los sectores de energía, materiales y

servicios públicos. Estos análisis pueden ser llevados a cabo bien directamente por el equipo de inversión con el apoyo de especialistas ISR o también pueden ser adquiridos a empresas especializadas.

El resultado de estos análisis es integrado en la toma de decisión y, una vez realizada la inversión, los responsables de la investigación fundamental controlan e informan de la evolución de los factores ISR en la gestión y de su impacto sobre las perspectivas de rentabilidad y de riesgo.

Este proceso se aplica de modo general a todas las clases de activos, aunque existen particularidades en las inversiones llevadas a cabo por los departamentos inmobiliario y de capital riesgo. En la gestión de los activos inmobiliarios, se tienen en cuenta sobre todo los factores medioambientales; en infraestructura, la evaluación del impacto de los factores ASG se lleva a cabo utilizando especialistas internos y expertos técnicos. En capital riesgo, dado lo extenso de los sectores cubiertos, el modo y la amplitud del análisis de los factores ASG varía también mucho, con lo que típicamente contratan especialistas externos o consultores con una experiencia relevante en un área específica. La información proporcionada es analizada por el equipo de inversión en capital riesgo e incluida en su recomendación formal de inversión.

El seguimiento de los factores ASG en inmobiliario, infraestructura y capital riesgo y la coordinación de la Negociación y dialogo con las empresas lo lleva a cabo el grupo llamado de Creación de valor en la cartera. Este grupo participa activamente en el gobierno y gestión de inversiones directas en capital riesgo e infraestructura integrando los factores ASG en sus procesos.

Por otro lado, la inversión en capital riesgo e infraestructura puede implicar que el FRCPP tenga representación en el consejo de la compañía. Lo que le lleva a participar activamente en la gestión y resolución de problemas ligados a los factores ASG, gestionar los riesgos y perseguir las oportunidades de creación de valor presentadas por este tipo de consideraciones.

Por último, la **ejecución del Voto** la realizan ellos mismos o a través de proveedores de este tipo de servicios o a través de los gestores externos. Cuando el voto lo realizan ellos mismos, el equipo de gestión interno revisa, junto a la empresa Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), cada punto de la agenda de las Juntas de accionistas de las sociedades cotizadas donde invierten y toman sus decisiones basadas en las opiniones de los diferentes

departamentos de inversión del CPPIB. Si las cuestiones ASG son nuevas o llevan consigo un elemento contencioso, son llevadas a un nivel más alto de decisión. Cuando el voto se hace a través de un proveedor externo, normalmente utilizan la empresa ISS que les provee de un análisis donde se incorporan los principios de Voto de la estrategia ISR del FRCPP y les da una recomendación de voto. En los casos en los que los principios del FRCPP no tienen fijada una directiva, la recomendación de ISS estará basada en sus propias directrices. El CPPIB recibe y analiza tanto el análisis como la recomendación de voto de ISS y formula su voto final que será tramitado por ISS a través de su plataforma electrónica.

En general, votan en toda circunstancia excepto cuando no les resulta práctico. Por ejemplo, si han prestado los títulos y no pueden recuperarlos fácilmente en el momento del Voto o en mercado donde se aplica el bloqueo al voto, pues les supondría una limitación a la liquidez.

La política de Voto se revisa una vez al año contando con la intervención de su equipo de inversión responsable, los diversos equipos de gestión y consejeros externos.

IV.2.D.v. Evaluación y comunicación de resultados

La rentabilidad financiera de las inversiones la comparan con lo que denominan la cartera de referencia, que representa una cartera de inversión gestionada a bajo coste y con los mismos objetivos que el FRCPP. Es decir, la obtención de un rendimiento que permita al CPP mantener el nivel de contribuciones constante. En la construcción de esta cartera de referencia intervienen índices de mercado contruidos por sociedades especializadas como S&P, Citigroup o Scotia Capital.

En el área de la comunicación de resultados financieros, el CPPIB ha adquirido el compromiso de compartir la información financiera con la población de Canadá de forma que puedan entender el papel que juegan en asegurar que el CPP podrá contar con suficientes recursos para pagar sus compromisos en el futuro. Con el objetivo de cumplir con este compromiso de transparencia, el CPPIB publica un informe anual donde describe sus actividades y los resultados obtenidos. El periodo del informe va del 1 de julio al 30 de junio del año siguiente, lo que les permite informar de sus actividades de Voto al final de cada sesión de Juntas. El informe anual es auditado y presentado al Parlamento por el Ministro de finanzas del Gobierno federal.

Cada tres años, los Ministros de finanzas federal y de las provincias realizan una revisión del Plan, del Fondo y del CPPIB y, cada seis años, hay otra revisión más en profundidad de los sistemas y prácticas de gestión del CPPIB.

Sus políticas de inversión responsable, así como las directrices de Voto y todo tipo de información relacionada con ellas, se publican en su página de Internet. Incluso, como se apuntaba anteriormente, publican sus intenciones de voto antes de la reunión y sus razones para obrar así para asegurar una completa transparencia de sus posiciones tanto a las empresas interesadas como a otros agentes. Pueden, en ciertas ocasiones, evitar la comunicación sobre aquellas inversiones que no están finalizadas o cuando existe un compromiso de confidencialidad con sus socios de inversión.

Así mismo, publican información regularmente sobre la composición de la cartera, sus actividades y la rentabilidad del Fondo y, cada dos años, celebran una reunión pública en las provincias que participan en el CPP. Además, en ocasiones tales como la publicación de los resultados trimestrales y anuales, nuevas inversiones, nuevas asociaciones, nominaciones de ejecutivos y anuncio de reuniones públicas, se hacen publicaciones en prensa.

IV.2.D.vi. Actividades en torno a las ISR

Como mencionamos previamente durante la descripción y ejecución de su estrategia ISR, el CPPIB colabora en numerosas ocasiones con otros inversores en diversas actividades relacionadas con las ISR y representan un apoyo activo a iniciativas del tipo de los PRI de la ONU, el CDP, el WDP, la EITI, la Canadian Coalition for Good Governance, el CII, el ICGN y la Pension Investment Association of Canada, el proyecto Institutional Investors and Long-Term Investment de la OCDE y el Focusing Capital on the Long Term, creado conjuntamente con McKinsey con el fin de ayudar a los inversores y administradores de empresas en la adopción de comportamientos en la gestión más acordes con el largo plazo.

Asimismo, los directivos del CPPIB comunican regularmente las políticas y opiniones de la organización tanto a otros inversores canadienses o internacionales como a directores de empresa. Esto último se hace a través de conferencias en el instituto de Directores de corporaciones (Institute of Corporate Directors).

IV.3. Fondos de pensiones de empleo

Los Fondos de pensiones de empleo, como apuntábamos en el capítulo anterior, financian planes de pensiones patrocinados por una empresa o una asociación de empresas para beneficio de sus empleados. Hemos incluido aquí Fondos adscritos a planes patrocinados por organismos de carácter público (como el de la Agencia del Medioambiente del Reino Unido) e incluso por los gobiernos (como el ERAFP) pues consideramos que la función y destino de estos Fondos es similar a los de aquellos adscritos a planes patrocinados por empresas o grupos de empresas privadas. También incluimos Fondos (instituciones gestoras) que comenzaron su andadura como gestores de un Fondo de pensiones de empleo y que conservan esta actividad en la actualidad, junto con la oferta al público de otros servicios de inversión relacionados con la jubilación.

IV.3.A. ENVIRONMENTAL AGENCY PENSION FUND (FONDO DE PENSIONES DE LA AGENCIA DEL MEDIOAMBIENTE)

La Agencia del Medioambiente del Reino Unido actúa como regulador medioambiental en ese país. Tiene como objetivo principal controlar la polución, la gestión del agua y la mejora del medioambiente con el fin de que las generaciones futuras hereden un mundo más limpio y saludable.

El Environment Agency Pension Fund²⁶ (Fondo de pensiones de la Agencia del Medioambiente, EAPF en sus siglas en inglés) cubre a los empleados de la Agencia y comprende dos Fondos:

- El Fondo Activo, que forma parte del Plan de pensiones del Gobierno Regional Británico, fue establecido en 1989 como el National Rivers Authority Pension Fund, cuando la industria de gestión del agua se privatizó en Inglaterra y Gales. En 1996, se transfirió a la Agencia del Medioambiente y se convirtió en el Fondo de pensiones Activo de la Agencia del Medioambiente.
- El Fondo Cerrado, está separado del Activo y cubre las prestaciones de los miembros del antiguo Fondo Water Authorities Superannuation Fund, que acogía pensionistas o beneficiarios diferidos que no transfirieron su derechos consolidados a alguno de los Planes de pensiones de las empresas que resultaron de la privatización de la industria del agua en 1989 (sólo los miembros activos fueron transferidos).

En este estudio, nos concentraremos en el análisis del Fondo Activo pues es el que sigue un proceso de inversión socialmente responsable. A 31 de marzo de 2012, el Fondo Activo tenía 1.850 millones de libras esterlinas.

IV.3.A.i. Gobierno

El Gobierno Británico define el marco general para la gestión, las inversiones y el pago de las prestaciones. La responsabilidad del cumplimiento de la regulación del Plan, así como del Fondo de pensiones y de los cambios en el tipo de contribución patronal al Plan, corresponde al Consejo de administración de la Agencia del Medioambiente.

²⁶ Información obtenida de su página web www.eapf.org.uk

Dependiendo del Consejo de administración, se encuentra el Comité de pensiones, que tiene delegada la responsabilidad de las cuestiones relativas a las pensiones dentro de la Agencia. Los 16 miembros de este Comité son designados por el Consejo de administración a partir de cuatro representantes del propio Consejo de administración, el Director financiero, el Director de recursos humanos y el Director legal de la Agencia, un Director de gestión del Fondo de pensiones, un representante de la dirección de la Agencia Medioambiental de Gales, cinco representantes de los trabajadores partícipes del Fondo Activo, un representante de los pensionistas y un representante de los partícipes con derechos consolidados diferidos o aplazados.

El Comité de pensiones asegura el cumplimiento de la regulación que afecta al Fondo, la formulación de la política y la estrategia de inversión, la preparación, mantenimiento y publicación de los principios de inversión, la definición de las políticas de gobierno y comunicación, la selección y designación de los proveedores externos, el control de los resultados de las inversiones, el control financiero de los activos, la gestión de los recursos, la estrategia de financiación, las valoraciones actuariales y la reacción adecuada a sus resultados. Asimismo, se ocupa de encargar y recibir los informes y las cuentas anuales y recomendarlas al Consejo de administración de la Agencia para su aprobación.

Cinco representantes del Comité de pensiones componen el Grupo de inversiones, que tiene la responsabilidad de la estrategia de inversión, la estructura de la cartera, la selección de gestores y la evaluación de resultados que son comunicados al Comité de pensiones. Este Grupo de inversiones se apoya en los consejos del equipo de gestión del Fondo de pensiones de la Agencia y en consultores externos.

Del Comité de pensiones dependen también el Grupo de urgencia, encargado de tratar los temas urgentes que surjan entre las reuniones del Comité de pensiones, y el Grupo de prestaciones, dedicado a tratar los temas ligados a las prestaciones del Plan. El Comité de pensiones podrá, además, encargar a sus diferentes miembros formar parte de subcomités o grupos para el desarrollo o la discusión de determinados temas.

El equipo de gestión del Fondo de pensiones depende del Director Financiero de la Agencia y lo componen especialistas en inversiones y pensiones, un analista de negocios y un contable. Todos poseen la experiencia y el conocimiento necesarios para llevar a cabo la

gestión financiera y socialmente responsable. De este equipo dependerá toda una batería de proveedores externos que les asisten a lo largo del proceso de inversión.

IV.3.A.ii. Política de Inversión

IV.3.A.ii.a. Política financiera

Se revisa al menos cada tres años o si se producen cambios significativos en los mercados financieros, desviaciones importantes en la evolución de la financiación de la deuda, cambios en la estructura de los partícipes del Plan como consecuencia de modificaciones en su reglamento o en la Agencia Medioambiental y finalmente, si las contribuciones que el Fondo recibe son alteradas de modo fundamental.

El objetivo del Fondo es conseguir financiar completamente la deuda de pensiones en 2031, con una probabilidad razonable de financiar el 90% de ésta en 2022 y limitando la probabilidad de que el nivel de financiación de la deuda caiga por debajo del 80% a partir de 2016.

Este objetivo se traduce en que las inversiones del Fondo deben generar una rentabilidad suficiente para cubrir la deuda a los niveles y plazos arriba citados. El objetivo de rendimiento de las inversiones del Fondo Activo se establece en el 3,25% por encima de la rentabilidad de las obligaciones gubernamentales. Asimismo, deberán generar un rendimiento superior al de un índice de referencia con un control de riesgo adecuado.

En cuanto a los riesgos, la política financiera del Fondo Activo considera cuatro tipos de riesgos a tener en cuenta: financieros, demográficos, regulatorios y relativos a cambios en el patrocinador del Fondo. Dentro del riesgo financiero, establecen el riesgo absoluto de pérdida del valor de los activos – que intentan limitar a través de la diversificación de la cartera –, el riesgo relativo o probabilidad de obtener un rendimiento menor que el de la referencia sobre la que basan su política de inversión y el riesgo de tener un nivel de financiación de la deuda inferior al previsto.

IV.3.A.ii.b. Política ISR

El EAPF estableció una política ISR en 2003 debido a ciertas críticas por parte de la prensa e incluso de los empleados de la Agencia que denunciaban la no inclusión de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en las inversiones. Se vieron acusados

de invertir en empresas altamente contaminantes a pesar de ser una de las organizaciones medioambientales líderes en el mundo. Estas críticas, junto con el bajo rendimiento obtenido por las inversiones (tradicionales) - que redujo su ratio de financiación de la deuda significativamente - les llevo a la revisión de la política de inversión orientándola hacia los aspectos ligados a las ISR.

Para definir la política ISR, en primer lugar, examinaron la cuestión de la conveniencia de implementar tal política. Por un lado, decidieron que la naturaleza de la organización patrocinadora del Fondo merecía al menos la integración de un filtro medioambiental en la selección de inversiones. Al mismo tiempo, emprendieron (a través de varios consultores ISR especializados) una investigación profunda de la cuestión de las ISR con el fin de determinar la rentabilidad y el riesgo. Por otro lado, analizaron su responsabilidad fiduciaria y encontraron justificación en la integración de cuestiones ligadas al medioambiente, la política social y el gobierno de empresas (ASG) como medio de cumplir con esa responsabilidad, ya que la integración de estos criterios podría contribuir a mejorar el rendimiento de las inversiones, mejorar las previsiones y reducir el riesgo. Utilizaron el informe Freshfields para la UNEPFI de 2005 (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005) para apoyar esta hipótesis, ya que el informe establecía que se podía encontrar una justificación en la ampliación de la responsabilidad fiduciaria para incluir cuestiones ASG en prácticamente todas las jurisdicciones del mundo. Por último, examinaron el sector de las ISR para determinar la factibilidad de la implementación de una política ISR. Para ello, exploraron la oferta de fondos ISR con diferentes estrategias, sobre todo aquellos relacionados con el desarrollo sostenible, de tecnologías y energías respetuosas con el medioambiente y de inversiones inmobiliarias y forestales consideradas “verdes” (respetuosas con el medioambiente, ecológicas).

Como consecuencia de estos estudios, el EAPF tiene en cuenta, por un lado, cuestiones extra-financieras relativas al medioambiente, la política social y el gobierno corporativo a la hora de evaluar las inversiones, pues considera que pueden tener un impacto en el rendimiento esperado de una empresa y en el riesgo de la inversión. Por otro lado, el EAPF tiene como objetivo utilizar su influencia como inversor institucional para apoyar y desarrollar la inversión responsable a través de una política de promoción del buen gobierno corporativo y de inversiones respetuosas con el medioambiente.

IV.3.A.iii. Estrategia de inversión

IV.3.A.iii.a. Estrategia financiera

A la hora de definir su estrategia de inversión, la Agencia Medioambiental considera el rendimiento y el riesgo esperados de las diferentes categorías de activos financieros²⁷, así como los riesgos ligados al gobierno corporativo, el cambio climático, la polución y otras cuestiones medioambiente.

A partir de 2012, la Agencia ha adoptado una política de inversión flexible donde se determina una cartera modelo con límites generales y un proceso para determinar con una cierta frecuencia (al menos una vez al año) la composición específica del Fondo en función del nivel de financiación de la deuda, las condiciones de mercado u otros factores.

La composición general de la cartera quedó fijada en 2012, como se describe en la Tabla 15, donde se expone la situación a 31 de marzo de 2012.

La estrategia de inversión busca considerar la relación entre la buena gestión medioambiental y la rentabilidad a largo plazo de las empresas donde el Fondo invierte. Al mismo tiempo, el EAPF revisa periódicamente los riesgos y oportunidades de invertir en fondos “verdes” y en fondos ISR en general. De este modo, han ido incrementando la asignación de activos a fondos o gestores que integran factores ISR en su estrategia de inversión. Asimismo, en el examen de fondos de capital riesgo se consideran fondos ligados a la sostenibilidad: fondos medioambientales, de energías limpias, de actividades o empresas con bajo consumo de CO₂, de tecnologías respetuosas con el medioambiente, de propiedades inmobiliarias “verdes” y que invierten en bosques sostenibles. El objetivo es apropiarse del retorno generado por este tipo de inversiones, así como estimularlas.

El riesgo divisa está totalmente cubierto en la parte de renta fija; para las acciones, la cobertura es parcial y se revisa regularmente.

²⁷ Excluyen los fondos *hedge* que ejecutan ventas al descubierto.

Tabla 15. Environment Agency Pension Fund – Cartera a 31/03/2012

Categoría de activo	Limit es (en %)	Composición a 31 de marzo de 2012 (en %)
Acciones (TOTAL)	50-63	58,4
- En mercados emergentes	5-12	6,4
Inversiones alternativas (TOTAL)	9-20	
- Capital riesgo	4-6	4,5
- Inmobiliario	3-6	3,0
- Infraestructura	0-4	
- Bosques y madera	0-4	
Deuda		
- Deuda indexada	5-20	13,3
- Deuda de empresas	13-28	12,8
Liquidez	<3	1,6

Fuente: EAPF (2012).

En 2010, se unieron al SPU y otros Fondos/gestores para participar en la investigación liderada por la consultora Mercer, que estudiaba las implicaciones del cambio climático en las carteras de inversión. Los resultados de este estudio los integraron en la revisión de su cartera con el propósito de reducir el riesgo del posible impacto negativo y aprovechar las oportunidades de inversión del cambio climático.

El Fondo utiliza una combinación de gestión indexada, indexada *enhanced* y gestión activa según criterios ligados a su disponibilidad, costes, flexibilidad y potencial de rendimiento. La gestión indexada se utiliza en parte de las acciones y obligaciones. En las acciones internacionales se utiliza una gestión indexada *enhanced*, donde el índice a seguir está construido basándose en el perfil de riesgo de los títulos tratando de conseguir una menor volatilidad que con los índices tradicionales. Para el resto de la cartera la gestión es activa.

IV.3.A.iii.b. Estrategia ISR

La estrategia ISR de la Agencia Medioambiental parte de la base de que el objetivo principal de las inversiones del EAPF es maximizar el rendimiento financiero con un riesgo aceptable. En este contexto, reconoce que los riesgos medioambientales como, por ejemplo, el

cambio climático pueden tener un impacto negativo en el rendimiento y el riesgo del Fondo y, por tanto, deben ser tenidos en cuenta a la hora de diseñar la estrategia de inversión. De acuerdo a este principio, la Agencia ha adoptado una estrategia de inversión - la Environmental Overlay Strategy / Estrategia basada en el filtro medioambiental - que consiste en que cada gestor deberá evaluar y tener en cuenta los riesgos y oportunidades ligados al medioambiente a la hora de evaluar las inversiones y / o entrevistarse con los directivos de las empresas donde invierten. La habilidad de los gestores para respetar esta estrategia medioambiental es uno de los criterios de selección.

El EAPF concentra también su atención en la calidad del gobierno corporativo y, en especial, las cuestiones del gobierno corporativo relacionadas con el medioambiente. Por tanto, como regla general, el EAPF posee un filtro medioambiental en el 100% de las inversiones. Al mismo tiempo, los gestores externos deben considerar las cuestiones ligadas a la política social y al gobierno corporativo en el análisis y seguimiento de las empresas donde invierten.

La **estrategia de selección de inversiones** a utilizar será El mejor de la categoría (incluyendo los fondos temáticos) y favorecerán la Negociación y el diálogo con las empresas a la Exclusión. Existen especificaciones de esta estrategia dependiendo de la categoría de activo, definidas en cooperación con consultores de inversión y con los gestores de cada una de ellas:

- En acciones cotizadas: Una parte está invertida con una inclusión explícita de las cuestiones medioambientales y de desarrollo sostenible con estrategias El mejor de la categoría y fondos temáticos.

- En deuda corporativa: El gestor debe excluir aquellas empresas emisoras donde se percibe que puede haber un riesgo ligado a su comportamiento no sostenible. Por ejemplo, un riesgo de litigio basado en cuestiones ASG. Así, las empresas de tabaco, amianto y organismos genéticamente modificados están excluidas. A su vez, los gestores de bonos pueden utilizar una estrategia El mejor de la categoría basado en cuestiones ASG e invertir en bonos verdes.

- Capital riesgo: El EAPF invierte en capital riesgo a través de un fondo de fondos ISR. El universo de inversión lo componen sectores ligados al agua, el tratamiento de residuos, la alimentación, el sector sanitario y la energía (un 30% del fondo está invertido en fondos de

tecnologías de energías respetuosas con el medioambiente). Además, los fondos y las compañías donde invierten deben tener un cierto compromiso con el desarrollo sostenible. El gestor del fondo, Robeco Sustainable Private Equity, ha desarrollado, junto con su casa madre, el banco neerlandés Rabobank, unos principios de conducta responsable llamados Responsible Entrepreneurship Guidelines y, actualmente, un requisito para la inclusión de un fondo en el universo del fondo de capital riesgo del EAPF es cumplir con estos principios.

- El fondo de fondos inmobiliario donde el EAPF invierte incluye fondos de inversión del mercado inmobiliario británico. El EAPF pide que los fondos tengan una estrategia específicamente de sostenibilidad y un responsable en esta materia que presenten informes regulares sobre las prácticas medioambientales de la gestión y de ciertas medidas de respeto del medioambiente. En el mandato se establece una prioridad por la inversión que no se hace en terrenos inundables, y evitar promociones que van en contra de la norma medioambiental PPG25 o donde la Agencia ha mostrado su desacuerdo.

Otro aspecto interesante de su estrategia ISR lo constituye el análisis de su cartera desde el punto de vista de la implicación de las empresas con el medioambiente, dónde está invertida en tecnologías limpias así como de su huella medioambiental. Para ello, la Agencia colabora con su gestor de acciones globales especializado en tecnología medioambiental para analizar la totalidad del Fondo e identificar la proporción de los activos invertidos en tecnologías limpias y respetuosas con el medioambiente. Al mismo tiempo, realizan un análisis de la huella medioambiental de sus fondos de acciones de gestión activa con la metodología desarrollada por Trucost, un especialista de la materia, y comparan esta huella con la del índice de referencia respectivo.

En cuanto a la **estrategia de Voto**, el EAPF tiene como objetivo votar en todas las resoluciones medioambientales cuando sea posible. Su propósito es respetar el UK Stewardship Code, el UK Corporate Governance Code y los principios Myners. Los gestores externos deben informar de todas las resoluciones relacionadas con el medioambiente para que el EAPF decida la posición a tomar. Por regla general, la línea de Voto de la Agencia se orienta hacia el apoyo a las resoluciones que proclaman una mayor información sobre el rendimiento medioambiental de la empresa o mejoras en sus prácticas relacionadas con el medioambiente, al mismo tiempo que considera los posibles efectos adversos de su voto en la rentabilidad de la inversión.

El EAPF, en asociación con sus gestores externos, fija cada año sus prioridades para la **Negociación y diálogo**, incluyendo las posibilidades de cooperación con otros agentes u organizaciones como la de los PRI de la ONU, el IIGCC y la UKSIF.

En aquellas partes de la cartera donde la gestión es indexada, el EAPF anima a los gestores a ejercer una influencia positiva en su comportamiento a través del Voto en las Juntas de accionistas y a establecer un proceso de Negociación y diálogo con las empresas cuyas actividades representan un riesgo para el medioambiente y también en cuestiones de gobierno corporativo. En general, todos los gestores del EAPF deben implicarse de algún modo en la gestión de las empresas donde invierten, poder dialogar y negociar con ellas. En 2011, 240 acciones de diálogo y negociación con las empresas sobre temas relacionados con los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo fueron llevadas a cabo por sus gestores y 628 por su proveedor Hermes Equity Ownership Services.

Por último, dentro de sus acciones relativas al gobierno corporativo están las medidas legales que emprenden, en ocasiones, contra las empresas donde la mala gestión de su equipo directivo ha ocasionado una degradación importante del valor de la inversión.

IV.3.A.iv. Implementación de la estrategia de inversión

La gestión del Fondo es externa, es decir, que una vez que el Comité de pensiones decide cómo distribuir las diferentes clases de activos, se contrata un gestor externo para ocuparse de la selección de títulos de cada categoría de activos y de la ejecución de las operaciones. La Agencia del Medioambiente puede intervenir en la etapa de análisis y selección de títulos a través de la distribución tanto a los gestores externos como a los proveedores de análisis, de información medioambiental significativa desde un punto de vista financiero, por ejemplo, sobre cambio climático.

IV.3.A.iv.a. Estructura de la cartera

Vehículo de inversión

La EAPF prefiere como vehículo de inversión los fondos o mandatos personalizados. En ocasiones, también pueden invertir en fondos de inversión colectiva, cuando los consideran más apropiados en función de factores tales como la rapidez y flexibilidad de implementación de las inversiones, los costes, la facilidad de administración y el impacto de su activismo accionarial.

Selección de la gestora

El EAPF posee un filtro medioambiental en el 100% de las inversiones. Para ello seleccionan gestores que integran una evaluación del riesgo medioambiental en su proceso de decisión y que controlan el resultado financiero y medioambiental de las empresas donde invierten.

De manera general, en la selección y asignación a gestores externos ISR, el EAPF utiliza los criterios de su proceso estándar. Entre los que se incluye la evaluación de las herramientas disponibles y de los criterios de evaluación de factores medioambientales, así como la evaluación de la rentabilidad financiera y el valor añadido que puede aportar una determinada sociedad de gestión. Al mismo tiempo, al ser una organización perteneciente al sector público, la Agencia del Medioambiente necesita respetar la regulación europea relativa a la adjudicación de contratos.

En determinadas categorías de activos, el proceso de selección del gestor incluye una primera fase de estudio de mercado para analizar el estado de la cuestión en términos de oferta y análisis. A su vez, en la selección de un gestor para acciones globales, primero siguieron una estrategia de divulgación de su oferta con el fin de captar una oferta más amplia de gestores interesados en conseguir el contrato. Para ello publicaron en la prensa especializada en pensiones sus actividades de inversión y también se apoyaron en tres de sus consultores para contactar e informar a potenciales candidatos.

Para el análisis de las ofertas, utilizan tres consultores especializados cada uno de ellos en un área distinta de la selección: un primero para temas generales de inversión y otros dos para la parte ISR y para el análisis cuantitativo de las ofertas presentadas. Asimismo, el proceso de selección de la gestora incluye el estudio de los aspectos ISR en la gestión.

En un principio, las ofertas son analizadas en base a los siguientes parámetros:

- Rentabilidad pasada y perspectivas de futuro comparándolas con las de su índice de referencia.
- Calidad del equipo de gestión y su proceso de inversión.
- Integración de sostenibilidad, responsabilidad medioambiental y gobierno corporativo.
- Estructura organizativa del gestor.
- Información al cliente.

- Costes.

Desde el punto de vista de la responsabilidad social, los gestores deben explicar:

- Cómo identifican y seleccionan las empresas a invertir.
- Cómo efectúan el análisis en los temas ASG.
- Cómo incitan a las empresas a considerar los temas ASG.
- Su política de Voto.
- Cómo identifican los temas ligados al agua y al cambio climático que pudieran tener un impacto (positivo o negativo) en la rentabilidad de las empresas.
- Como identifican las empresas con una mayor ASG, las más probables para contribuir al desarrollo sostenible.
- Recursos disponibles para llevar a cabo la evaluación extra financiera.

Una vez seleccionado el gestor, la Agencia Medioambiental propone un modelo de contrato de gestión estándar que incluye: las directivas de inversión puramente financieras, las políticas a seguir en materia de medioambiente y gobierno corporativo y la información que los gestores deben proveer a la Agencia. Cuando el componente ISR fue introducido en el EAPF, el acuerdo de gestión estándar tuvo que ser modificado para incluir las cuestiones ISR en general y medioambientales en particular.

El EAPF incentiva a sus gestores y proveedores de servicios a unirse a la lista de signatarios de los PRI de la ONU, así como a colaborar con el EAI. Con respecto a esto, el gestor debe informar de la proporción de la comisión de gestión que destinan a la EAI. En paralelo, el EAPF requiere que todos sus proveedores completen un cuestionario relativo a la seguridad e higiene en el trabajo y sus prácticas medioambientales.

IV.3.A.iv.b. Ejecución

En el caso de la EAPF, existía una cartera que pasaba de ser gestionada de forma tradicional por unos determinados gestores a ser gestionada por otros gestores orientados hacia la gestión sociablemente responsable. Sin embargo, la exposición al mercado no debía perderse con este cambio. Por ello, a fin de gestionar la transición y evitar el riesgo operacional, un consultor fue asignado al proceso.

Varias reuniones de bienvenida a los nuevos gestores fueron realizadas por los miembros de la Agencia a fin de reiterar y discutir cuestiones ligadas a la política medioambiental y de gobierno corporativo del Fondo.

Los gestores ISR analizaron las antiguas carteras con el fin de componer una nueva que pasaría a ser gestionada por ellos a partir de un día determinado (se eligió el 31 marzo de 2005). Para ello, seleccionaron los títulos que podían conservarse e hicieron una lista de compras y ventas con la que compondrían la cartera inicial.

Por último, dentro de la implementación de su estrategia ISR, cabe destacar, por un lado, que el EAPF, de acuerdo a la legislación vigente en el Reino Unido, incluye una cláusula en sus líneas directrices detallando la política social, ética y medioambiental en relación a la selección de inversiones y al ejercicio del derecho de Voto. Por otro lado, el edificio desde el que se gestionan las inversiones refleja los principios medioambientales del EAPF: reciclaje, construcción destinada a reducir el consumo de energía, reducción del consumo de agua, entre otras características que presenta la sede.

IV.3.A.v. Evaluación y comunicación de resultados

La Agencia del Medioambiente ha contratado una empresa externa independiente de los gestores para el cálculo de la rentabilidad y el riesgo de la gestión de estos últimos y del Fondo en su totalidad. La rentabilidad y el riesgo son contrastados con la de índices tradicionales e índices representativos de las ISR. En ocasiones, los índices de mercado se modifican para adaptarlos a los diferentes estilos de gestión.

La rentabilidad financiera es un criterio de evaluación y de motivo de ruptura de los contratos de gestión. Aparte, los gestores son evaluados por su capacidad para considerar las cuestiones medioambientales en las decisiones de inversión y, una vez al año, envían a la Agencia un informe de seguimiento de su estrategia medioambiental. Además, la Agencia lleva a cabo encuentros regulares de control y evaluación de los gestores externos para verificar el buen cumplimiento de la estrategia de inversión, el seguimiento de las reglas contables y comentar la rentabilidad y la implicación de la gestora en las actividades de Negociación y diálogo y ejercicio del Voto.

Los resultados son comunicados trimestralmente, con excepción de los gestores inmobiliarios y los de capital riesgo, y para todos ellos, a excepción de los gestores de divisas,

esta información debe tener una vertiente financiera y otra socialmente responsable. En concreto, sobre esta última debe señalarse cualquier polémica surgida en el análisis o en la inversión, explicar las acciones un poco controvertidas con el medioambiente e informar de sus actividades de Negociación y diálogo con las empresas y su política de Voto, en especial en las cuestiones medioambientales. Los gestores de bonos informarán también sobre la calificación desde el punto de vista ASG de los títulos en cartera y los gestores inmobiliarios deben informar de los riesgos medioambientales presentes y probables en el futuro.

El control del ejercicio del Voto, obligatorio para todas las acciones contenidas en la cartera de los gestores, lo realiza su banco custodio que envía informes trimestrales sobre esta actividad a la Agencia.

Por último, su estrategia de inversión, en general, y el comportamiento medioambiental de la cartera, en particular, se comparan con los de otros Fondos de pensiones públicos y privados. Para ello, entre otros, participan en concursos de Fondos de pensiones.

Un punto interesante del proceso del EAPF consiste en la evaluación y el seguimiento de la proporción de inversiones con características socialmente responsables en su cartera, así como del impacto medioambiental de la misma. La agencia especializada Trucost analiza la huella medioambiental de la cartera de acciones activa, para lo que utiliza más de 700 factores para determinar este impacto medioambiental, por ejemplo, la cantidad de materias primas, agua y energía consumidas, así como el CO₂ y los residuos emitidos en su actividad productiva.

Finalmente, la Agencia también busca evaluar el impacto de sus actividades de diálogo y negociación con las empresas. En concreto, la búsqueda de la prueba de que esta estrategia da como resultado una mejor rentabilidad. Esto lo hacen tanto desde la perspectiva de la empresa individual como desde la de la cartera.

La responsabilidad de la comunicación de los resultados del EAPF recae sobre los directores de Finanzas y de Recursos Humanos, los cuales son apoyados por el equipo de gestión del Fondo de pensiones para las inversiones y el equipo de pago de prestaciones y la sociedad externa Capita Hartshead para la información general sobre el Plan. La rentabilidad del EAPF, junto con la de su índice de referencia, se publica en el Informe Anual, que contiene además los estados financieros y es publicado en Internet. Este informe es presentado al Parlamento. Asimismo, en septiembre de 2010 publicaron por primera vez el

estado de cumplimiento de las reglas expuestas en el UK Stewardship Code. Por último, comunican su manera de gestionar el Fondo desde el punto de vista de la responsabilidad medioambiental y publican informes del comportamiento “verde” del Fondo en la página de Internet interna de la Agencia, así como en su página Internet, en su Informe Anual y en el folleto distribuido a los partícipes del Plan. El objetivo es transmitir la información a los empleados de la agencia, los pensionistas, otros fondos de pensiones y personalidades políticas.

Merece la pena destacar la comunicación llevada a cabo en el momento de la implementación de la estrategia ISR en el Fondo. Una amplia campaña de prensa fue lanzada con el fin de informar al público del cambio de estrategia. El componente ISR de la nueva estrategia propició intervenciones en foros como el UK Investor Relations Conference on Climate Change y el EU Corporate Governance Summit. Finalmente publicaron un diario del proceso llevado a cabo para transformar la cartera tradicional a ISR con el fin de ayudar a otros gestores interesados en llevar a cabo el mismo proceso.

IV.3.A.vi. Actividades en torno a las ISR

El EAPF es notablemente activo en la participación en actividades e iniciativas multilaterales relacionadas con las ISR. Así lo prueban su compromiso con los PRI de la ONU y el hecho de que son miembros del IIGCC, del CDP, del WDP y del Forest Footprint Disclosure Project. Al mismo tiempo, colaboran con las organizaciones de investigación y difusión de inversiones socialmente responsables UKSIF y Eurosif, en grupos de trabajo relacionados con las pensiones y realizan frecuentemente presentaciones en conferencias sobre pensiones.

Otros ejemplos de actividades en torno a las ISR a destacar son su apoyo a la iniciativa Sustainable Stock Exchanges, liderada por la aseguradora Aviva, que intenta conseguir que 30 mercados bursátiles en el mundo mejoren sus reglas de cotización en relación con los riesgos ASG. Participan en proyectos que tienen como objetivo ayudar a otros inversores en su camino hacia las ISR. Por ejemplo, colaboraron en la publicación por la organización de los PRI de la ONU del estudio sobre la inversión responsable en estrategias de inversión pasivas y de la Guía del IIGCC sobre información medioambiental de inversiones inmobiliarias que completaba la Guía sobre el gestor inmobiliario Property Trustee Guide, publicada en 2009. Desde el punto de vista de definición de políticas, el EAPF fue un signatario de Investor

Statement on Climate Change que fue presentado en la Cumbre sobre Cambio Climático de Copenhague.

Finalmente, han ganado numerosos premios a lo largo de su existencia. Varios ejemplos de premios ganados en 2011 son: el Premio LGC Finance Awards en la categoría de Gobierno Corporativo (que ganaron por cuarta vez), el Funds Europe Awards en la categoría Inversor público europeo del año y el premio al Inversor sostenible del año de Financial Times/International Finance Sustainable Finance Awards.

IV.3.B. FONDO DEL UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME - USS (PLAN DE PENSIONES DE LAS UNIVERSIDADES) DEL REINO UNIDO

El Universities Superannuation Scheme²⁸ (Plan de pensiones de las universidades, USS en sus siglas en inglés) representa el Plan de pensiones de empleo obligatorio de prestaciones definidas del personal de las Universidades, centros de enseñanza secundaria y demás instituciones relacionadas con la educación del Reino Unido.

Se creó en 1974 y en la actualidad cuenta con aproximadamente 400 instituciones patrocinadoras. El Fondo que financia el Plan poseía 38.845 millones de libras esterlinas de activos en gestión a 31 de marzo de 2013.

IV.3.B.i. Gobierno

El Fondo está gestionado por la compañía USS Investment Management Ltd, una subsidiaria de la Universities Superannuation Scheme Ltd, encargada de gestionar el Plan bajo la ley británica de pensiones.

La Universities Superannuation Scheme Ltd cuenta con un Consejo de entre 10 y 12 responsables de la gestión de los activos del Fondo y del pago y elegibilidad de los pensionistas. Sus funciones principales son asegurar que el Plan está diseñado adecuadamente para permitir su financiación, que los procedimientos de administración satisfacen a los participantes del Plan y a los patrocinadores, que la política de inversiones y su implementación son apropiadas para asegurar el cumplimiento de las prestaciones establecidas en el Plan y que este último evoluciona de acuerdo a la evolución de las necesidades de los empleados del sector de la educación en el Reino Unido. El Consejo lo componen cuatro representantes de las instituciones patrocinadoras, tres de los pensionistas y entre tres y cinco miembros independientes. Todos reciben una formación especial para el puesto, pero no son necesariamente expertos en pensiones. Para la toma de decisiones poseen el apoyo de profesionales del sector directamente empleados por la empresa gestora (USS Investment Management Ltd), de consejeros externos y de varios Comités en los que se delega autoridad para tratar los asuntos más estratégicos relativos a:

²⁸ Información obtenida a partir de su página web www.uss.co.uk y comunicaciones con sus gestores.

- La política del Plan - Comité de política.
- La estrategia de gestión de riesgo, control interno, gobierno corporativo y comunicación de resultados financieros - Comité de auditoría.
- La capacidad de gobierno del Consejo - Comité de gobierno y nominaciones.
- La política de empleo de las compañías implicadas en la gestión del Plan - Comité de remuneraciones.
- El ejercicio de las funciones del Consejo (excepto aquellas relacionadas con las inversiones) – Comité de consultoría.
- Cambios en el reglamento - Comité de negociación colectiva.

El Consejo posee poder de decisión sobre todas las cuestiones relativas a las inversiones, incluida la política ISR, y delega algunos aspectos en el Comité de inversión y en el equipo de inversión, aún guardando la responsabilidad directa sobre el establecimiento de objetivos de rendimiento y riesgo, la composición de la cartera estratégica y la estructura de gestión, decisiones que toma considerando las recomendaciones del Comité de inversión.

El Comité de inversión, por su parte, revisa regularmente todos los aspectos relativos a la estrategia de inversión del Fondo y propone cambios al Consejo, si los considera necesarios, controla su implementación y gestión por parte de la USS Investment Management Ltd y/o los gestores externos, bancos custodios y otros proveedores de servicios.

La responsabilidad del funcionamiento de la Universities Superannuation Scheme Ltd, del desarrollo de planes estratégicos (sujetos a la aprobación del Consejo), de la implementación de las estrategias y políticas aprobadas por el Consejo y de las decisiones de inversión del día a día corresponde al Director Ejecutivo, el cual delega las diferentes responsabilidades al equipo directivo de la compañía. El director de inversiones lidera el equipo de gestión e informa de la rentabilidad y las actividades de los gestores al Comité de inversión cada trimestre. Por último, dentro de la USS Investment Management Ltd, el equipo de Inversión Responsable lo componen seis expertos con experiencia en el sector.

IV.3.B.ii. Política de Inversión

IV.3.B.ii.a. Política financiera

La política financiera es revisada como mínimo cada tres años por el Consejo a partir de las recomendaciones del Comité de inversión, consultores externos y el actuario del

régimen y después de consulta con las instituciones patrocinadoras. Los principios fundamentales de inversión satisfacen la regulación de pensiones del Reino Unido.

El objetivo financiero del Fondo es obtener un rendimiento que sitúe los activos a un nivel superior a la deuda del Plan a partir de contribuciones estables. En cuanto al riesgo, aunque en principio están dispuestos a correr un riesgo mayor que el que les generaría una cartera que directamente cubriera su deuda, el perfil de riesgo (y con ello el objetivo de rendimiento) está continuamente controlado y adaptado a la fortaleza financiera de los patrocinadores y su posibilidad de contribuir al Fondo, la posición de este último con respecto a la deuda, el perfil de la deuda y la regulación.

IV.3.B.ii.b. Política ISR

USS estableció una primera política ISR en 1999, a la que siguió otra en 2000 (junto con la nominación de un responsable interno de ISR) que se revisó en 2006. El objetivo de su política ISR es proteger y mejorar los rendimientos a largo plazo del Fondo a través de una actividad de inversión responsable.

El punto de partida de esta política es el reconocimiento de que los factores medioambientales, de gobierno corporativo y de política social pueden influenciar los rendimientos financieros y, por tanto, deben incluirse en el proceso de gestión. Consideran que, como inversor a largo plazo que son, deben considerar todos los riesgos incluyendo los factores relacionados con el medioambiente, lo social y el gobierno de empresa. Por tanto, consideran la política ISR perfectamente compatible con su labor de gestor fiduciario para cumplir los objetivos financieros de maximizar el rendimiento a largo plazo con un riesgo de pérdida limitado y con su responsabilidad legal de tratar los intereses de sus miembros con prioridad.

Además, USS considera que sus partícipes desean jubilarse en un mundo saludable, con una economía sostenible y una sociedad justa, por lo que la consideración de los factores ISR forma parte de la mejora de la calidad de vida de los jubilados. En 2004, USS llevó a cabo una encuesta entre sus miembros para preguntarles por su visión sobre las ISR: un 90% respondieron que un fondo como el USS debería tener una política ISR.

Los principios de su política ISR son los siguientes:

- Las decisiones de inversión no podrán basarse únicamente en la ética o la moral, por lo que no opera exclusiones o selección de inversiones con criterios exclusivamente éticos.
- La calidad del gobierno corporativo es un buen indicador de la habilidad de los directivos para identificar y aprovechar las oportunidades y gestionar los riesgos asociados a la globalización. Al mismo tiempo, si una empresa presenta sistemáticamente una mala gestión de su política medioambiental, de recursos humanos o de gobierno corporativo, puede ser un indicador de futuros problemas financieros o de gestión.
- El USS, como inversor universal, tiene sus inversiones tan diversificadas que el rendimiento está influenciado por la economía global y por el buen funcionamiento de los mercados donde operan, por lo que la identificación de los fallos de este sistema en forma de externalidades y su influencia para conseguir su buen funcionamiento a largo plazo forma parte de sus funciones.

Por tanto, los aspectos ISR analizados corrientemente por el equipo de inversiones responsables son: gobierno de empresas, gestión de capital intelectual, remuneración de los directivos, derechos humanos, prácticas de higiene y seguridad en el trabajo, innovación, investigación y desarrollo, satisfacción de los consumidores, cambio climático, salud pública y de los consumidores, riesgo reputación y el impacto social y medioambiental de la actividad empresarial. Estos principios son regularmente revisados y actualizados por el Consejo para asegurarse de que están en línea con las mejores prácticas de la industria.

IV.3.B.iii. Estrategia de inversión

IV.3.B.iii.a. Estrategia financiera

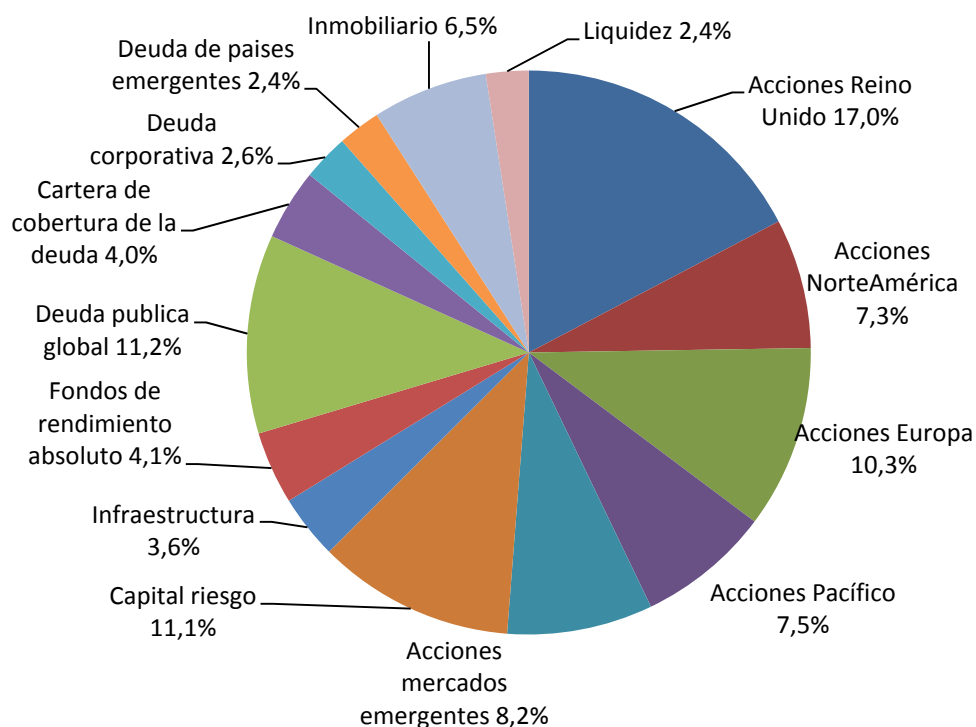
El Comité de inversión utiliza el estudio activo / pasivo para diseñar una estrategia de inversión acorde con el objetivo definido por la política financiera y de acuerdo a los tres principios fundamentales que se detallan a continuación:

- La estructura del Plan y de los activos del Fondo permiten que las inversiones sean a largo plazo, lo que permitirá obtener un rendimiento superior al de la media del mercado gracias a la compensación que el mercado ofrece por la volatilidad a corto plazo y por la iliquidez. Al mismo tiempo, las ineficiencias existentes en algunos mercados permiten mejores rendimientos en periodos más largos.

- La diversificación por mercados y por estrategia de inversión constituye un mecanismo necesario y fundamental de control del riesgo. Asimismo la consideración de principios ISR en la estrategia conlleva una mejor rentabilidad en el largo plazo.
- La gestión será interna por razones de transparencia, menores costes, mayor motivación para orientar las estrategias a largo plazo, mejor estructura de remuneración y compensación a los gestores y ausencia de presiones comerciales o de *marketing*.

La aplicación de estos principios ha llevado a la composición de la cartera descrita en la Figura 14, a 31 de marzo de 2013.

Figura 14. Fondo del Universities Superannuation Scheme – Cartera a 31/03/2013



Fuente: USS (2013).

La distribución estratégica de activos se implementa de forma dinámica. Esta táctica está directamente ligada a la necesidad de introducir activos que reduzcan el riesgo cuando la ratio de financiación de la deuda está por debajo del nivel deseado. Este tipo de decisiones se toman en reuniones formales del Comité de distribución de activos, compuesto por los

directores de cada área de inversión. Las discusiones se basan en una visión de largo plazo de las condiciones políticas y económicas, incluyendo factores sociales y medioambientales.

El uso de derivados está permitido para cubrir los riesgos ligados a la deuda del plan (tipo de interés / descuento, inflación y longevidad) y ciertos riesgos que impactan los activos, por ejemplo, el riesgo de las acciones o de la divisa.

En cuanto al estilo de gestión, dentro de las diferentes clases de activos, poseen una parte gestionada en gestión indexada con el fin de reducir los costes y el riesgo relativo.

IV.3.B.iii.b. Estrategia ISR

Como anunciamos en el apartado de la Política ISR, el Fondo de la USS tomó por primera vez la decisión de invertir con criterios ISR en 1999. La estrategia ISR designada para implementar esta política pasó por las siguientes fases:

- **Conceptualización:** se formuló el acercamiento del USS a las ISR.
- **Iniciación:** las políticas y los procesos a seguir fueron definidos y comunicados a las partes interesadas.
- **Experimentación:** el USS exploró cómo podían integrarse los principios de inversión responsable en los diferentes aspectos de la gestión tradicional.
- **Consolidación:** durante cinco años, los resultados de la fase anterior se integraron en las inversiones.

En definitiva, la estrategia original del USS estaba basada en un proceso de aprendizaje continuo que incluía revisiones del programa de inversiones ISR. Estos exámenes debían realizarlos profesionales no directamente conectados con las inversiones responsables del Fondo.

A partir de la revisión de 2006, la estrategia ISR se centró en la Integración, el Voto y la Negociación y el dialogo con empresas y reguladores. El objetivo era aplicarla a todas las clases de activos y tanto a los gestores internos como externos. Las tres grandes líneas de acción quedan descritas a continuación:

- **Integración de factores extra-financieros** en las decisiones de inversión que puedan afectar los rendimientos a largo plazo, la volatilidad en el corto plazo o la reputación del USS. Estos factores incluyen tanto aquellos relacionados con los

factores ASG, como consideraciones éticas. Esta integración deberá estar acorde con los objetivos de inversión financieros, las obligaciones legales y otros compromisos relevantes como los PRI y los principios del UK Stewardship Code.

- Negociación y diálogo con las empresas y política de Voto activas con el objetivo de evitar la destrucción de valor de las compañías como resultado de una mala gestión de factores extra-financieros. El sector de la industria extractiva es uno de los puntos clave de su estrategia de Negociación y dialogo debido a los riesgos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo a los que las empresas de este sector se enfrentan. Asimismo, trabajan con la industria farmacéutica en la consideración de factores extra-financieros como medio para crear valor en el largo plazo. La política de Voto está basada de manera general en el UK's Combined Code, notas internas e investigación independiente sobre la materia. Fuera del Reino Unido, intentan tener en cuenta los estándares locales y las mejores prácticas.
- Asumir un rol responsable dentro de la colectividad e influenciar las políticas públicas. Su objetivo es, por un lado, responder a las expectativas de los individuos e instituciones afectadas por sus actividades, asumiendo su responsabilidad respecto a los factores extra-financieros. Por otro lado, al ser USS un inversor universal, sus rendimientos están influenciados por los de la economía en su conjunto y es por ello que el Fondo está interesado en asegurar que las posibles externalidades y fallos de mercado (en forma, por ejemplo, de polución o débil control del gobierno corporativo de las empresas) no afecten al rendimiento económico de los mercados en general. USS tiene como objetivo utilizar su posición relevante para mejorar los estándares de funcionamiento de los mercados financieros y, con ello, mejorar los resultados de sus inversiones tanto directamente, como a través de sus gestores externos. Por último, USS pretende conseguir la aceptación por parte del mercado de la inversión responsable, con el propósito de que las ISR se desarrollen más.

Por último, el USS definió una estrategia propia de inversiones inmobiliarias socialmente responsables desarrolladla e implementada por un Comité especial liderado por el responsable de medioambiente de USS. Básicamente, ésta consiste en: reducir el consumo de energía y agua de los edificios, minimizar la generación de residuos, incrementar el reciclaje,

identificar medidas consistentes de control y seguimiento del impacto social y medioambiental de sus inversiones, investigar los riesgos ligados al medioambiente y la sociedad cuando se estudia una adquisición directa y mitigarlos una vez realizada la compra, integrar consideraciones ISR en el diseño de nuevas construcciones o de obras de mejora y en la selección de consultores, consejeros, agentes inmobiliarios, promotores y constructoras y asegurarse de que los gestores de fondos externos tienen en cuenta los riesgos medioambientales y sociales de sus inversiones.

La última revisión fue llevada a cabo en 2011 y conserva los grandes principios presentes en la anterior.

IV.3.B.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.3.B.iv.a. Estructura de la cartera

Como apuntábamos en el apartado de la estrategia financiera, la mayoría de la gestión es interna debido a menores costes, mayor transparencia y mejor concordancia de intereses. Sólo cuando el conocimiento del equipo interno es insuficiente como para acceder a ciertos mercados / estrategias o ineficiente del punto de vista de los costes, son empleados los gestores externos, seleccionados en base a su capacidad de producir un rendimiento superior al del mercado. A 31 de marzo de 2013, el 99% de los activos estaban gestionados internamente. Los gestores internos pueden estar apoyados en su labor por consultores y gestores externos.

La estructura de gestión es revisada formalmente al menos cada cinco años. Aunque los gestores pueden ser cambiados en cualquier momento si hubiera modificaciones en su proceso de inversión, personal o equipo directivo que dieran lugar a una pérdida de confianza en la capacidad de producir rendimientos superiores a los del mercado.

IV.3.B.iv.b. Ejecución

El equipo ISR trabaja en estrecha cooperación con el equipo financiero en la Integración y la Negociación y diálogo, proveyéndoles de análisis y opiniones (incluyendo modelización financiera y análisis cualitativo) sobre compañías, sectores y categorías de activos en general. El proceso de cooperación varía en cuanto a su ejecución pero, en general, sigue el camino siguiente:

- Alerta. El proceso se inicia por iniciativa bien de los gestores de cartera que presentan una preocupación respecto a una compañía, bien del equipo de inversión responsable que ha identificado un problema a partir de una investigación rutinaria de los riesgos extra financieros de las empresas en cartera o potencialmente interesantes para invertir.
- Análisis. Se examina la relevancia de la cuestión para el Fondo, las conexiones con la estrategia global y con la rentabilidad, el posible impacto en la reputación y la factibilidad de un cambio de comportamiento por parte de la empresa.
- Plan de acción. El equipo de inversión responsable establecerá un plan de acción con objetivos de cambio y la táctica para conseguir esos objetivos.

En el campo de las acciones, el equipo ISR busca reforzar con el equipo financiero el trabajo de investigación de cómo los factores extra financieros afectan a la valoración de las compañías. Para ello, examinan con mucho detalle las hipótesis subyacentes de los modelos financieros de valoración de las empresas y cómo la información extra-financiera (del equipo ISR) puede alterar estas hipótesis y, con ello, las valoraciones obtenidas.

En renta fija, el equipo ISR produce anualmente, a partir de una combinación de evaluaciones de determinados índices globales - Corruption Perceptions Index de Transparency International, Human Development Index del Programa de Desarrollo de Naciones Unidas, Environmental Performance Index de las Universidades de Yale y Colombia, Index of Economic Freedom del Wall Street Journal and Heritage Foundation - una lista de países ordenada por los riesgos de gobierno, sociales y de medioambiente para uso del equipo de gestión de renta fija. Cuando estas fuentes generales no cubren ciertos estados, el equipo de gestión de renta fija consulta al equipo ISR para adoptar una decisión individual. En la gestión externa de la renta fija, el equipo de inversión, incluyendo los expertos en inversión responsable, se reúne con los gestores para conocer cómo evalúan el gobierno corporativo de las compañías donde invierten, su voluntad de llevar a cabo procesos de negociación y dialogo, su evaluación de los riesgos medioambientales, sociales y de reputación y su implicación en iniciativas de industria ISR como los PRI.

En el área de las inversiones inmobiliarias, ciertos factores medioambientales y sociales forman parte del proceso inicial de evaluación de inversiones. Una vez la inversión ha sido realizada, el equipo ISR, en colaboración con el equipo de gestión, evalúa el comportamiento medioambiental de las propiedades más significativas que el Fondo posee y

establece ciertos objetivos de reducción del consumo de energía, de agua y de producción de residuos.

Por último, en capital riesgo y fondos *hedge*, los factores ISR forman parte del proceso de evaluación y examen anterior a las inversiones durante el cual el equipo ISR lleva a cabo entrevistas con el personal relevante de las empresas o fondos y emiten una opinión ISR. Asimismo, ejercen presión sobre los reguladores de las Islas Caimán, donde están domiciliados una gran parte de los fondos *hedge*, para mejorar los estándares de gobierno corporativo y de transparencia en la jurisdicción.

La política de Voto está considerada como una herramienta importante para mejorar los estándares de gobierno corporativo y conseguir una cierta orientación en el tratamiento de los aspectos sociales y medioambientales. Como estas cuestiones son muy específicas de cada empresa, las resoluciones que tocan estos aspectos son analizadas caso por caso teniendo en cuenta tanto la política de Voto general de USS, como opiniones de otras fuentes (la empresa misma, otros accionistas y ONG). El Fondo vota en todas las Juntas de accionistas de compañías británicas de sus carteras activas y pasivas, así como en aquellos gestionados interna y externamente. USS también vota en EE. UU., Australia, Japón, Brasil, Corea del Sur, Taiwán, Rusia y los mercados europeos más presentes en su cartera (Francia, Alemania, Países Bajos, España, Bélgica, Luxemburgo y Suiza). En otros mercados votan en función de los casos en discusión con sus gestores de cartera internos. Todos los votos son revisados por el equipo de inversión responsable que envía cartas a las empresas, de preferencia antes de la asamblea donde se emitirá el voto, para explicarles las razones de su acción.

Con el fin de unir el conocimiento y la experiencia en la política de voto, se han unido con Railways Pension Trustee Ltd. (Railpen) para votar y negociar con empresas del FTSE All-Share. Además, el USS es miembro de la ACGA, del ACSI, del CII, participa en el Comité de inversiones de la National Association of Pension Funds (NAPF) y Eumedion y es miembro fundador del JEC. El Fondo también trabaja con Fondos de pensiones originarios de los mercados donde invierten, lo que le permite adquirir un mejor conocimiento del mercado local, mejores prácticas, establecer negociaciones con empresas y/o gobierno locales y participar en iniciativas locales.

Finalmente, cabe señalar dentro de la implementación de su estrategia de Voto que, como el USS tiene un programa de préstamo de acciones, para poder votar en todas las

reuniones importantes de las compañías donde es accionista o en aquellas reuniones de compañías donde posee una participación significativa, trabaja para establecer procedimientos que limiten el préstamo de ciertos títulos o devolución de acciones anterior a una votación.

El Fondo establece procesos de Negociación y diálogo en todas las categorías de activos y en toda circunstancia, independientemente de que la gestión sea activa o pasiva o del peso de USS en el accionariado. El equipo de inversión responsable completa su trabajo de Negociación y diálogo con acciones llevadas a cabo con reguladores, políticos y multinacionales con el objetivo de señalar y corregir los fallos de mercado. El cambio climático y el gobierno corporativo son temas clave de este tipo de procesos.

USS establece la Negociación y el diálogo sin publicidad, aunque en ocasiones se reserva el derecho de publicar sus preocupaciones sobre una determinada empresa si la compañía no gestiona adecuadamente las cuestiones tratadas durante el proceso. Por último, la Negociación y el diálogo pueden realizarla individualmente o con otros inversores institucionales como PGGM o APG.

IV.3.B.v. Evaluación y comunicación de resultados

El director de inversiones realiza el seguimiento de las inversiones e informa de las actividades de los gestores al Comité de inversión cada trimestre. Los gestores también pueden informar directamente al Comité de inversión fuera de este plazo. El Comité de inversión hace un seguimiento de los procesos de Negociación con el fin de maximizar su impacto y efectividad. Para ello, reciben regularmente informes del equipo de inversión responsable y del gestor externo de acciones. Por su parte, el Consejo recibe informes generalmente trimestrales de los principales Comités, entre ellos el de inversión.

La Universities Superannuation Scheme Ltd revisa sus actividades regularmente con el fin de asegurar que el Plan cumple con la legislación y evalúa el servicio prestado a los miembros patrocinadores del Plan y a los partícipes. Tienen una reunión anual con los representantes de los miembros del Plan y el resumen de la reunión es publicado en la página Internet de USS. Además, en esta página Internet se publica el informe anual que contiene información sobre la composición y actividades de sus órganos de gobierno, estadísticas de los miembros del régimen y las cuentas anuales. Por su parte, el documento llamado IPID (Investment Policy Implementation Document) da detalles de la distribución de activos y de

los mandatos a los gestores externos. También publican una valoración actuarial cada tres años.

En lo que concierne a la ISR, USS publica un extenso informe de actividades ISR (trimestral, semestral o anual) y el informe de sus actividades de Voto.

IV.3.B.vi. Actividades en torno a las ISR

Hemos visto a lo largo de la descripción de la estrategia ISR y del proceso de implementación que el USS participa en numerosos grupos y asociaciones ISR. Así, pertenecen al IICGG, la EAI, la International Roundtable on Executive Remuneration y Pharma Futures. Han firmado los PRI de la ONU y el Investor Statement on Climate Change que se realizó previo a la cumbre de Copenhague de diciembre de 2009.

El USS, además, trabaja con The Carbon Trust, el Prince Charles' P8 Group, el Sustainability Committee of the Royal Institution of Chartered Surveyors y el UN Investor Summits on Climate Risk. Desde el punto de vista asociativo, el USS es miembro de la ACGA, del ACSI y el CII, participa en los Comités de Inversión de la National Association of Pension Funds (NAPF) y de Eumedion y es un miembro fundador del JEC.

Del lado de la cooperación con otros inversores, es posible citar su asociación con Railways Pension Trustee Ltd. (Railpen) para unir el conocimiento y la experiencia y votar y negociar con empresas del FTSE All-Share. Por otro lado, desde 2007, el USS ha estado colaborando con otros tres inversores institucionales (Henderson Global Investors, Insight Investment y Railpen Investments) y el especialista del cambio climático Acclintise para estudiar las implicaciones en las inversiones de adaptarse al cambio climático. Además, están desarrollando un proceso para evaluar la responsabilidad (ISR) en las inversiones inmobiliarias y participan en un proyecto (junto con APG y PGGM) de encuestas sobre prácticas en esta área.

Desde la perspectiva de la formación, son bastante activos en el ámbito de compartir su experiencia de inversor ISR y son muy dinámicos a la hora de preparar respuestas a propuestas o demandas de asociaciones o grupos de trabajo relacionados con las ISR. Por ejemplo, en febrero de 2010, el USS respondió a la demanda de información de Lord Myners sobre la Negociación y diálogo que el Fondo llevaba a cabo con los bancos británicos en relación a las decisiones de salarios.

En cuanto a recompensas relacionadas con las ISR, recibieron el Platinum Award for Outstanding Industry Contribution por la iniciativa que desarrollaron, junto a los fondos de pensiones holandeses APG y PGGM, de establecer una referencia medioambiental para el sector inmobiliario.

IV.3.C. ESTICHTING PENSIOENFONDS – ABP (FONDO DE PENSIONES DEL SECTOR DE LA EDUCACION Y LA FUNCION PUBLICA)

El Estichting Pensioenfonds²⁹ (Fondo de pensiones de los sectores de la educación y la función pública) de los Países Bajos, también conocido como ABP, es el fondo de pensiones que financia el Plan de empleo de los funcionarios públicos y empleados del sector de la educación en los Países Bajos.

A 31 de marzo de 2014 poseía un capital invertido de 309.000 millones de euros.

IV.3.C.i. Gobierno

El máximo órgano de gobierno del Fondo - el Consejo de fiduciarios - está compuesto de 13 miembros: seis nominados por las organizaciones de empleados, seis por las organizaciones patrocinadoras del Plan y un director independiente sin derecho a voto. Es responsable de tomar las decisiones estratégicas relativas a los parámetros del Plan de pensiones, determinar las modalidades de su financiación, traducirlas al reglamento del Fondo y a su política de inversión y definir las líneas generales de la política de comunicación, de administración y de gestión del riesgo del Plan.

En torno al Consejo de fiduciarios y para asegurar el óptimo cumplimiento de sus funciones se han formado cinco Comités: el Comité de auditoría, el Comité de política del Plan, el Comité de política de inversión del Fondo, el Comité de apelaciones y el Comité de acuerdos de prestación de servicios. Asimismo, el Consejo de fiduciarios es aconsejado por los siguientes organismos independientes: el Consejo de partícipes, el Consejo de patronos (empresas patrocinadoras del Plan), el Organismo de rendición de cuentas³⁰, que controla y juzga el trabajo del Consejo de fiduciarios, y el Comité de comunicación, encargado de esta tarea tanto a nivel de la Organización del Fondo (como entidad inversora), como de la comunicación con los partícipes y empresas patrocinadoras.

²⁹ Información obtenida de la página internet de ABP www.abp.nl y de comunicaciones con los gestores del Fondo.

³⁰ La denominación en inglés de este organismo es *Accountability body*, cuya traducción más cercana podría ser la del organismo que comunica los resultados o que rinde cuenta de las decisiones y acciones.

Esta estructura de gobierno evoluciona con el tiempo y así, por ejemplo, en 2013, el Consejo de fiduciarios decidió establecer un Comité de asuntos públicos para gestionar su influencia en los reguladores de Países Bajos y Europa. En 2014, se creó el Consejo de supervisión, compuesto por cinco expertos independientes para supervisar las políticas formuladas por el Consejo de fiduciarios y el desarrollo general de las operaciones de ABP.

El Fondo de pensiones propiamente dicho (ABP) fue separado de su estructura administrativa en 2008. Desde entonces, la organización administrativa está encomendada a la sociedad APG (Algemene Pensioen Groep NV), la cual realiza la gestión del Plan, organiza las actividades de comunicación, proporciona servicios de apoyo al Consejo de fiduciarios e implementa la política de inversión. Más específicamente, el Equipo de sostenibilidad y buen gobierno de APG es el responsable de implementar la política ISR.

El Consejo de fiduciarios se reúne una vez al mes con el fin de poder asumir la responsabilidad final del proceso de inversión y tomar las decisiones sobre la política y la estrategia. La base para dichas decisiones la prepara APG sobre los consejos del Comité de política inversión. Este Comité está formado por miembros externos a ABP con experiencia en mercados financieros. Aparte de dar consejos sobre política y estrategia de inversión, determina las líneas directrices para la implementación y administración de las inversiones, elige los gestores y establece las bases para la elaboración de los diferentes mandatos de gestión.

Como apuntábamos anteriormente, en 2008 el Consejo de fiduciarios asignó a la estructura administrativa APG la implementación / ejecución de la estrategia de inversión. Sin embargo, en 2011 se introdujeron ciertas condiciones para la ejecución de las inversiones donde se requiere la aprobación final del Consejo en ciertos temas. Así, con el fin de evitar el riesgo de concentración, así como de reputación, las inversiones que exceden el 1% de los activos del Fondo tendrán que ser sometidas al Consejo para aprobación. Por la misma razón, las inversiones de más del 5% de una empresa cotizada también requerirán la aprobación previa del Consejo. Finalmente, las inversiones relevantes para la estrategia, la reputación o el riesgo operacional también serán presentadas al Consejo para su aprobación previa.

Por último, un Órgano Ejecutivo ha sido establecido por ABP para asegurar un seguimiento continuo de la administración y la gestión del riesgo y, dentro de APG, existen

los Comités de riesgo financiero y de Riesgo operacional creados con el fin de gestionar los mismos.

IV.3.C.ii. Política de Inversión

IV.3.C.ii.a. Política financiera

El objetivo principal del Fondo es el proveer a sus partícipes, de modo sostenible en el tiempo, una pensión lo más elevada posible y en línea con la evolución de los salarios de los empleados activos, a la vez que preservar la estabilidad de las contribuciones.

Con el fin de poder hacer frente a este objetivo, el rendimiento de las inversiones debe alcanzar el 3,25% real anual. En cuanto al riesgo, en ABP, en cumplimiento de la legislación holandesa sobre inversiones, ponen un gran énfasis en el riesgo de desviación del valor del activo con relación al valor del pasivo. Para ello, la estrategia de inversión se define a partir de un estudio activo-pasivo.

Finalmente, el Fondo cuenta con el objetivo de conseguir una rentabilidad mayor que la de los mercados donde invierten conteniendo los costes.

IV.3.C.ii.b. Política ISR

ABP decidió implementar una política ISR por primera vez en su plan de inversión estratégico de 2007-2009. Las razones para esta evolución estaban basadas en su creencia de que las empresas con estrategias encaminadas a la obtención de una buena rentabilidad financiera y con una alta valoración de factores medioambientales, sociales y un buen gobierno corporativo tendrían un mayor rendimiento en el largo plazo. Al mismo tiempo, tomaron la decisión de ser un inversor ISR conscientes de la influencia del tamaño de sus inversiones y la responsabilidad social que implicaba.

En principio, la política ISR del Fondo es determinada por el Consejo de fiduciarios con una cierta participación de los beneficiarios del Plan. Se basa fundamentalmente en aplicar factores de evaluación ASG a toda la carrea a excepción de aquellas inversiones donde está claro que no hay cuestiones ligadas al medioambiente o la política social.

IV.3.C.iii. Estrategia de Inversión

IV.3.C.iii.a. Estrategia financiera

ABP establece su estrategia de inversión financiera cada tres años distinguiendo entre su plan estratégico plurianual y su plan anual. El primero cubre los puntos más estratégicos como son la composición de la cartera óptima, el rendimiento requerido para cada categoría de activo, las desviaciones permitidas con respecto a la distribución estratégica y la política de divisas. El plan anual establece el modo en que el plan estratégico se implementará durante el año en curso.

Su estrategia de inversión se basa en las siguientes premisas: consideran ventajosa la diversificación tanto de categorías de activos como de mercados (público – privado), la gestión activa, la prima de iliquidez, la innovación en las inversiones, la inversión en el largo plazo y la consideración de factores ASG en el análisis de las inversiones. También estiman que una buena organización dentro de la estructura de inversión constituye un aliado para la obtención de rendimientos financieros interesantes.

La situación de su cartera a 31/03/2014 se establecía de acuerdo a la distribución recogida en la Figura 15.

IV.3.C.iii.b. Estrategia ISR

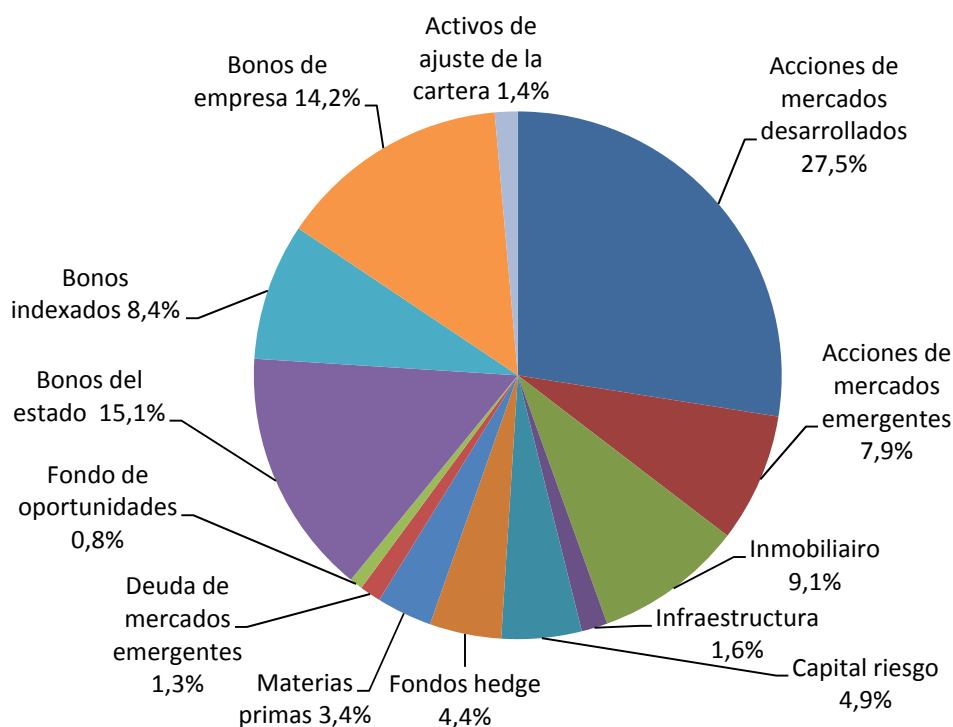
Los principales puntos de la estrategia ISR de ABP son:

- **Integración de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo** en el proceso de inversión. ABP pretende que las empresas donde invierte cumplan con los estándares establecidos en la legislación nacional, los tratados internacionales ratificados por Países Bajos, el Pacto Mundial de la ONU, las líneas directrices de la OCDE de gobierno corporativo y para empresas multinacionales y las mejores prácticas del ICGN.

En cada sector y categoría de activo, ABP identifica los factores ASG clave, trabajando en estrecha cooperación con los gestores, de modo que los últimos puedan considerar estos elementos cuando toman las decisiones de inversión. En el apartado de Implementación, se citan varios ejemplos de cómo la estrategia ISR de ABP, muy versátil y dinámica, se implementa en las diferentes categorías de activos. La sostenibilidad de sus inversiones es analizada a través de indicadores

específicos acordados con el gestor para que el Consejo de fiduciarios pueda hacer un seguimiento de cómo la política ISR está siendo realizada y sus resultados.

Figura 15. Estichting Pensioenfonds – Cartera a 31/03/2014



Fuente: APG (2014).

En lo que respecta a la incorporación de factores sociales en su estrategia ISR, desde ABP miran a las empresas con una actividad internacional y analizan varios temas como, por ejemplo, el modo que las empresas tratan a sus empleados: si la diversidad es promovida o hay grupos discriminados o si los empleados pertenecientes a sindicatos son intimidados. Las empresas deben también mirar más allá de sus propios empleados y verificar las condiciones de trabajo de los proveedores, las relaciones con las comunidades donde están instalados y cómo actúan en países con regímenes dictatoriales.

En gobierno corporativo, ABP se interesa en empresas capaces de garantizar los intereses de los inversores adecuadamente en el largo plazo. Su política de gobierno corporativo establece sus expectativas en términos de transparencia, independencia de los miembros del consejo, información y derechos de los accionistas de las compañías donde invierten. Como su cartera es internacional,

estudian la calidad del gobierno corporativo sobre la base de principios y códigos internacionales (Líneas directrices de la OCDE sobre gobierno corporativo y los principios de la ICGN), así como, si es posible, incluyen códigos de conducta nacionales (en los Países Bajos, el Frijns Code es de una relevancia particular).

- **Negociación y el diálogo** - individualmente o con otros inversores - con las empresas que no cumplan satisfactoriamente con los estándares ASG antes mencionados, excluyendo a aquellas que los incumplan de modo significativo. Aparte de estas **Exclusiones** relacionadas con el cumplimiento de ciertos estándares ASG, ABP no invierte en compañías involucradas en productos o servicios prohibidos (o que serán probablemente prohibidos en un futuro próximo) por la ley neerlandesa o internacional. Por esta razón, no invierten en compañías implicadas en la producción de minas antipersonas, bombas de racimo, armas químicas o biológicas, ni armas nucleares cuando la actividad va en contra de los tratados de no proliferación de las mismas. Tampoco invierten en compañías involucradas en productos ampliamente objetables en Países Bajos. ABP podría también establecer un proceso de negociación y diálogo por razones puramente financieras.

Como inversor institucional importante que es, comprometerá a políticos y reguladores en Países Bajos y otras instancias a promover políticas y estándares que contribuyan a un comportamiento compatible con el desarrollo sostenible por parte de las empresas, así como a mejorar su gobierno corporativo. Para cumplir con este punto de su estrategia, siguen el debate público y los cambios en la legislación y las regulaciones. Al mismo tiempo, trabajan con otros inversores institucionales y partícipes de la industria financiera para promover la sostenibilidad en los negocios y altos estándares de gobierno corporativo.

- Utilizan su derecho al Voto para asegurarse que las empresas donde invierten son gestionadas del mejor modo posible.
- Investigarán oportunidades de invertir directa o indirectamente en empresas expresa y principalmente comprometidas con actividades que promuevan el desarrollo sostenible, como inversiones en energía solar, eólica, vía los fondos de infraestructura, y proyectos de tratamiento sostenible de residuos.

- Por último, cabe destacar la participación de ABP en **acciones legales**, en solitario o con otros grupos de accionistas, sobre todo en EE.UU., cuando consideran que la gestión llevada a cabo por la empresa les ha causado un perjuicio financiero.

IV.3.C.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.3.C.iv.a. Estructura de la cartera

En lo que respecta al vehículo de inversión, utilizan inversiones directas en títulos gestionadas directamente y a través de mandatos de gestión, fondos de inversión colectiva, sociedades de inversión, entre otras modalidades.

La gestión externa se utiliza cuando se requiere una experiencia y conocimientos específicos o cuando es más eficiente en términos de costes. En diciembre de 2013, el 20% de la cartera estaba gestionada externamente. Los gestores externos deben cumplir con ciertos requisitos ligados a la política ISR que aplican y son evaluados de manera exhaustiva anualmente sobre este factor.

En los acuerdos llevados a cabo con los gestores externos, se establece que éstos implementarán la política ISR de manera adecuada, con los procesos y recursos necesarios, incluido el entrenamiento del personal. En algunos casos, a los gestores externos se les requiere estar de acuerdo con requisitos de sostenibilidad específicos, como que, por ejemplo, las inversiones en bosques tienen que estar certificadas por el Forest Stewardship Council o certificación similar.

IV.3.C.iv.b. Ejecución

La ejecución de la estrategia ISR consiste básicamente en, primero, el análisis de los factores ASG para integrarlos en las decisiones de inversión; segundo, una vez realizada la inversión, vigilar el comportamiento de la compañía; y, tercero, buscan el ejercer una influencia en ese comportamiento con el fin de mejorarlo en términos de sostenibilidad.

Como apuntábamos durante la descripción de la estrategia de inversión, la implementación y ejecución de las inversiones varía con las categorías de activos, como cabe esperar en una cartera tan grande y diversificada como la de ABP. No obstante, ABP ha establecido una serie de prácticas que permiten la aplicación de sus diferentes estrategias a lo largo de la cartera de inversión. Por ejemplo, todos los gestores tienen acceso al Tablero ASG,

una herramienta que presenta los factores de riesgo ligados al medioambiente, la política social o el gobierno corporativo de una compañía, su nota ASG, el historial de los votos de ABP relacionados con ella, correspondencia mantenida y / o reuniones celebradas e informes de las compañías realizados por prestatarios externos.

Así, concretamente en la categoría de **acciones**, los factores ASG son, en primer lugar, integrados en el análisis fundamental de las empresas. Para ello, los miembros del Equipo de sostenibilidad y buen gobierno de APG y los gestores financieros que trabajan con un análisis fundamental trabajan en estrecha colaboración. Las cuestiones ASG son integradas en las decisiones de inversión tan pronto como parecen significativas para las perspectivas financieras de una empresa. Cabe señalar que los factores ISR son también analizados desde el punto de vista país, en particular en el caso de las inversiones en mercados emergentes.

En segundo lugar, otro aspecto de la implementación de su estrategia ISR en las acciones concierne la estrategia de Voto. Para implementarla utilizan consultores externos (holandeses e internacionales) y, para empresas de especial relevancia (empresas neerlandesas, empresas donde tienen una gran participación o empresas implicadas en cuestiones importantes de gobierno corporativo), complementan este consejo con su propio análisis.

Intentan ejercer su derecho de Voto y asisten personalmente a las Juntas de accionistas en Países Bajos, con el fin de comunicar sus opiniones directamente a los consejos de administración. En ocasiones, cuando varias Juntas se celebran al mismo tiempo, se turnan con otros inversores institucionales para representarse. En las Juntas de las inversiones de especial relevancia, en principio, ABP vota con su entera participación, es decir, que si tuvieran acciones en préstamo las recuperarían con el fin de recuperar el derecho de voto. ABP no vota en aquellos países donde existe la práctica de bloquear las acciones con carácter previo a una asamblea general de accionistas ya que, como las acciones son bloqueadas durante 2-3 semanas para asegurarse que el accionista lo es en el momento de la asamblea, puede haber un perjuicio financiero.

El voto lo realizan la mayoría de las veces electrónicamente, lo que les permite la publicación casi simultánea en Internet. ABP, normalmente, vota por todas las acciones (gestionadas interna o externamente). Sin embargo, algunos gestores externos prefieren votar ellos mismos en compañías que gestionan en nombre de ABP. ABP tolera esto y los votos así

ejecutados son incorporados en el sistema de voto electrónico de ABP, para que estos votos aparezcan en la información consolidada.

ABP inicia frecuentemente el diálogo con empresas en cuestiones como la política de remuneración o la nominación de miembros del consejo, con el fin de mejorar el gobierno corporativo durante la asamblea de accionistas. Sin embargo, no es ésta, por lo común, el campo de diálogo en sí mismo, pues no lo consideran apropiado dado el gran número de partícipes.

Precisamente, la Negociación y diálogo con empresas en cuestiones relativas a la sostenibilidad constituyen el tercer elemento de implementación de la estrategia de inversión relativa a las acciones. En la implementación de esta estrategia se establecen una serie de prioridades a la hora de seleccionar las empresas con las que establecerán un proceso tal. Los factores a tener en cuenta son: el tamaño de la inversión, la gravedad de la situación, si la empresa está violando los principios del Pacto Mundial de la ONU, el impacto presente o futuro de la cuestión y su evaluación sobre si su intervención puede tener una influencia en el comportamiento de la empresa.

En la práctica, esta estrategia comienzan a aplicarla en el momento en que reciben indicaciones sobre el mal comportamiento de una compañía. Para la identificación de empresas con mal comportamiento (que no cumplen con el Pacto Mundial de la ONU), ABP utiliza los servicios de Sustainalytics. Esta última les provee con una lista de empresas que no respetan esos principios y los gestores deben comprobar que las empresas de sus carteras no están en la lista. La información se verifica a través de intermediarios de bolsa, ONG, otros inversores o por los propios afectados antes de contactar con el equipo directivo de la empresa para explicarles la política ISR del Fondo y las expectativas respecto a su comportamiento. Este acercamiento es habitualmente seguido por una reunión con un representante.

La influencia de la regulación relativa a cuestiones ISR en sus inversiones forma parte también de su estrategia ISR en acciones. Así, por ejemplo, en 2008, APG analizó la influencia de la regulación que impone niveles máximos de emisiones de CO₂ en las empresas de electricidad europeas. Como consecuencia de este análisis, compraron acciones de la empresa finlandesa Fortum, porque tenía el menor nivel de emisiones de CO₂ de su grupo de referencia. APG examinó también el impacto de las cuestiones medioambientales en las

inversiones en otros sectores, calculando el efecto de la nueva política de cambio climático en la automoción, aviación e industria cementera.

Por último, dentro de su estrategia ISR aplicable a las acciones, ABP invierte en proyectos que ayudan al desarrollo social: micro finanzas en países en desarrollo o la construcción de colegios en el Reino Unido.

Dentro de la implementación de su estrategia ISR relativa a la **renta fija**, ABP no invierte en países sometidos a un embargo de armas de la ONU. Además, ABP organiza grupos de trabajo para explorar las posibilidades de integrar la sostenibilidad y el gobierno corporativo en este tipo de inversiones. Por ejemplo, en 2010, el equipo de sostenibilidad y buen gobierno, junto con los analistas de renta fija, llevaron a cabo un proyecto conjunto con el World Resources Institute y la agencia de calificación Standard & Poor's para examinar las consecuencias de las políticas de cambio climático en la evolución de los bonos de empresas americanas del sector químico. En 2013, comenzaron a invertir en bonos verdes.

Las inversiones inmobiliarias, en infraestructuras, recursos naturales / materias primas, fondos *hedge* y capital riesgo, por lo general, deben ser aprobadas formalmente por el Equipo de sostenibilidad y buen gobierno, incluso cuando son realizadas por un gestor (o fondo) ajeno a ATP. Como ejemplos de implementación de la política ISR en las inversiones en estas categorías de activos, pueden citarse los siguientes:

- En el sector inmobiliario, existe un cuestionario para que la calidad medioambiental de las propiedades pueda ser medida en cada nueva inversión de compañías inmobiliarias no cotizadas. Si fuera necesario, pedirán al gestor modificar su política de inversión para incluir esta evaluación.
- En las inversiones en infraestructuras, han solicitado al gestor de un fondo de infraestructuras europeas incluir cuestiones medioambientales y sociales en su proceso de selección de inversiones y ésta ha sido una condición clave para su participación en el fondo en cuestión.
- Para las inversiones en recursos naturales en países con un riesgo ISR elevado, por ejemplo, donde no hay un control efectivo del gobierno de las cuestiones ASG, los gestores de los fondos deben demostrar no sólo que cumplen con los principios del Pacto Mundial sino también los estándares de la CFI. Los gestores presentes en los países con alto riesgo tienen unas obligaciones de información más estrictas y las

inversiones deberán hacerse de tal modo que no contribuyan al encarecimiento de las materias primas. En general los gestores que invierten en actividades agrícolas deben cumplir con los Principios internacionales de agricultura responsable, que ABP contribuyó a redactar. Puede pasar también que requieran de sus gestores de inversiones agrícolas el cumplimiento de ciertas directrices específicas como, por ejemplo, cuando pidieron a una empresa argentina de agricultura que cumpliera con las directrices de la Roundtable on Responsible Soy y a una empresa de biocarburantes de participar en la Roundtable of Sustainable Biofuels.

- En el caso del fondo *hedge* especializado en proyectos energéticos en mercados emergentes, establecieron como condición que el gestor del fondo invirtiera en proyectos respetuosos de los Principios del Ecuador. En general, requieren del gestor que tenga una política ASG propia y les anima a ser miembros del Hedge Fund Standards Board, una agrupación que promueve el buen gobierno corporativo, la transparencia y la integridad en la industria de los fondos *hedge*.
- Su gestor de capital riesgo tiene su política ISR en línea con la de ABP. Como en el caso de las infraestructuras y aquellas inversiones directas con periodos de inversión largos y liquidez reducida, ABP pone especial énfasis en que la evaluación de los factores ISR se haga con anterioridad a la inversión, pues luego es difícil salir de ella. Para ello, requieren que el gestor de las inversiones tenga una política ISR bien definida y dedique recursos a estudiar la sostenibilidad de las inversiones.

Por último, a continuación se citan varios ejemplos de cómo ABP implementa las inversiones en empresas o proyectos que contribuyen de modo particularmente elevado al desarrollo sostenible:

- El Fondo ABP invirtió, junto con otros socios, en un nuevo vehículo de capital riesgo llamado Ampere equity fund, gestionado por el banco neerlandés Triodos, donde invertirán en proyectos de energías sostenibles, como parques eólicos, plantas de biomasa y proyectos de energía solar en países europeos.
- ABP también invierte desde 2007 en el Global Solidarity Forest Fund, un fondo que se ocupa de la plantación de árboles para explotación maderera comercial en el noreste de Mozambique y Angola. Las inversiones del Global Solidarity Forest Fund tienen objetivos éticos, socios económicos y medioambientales, incluyendo el desarrollo de las comunidades locales y la certificación FSC.

- En otoño de 2006, ABP invirtió en el Climate Change Capital's Carbon II Fund. El fondo, gestionado por Climate Change Capital (un grupo bancario del Reino Unido) invierte en proyectos que reducirán las emisiones globales de gases efecto invernadero, principalmente por la inversión en países en vías de desarrollo.
- En mayo de 2007, ABP y el fondo de pensiones danés PGGM realizaron la mayor inversión del mundo en capital riesgo de energías limpias, energías renovables, reducción de la polución y consumo de agua más eficiente a través de su joint venture con la gestora Alpin Invest.

IV.3.C.v. Evaluación y publicación de resultados

El cumplimiento de la vertiente ISR de la política de inversión y el progreso en su implementación por parte de los gestores externos es seguido de cerca por la sociedad APG. El rendimiento del componente ISR de la estrategia es integrado en la rentabilidad financiera de las inversiones, la cual es comparada, en términos absolutos, con el objetivo de la política de inversión y, en términos relativos, con índices de referencia tradicionales. En ocasiones, evalúan aisladamente el impacto financiero de algún factor ASG.

En cuanto a la comunicación y publicación de resultados, APG informa regularmente al Consejo de fiduciarios de la ejecución de la política del Fondo: composición de la cartera y resultados.

ABP, por su parte, publica en su página de Internet las directrices de inversión, la lista de sus principales gestores, así como los informes trimestrales y el informe anual. Este último, aparte de información general sobre la evolución del Fondo, presenta los estados financieros y los costes de gestión. Asimismo, ABP informa anualmente de la ejecución de la política ISR en su Informe de Inversión Responsable y expone continuamente su comportamiento accionarial en su página Internet. Asimismo, publica un informe anual sobre sus actividades relacionadas con el gobierno de empresas: ejercicio del derecho de Voto, Juntas presenciadas, desarrollo de su política de gobierno corporativo, acciones legales contra empresas y proyectos internacionales en los que se integraron con el fin de mejorar los estándares de buen gobierno corporativo en el mundo.

IV.3.C.vi. Actividades en torno a las ISR

ABP es extremadamente activo en el terreno de la investigación, la asociación y la promoción de las inversiones socialmente responsables. A modo de ejemplo, puede citarse su participación en las iniciativas siguientes:

- Signatarios de los PRI. Utilizan a menudo esta plataforma para encontrar otros inversores interesados en la temática ISR y preparar actividades conjuntas.
- Junto con otros inversores y asociaciones de profesionales del sector inmobiliario, han participado en la creación de un referencial de sostenibilidad para esta industria y en Pharma Futures. Un proyecto en el cual los directores de Fondos de pensiones y la industria farmacéutica discuten los desafíos más importantes al que se enfrenta estas compañías.
- ABP es uno de los fundadores de Eumedion, un grupo de inversores institucionales activo en el campo del gobierno de empresas.
- En el área de gobierno corporativo, cabe señalar también su participación en el ICGN y la Asociación Asiática de Gobierno Corporativo.
- En el área del medioambiente, destaca su participación en el CDP y el IIGCC.
- Es miembro del IIRC, socio de Eurosif, del CII y colabora con el World Resources Institute y con la Enhanced Analytics Initiative.
- ABP financia el Centro Europeo de Negociación y Diálogo con las corporaciones (ECCE en sus siglas en inglés) de la Universidad de Maastricht. Este centro realiza la investigación en cuestiones ISR y en como los mercados financieros pueden promover la integración de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.
- Por último, cabe señalar sus apariciones frecuentes en la prensa por dos razones. Por un lado, se relaciona con el hecho de que es el mayor fondo de pensiones de Países Bajos y, por otro lado, en ocasiones buscan un poco de publicidad para reforzar sus acciones de Negociación y diálogo con las empresas o de influencia en los poderes públicos.

IV.3.D. FONDO DEL ARBEJDSMARKEDETS TILLAEGSPENSION - ATP (PLAN DE PENSIONES DE EMPLEO COMPLEMENTARIO DE LOS TRABAJADORES) DE DINAMARCA

El Fondo del Arbejdsmarkedets Tillaegspension³¹ (Plan de pensiones de empleo complementario de los trabajadores de Dinamarca - ATP en sus siglas en danés) se estableció en 1964 como un Fondo de pensiones para financiar un Plan de empleo obligatorio de prestaciones definidas que complementaría el régimen público. En la actualidad, es el mayor Plan de pensiones de Dinamarca y cubre a casi la totalidad de la población.

El Grupo ATP es una entidad independiente que gestiona el régimen y los activos del Fondo ATP. También es responsable de las operaciones de varios planes de pensiones y regímenes de protección social, incluyendo algunos en el Reino Unido.

Los activos gestionados por el Grupo ATP representaban 618.000 millones de coronas danesas a 31 de marzo de 2014. Puesto que el Fondo ATP ocupa la inmensa mayoría de las actividades del Grupo ATP, llamaremos ATP para referirnos al Fondo y al Grupo indistintamente.

IV.3.D.i. Gobierno

ATP está gobernado por un Consejo de representantes, un Consejo supervisor y un Director ejecutivo nominado por el Consejo de supervisión. A su vez, los miembros del Consejo de representantes y del Consejo de supervisión son nombrados por el Ministerio del Trabajo danés bajo la recomendación de los agentes sociales.

El Consejo de representantes lo componen 15 delegados de las empresas patrocinadoras del Plan, 15 representantes de los empleados y un Presidente que puede estar o no afiliado a las organizaciones representadas. Normalmente, se reúnen una vez al año para aprobar el Informe Anual, la política de salarios de los miembros de los Consejos que gobiernan el Plan y gestionar sus riesgos más significativos. También se encargan de estudiar

³¹ Información obtenida a través de su página internet <http://www.atp.dk> y de comunicaciones con sus gestores.

los asuntos presentados por el Consejo de supervisión y elegir el presidente de ATP y los auditores.

El Consejo supervisor lo componen seis representantes de la parte patronal, seis de los trabajadores y el Presidente del Consejo de representantes. Tiene la responsabilidad sobre las operaciones de ATP y se reúne un mínimo de cinco veces al año para determinar el marco de riesgo del Fondo, establecer las políticas a seguir en las actividades del Grupo ATP, tanto en la administración de los Planes de pensiones como en las inversiones de los Fondos que los financian, y tomar las decisiones en asuntos considerados de importancia esencial. Por último, establece las líneas directrices a seguir por el Director Ejecutivo de ATP y la política de comunicación interna y externa.

El Consejo de supervisión ha establecido dos Comités: el Comité ejecutivo y el Comité de auditoría. El primero prepara las decisiones del Consejo de supervisión y, en las áreas donde este último le ha dado potestad, toma decisiones que posteriormente serán aprobadas por el Consejo de supervisión.

Las actividades de ATP relacionadas con las ISR tienen su origen en el Consejo de supervisión, que determina la política a seguir en este campo. Por su parte, existe un Comité dentro de ATP llamado Comité de responsabilidad social, que coordina la implementación de esta política, es decir, transmite las decisiones a través de la organización hacia los gestores de cartera y hacia el equipo ISR que actúa como centro de conocimiento en esta área. El Comité de responsabilidad social está presidido por el Director Ejecutivo de ATP, el Director de inversiones, el Responsable de acciones danesas, los gestores de cartera relevantes y el equipo de ISR, compuesto por tres profesionales. Se reúnen cuatro veces al año para tomar decisiones sobre la necesidad de llevar a cabo un análisis más profundo de compañías individuales sobre las que existe una preocupación particular, recomendaciones para excluir o revocación de una exclusión.

En definitiva, el Director Ejecutivo de ATP es responsable de las operaciones diarias de la organización y de implementar las resoluciones tomadas por el Consejo de Representantes, el Consejo de supervisión y los Subcomités creados por este último.

IV.3.D.ii. Política de Inversión

IV.3.D.ii.a. Política financiera

El objetivo primario del Fondo es pagar el máximo de pensión a los partícipes del Plan que financia. Para ello, deberán producir el mayor rendimiento posible con un riesgo controlado y gestionar el Plan y las inversiones del Fondo que lo financia con un mínimo coste. Ligado a éste, se encuentra el objetivo de mantener un nivel de financiación de la deuda de pensiones acorde a las exigencias de las autoridades danesas de supervisión financiera. Además, el Consejo de supervisión ha establecido un requisito llamado “de reserva de riesgo” que establece que el valor del activo por encima del valor de la deuda deber ser suficiente para asegurar que la probabilidad de que esta diferencia sea negativa en un horizonte de 12 meses sea menor al 0,5%.

El objetivo de rendimiento se establece anualmente en términos absolutos, como la cantidad de rendimiento a generar que permitirá cubrir la deuda indexada a la inflación más el 1% con un riesgo reducido de graves pérdidas. Con el fin de permitir fluctuaciones en los rendimientos de las inversiones, también establecen un objetivo de rendimiento por un periodo de cinco años.

En lo que se refiere al riesgo, el objetivo de la gestión de ATP es controlar, por un lado, el riesgo a largo plazo de que los activos no alcancen a cubrir la deuda (lo que depende de la evolución del valor de los activos y de la evolución de las variables que afectan a la deuda de pensiones) y, por otro lado, controlar el riesgo a corto plazo de que el valor de las inversiones baje a causa de los activos más volátiles, lo que llevaría a un ratio de financiación por debajo del nivel deseado.

Por tanto, su política de inversión está basada en los cuatro principios siguientes:

1. Cobertura del riesgo de fluctuación del tipo de interés con el que se descuenta la deuda.
Diversificación de las inversiones en cinco categorías según el riesgo.
2. Cobertura de la cartera contra pérdidas extremas.
3. Ajuste del riesgo de inversión soportable en función de la situación del ratio de cobertura de la deuda.

IV.3.D.ii.b. Política ISR

La implementación de una política ISR en ATP se produjo en 1997, justificada por su objetivo financiero de conseguir los mejores rendimientos para las pensiones, pues consideran que la responsabilidad social es una condición necesaria para conseguir rendimientos sólidos en el largo plazo y preservar el valor real de las inversiones. A este objetivo se suma el deseo de ATP de que su responsabilidad social beneficie a los empleados y las comunidades afectados por sus inversiones. Finalmente, ATP considera que tener en cuenta consideraciones ISR responde a su labor fiduciaria con respecto a los partícipes del Fondo.

El Consejo de supervisión de ATP determina la política ISR. Sus decisiones se basan en la investigación y análisis llevados a cabo por el equipo ISR del Grupo en colaboración con los gestores de cartera relevantes.

ATP considera que la responsabilidad social consiste en incorporar factores relacionados con el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo (ASG) en su proceso inversor y, bajo el primer Principio de Inversor Responsable de la ONU, ha adquirido el compromiso de incorporar cuestiones ASG en su proceso de inversión.

La última revisión de su política ISR se produjo en 2008. El punto de partida de esta política es la máxima objetividad posible en la toma de decisiones. Para conseguirla, los criterios a utilizar se basan en la legislación nacional y las convenciones internacionales centradas en el medioambiente, los derechos humanos y el gobierno corporativo. La lista de convenciones clave que las empresas deben respetar evoluciona a medida que Dinamarca ratifica nuevas convenciones relevantes para la responsabilidad social.

Existen algunos sectores donde la política ISR de ATP se ha definido de un modo particular. Es el caso del sector del tabaco, las armas, la industria extractiva y los productos químicos agrícolas:

En el caso del **tabaco**, ATP concluye que fumar daña la salud de los fumadores pasivos y activos, puede complicar los tratamiento médicos y, en el peor de los casos, producir la muerte; sin embargo, es legal producir, vender y fumar tabaco. Por tanto, si las compañías de tabaco cumplen con la legislación nacional y las convenciones internacionales ratificadas por Dinamarca, la política ISR no impide en principio invertir en las mismas. Las empresas de tabaco deben observar, como todas las empresas donde ATP invierte, ciertos

estándares en su comportamiento con el medioambiente, los derechos humanos y el gobierno corporativo a los que se les añaden una serie de requerimientos específicos para este sector procedentes de un estudio que ATP ha realizado sobre la legislación y las convenciones internacionales relativas al tabaco.

Armas - Dinamarca es activa militarmente y es miembro de la OTAN. Sin embargo, las inversiones en armas son controvertidas y hay un desacuerdo en el seno de la población sobre si ATP debería invertir en empresas que contribuyen a la producción de armas. La política ISR de ATP no excluye la inversión en estas compañías. No obstante, ATP no puede comprar acciones de empresas que no respetan la legislación nacional, las convenciones internacionales y las sanciones que regulan la producción y distribución de armas. Así, como Dinamarca es signataria de convenciones que prohíben la producción y el uso de minas antipersonas y bombas de racimo, ATP no puede invertir en acciones de empresas que producen este tipo de armas. En el caso de las bombas de racimo, ATP dejó de invertir en empresas que colaboran en su producción desde que el gobierno de Noruega iniciara el proceso que llevaría a la firma de esta Convención, ya que Dinamarca había apoyado activamente este proceso. Por último, la política de ATP no excluye la inversión en empresas que contribuyen a producir armas nucleares si estas respetan el Tratado de no proliferación de armas nucleares.

Industrias extractivas - ATP se muestra consciente de que las inversiones en empresas de petróleo y mineras pueden ser problemáticas y fuente de conflictos, pues en la extracción de recursos naturales existe el riesgo de dañar el medioambiente, la fauna, la flora y el modo de vida de las comunidades locales. Es más, el problema puede complicarse por el hecho de que muchas materias primas se producen en países pobres, en conflicto y con un gobierno débil. Al mismo tiempo, esta actividad económica es necesaria, pues el mundo demanda petróleo para la calefacción y el transporte y materias primas necesarias para la tecnología. Por tanto, ATP no excluye, en principio, las empresas petrolíferas y mineras. Sin embargo, ATP se concentra en invertir en compañías que muestran una voluntad de diálogo y un esfuerzo para promover una cierta responsabilidad en el ejercicio de su actividad. De hecho, ATP exige una mayor responsabilidad social a este tipo de empresas. De manera general, la política ISR de ATP en la industria extractiva requiere que las compañías respeten las normas, reglas y estándares de convenciones y acuerdos internacionales ratificados por

Dinamarca, independientemente de si el país donde la compañía es activa ha ratificado los mismos convenios o no.

Productos químicos en la agricultura - Estos productos son utilizados para combatir malas hierbas, enfermedades y plagas, lo que contribuye a aumentar la producción mundial de alimentos y a mejorar la seguridad del suministro en países donde las condiciones para la producción agrícola son pobres. Sin embargo, un uso incorrecto o una excesiva dosificación pueden afectar el medioambiente y presentar un riesgo para los utilizadores. La política ISR de ATP no excluye empresas que usan, venden o producen este tipo de productos. Sin embargo, ATP pone el acento en la necesidad de que estas empresas actúen de modo responsable, lo que implica que deben dar importancia a las cuestiones medioambientales, de política social o de gobierno de empresas en todas sus actividades, independientemente de su localización. Por último, ATP invierte en bosques en Norteamérica y permite a los gestores de estos bosques utilizar pesticidas aprobados por la agencia estadounidense de protección del medioambiente (USEPA) y por la Forest Stewardship Council (FSC).

IV.3.D.iii. Estrategia de Inversión

IV.3.D.iii.a. Estrategia financiera

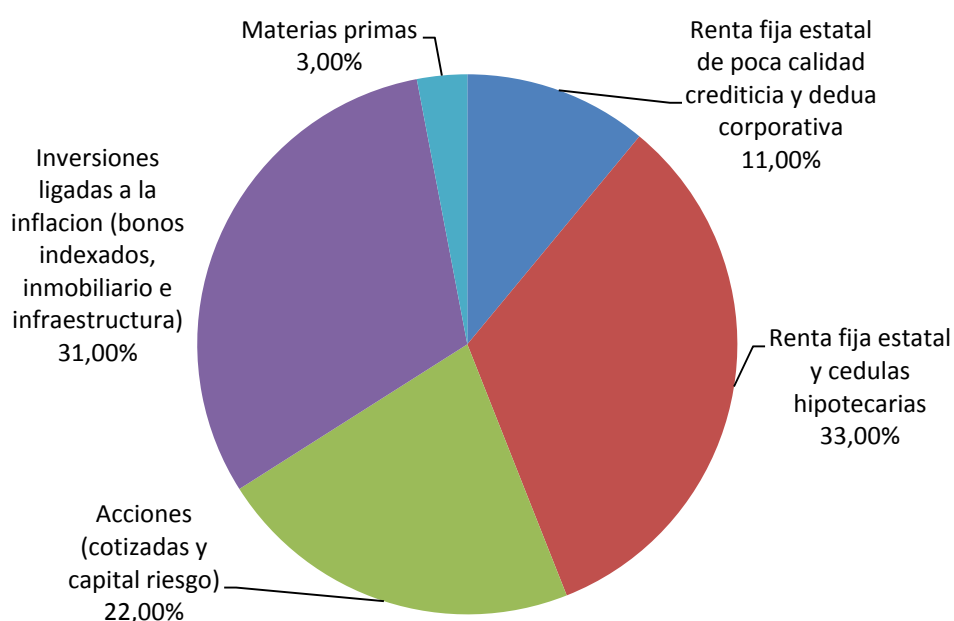
El equipo de inversión de ATP distingue dos tipos de actividades de inversión con estrategias diferentes, íntimamente ligadas y con resultados equilibrados con el propósito de obtener el objetivo general de preservar el poder de compra de las pensiones a largo plazo, sin exponer a los miembros del Plan a riesgos elevados:

1. Actividades de cobertura – con el objetivo de cubrir el riesgo de movimientos en el tipo de interés con el que descuentan el valor de la deuda. El tipo de interés constituye el denominador en el cálculo del valor actual de la deuda con lo que, si los tipos de interés suben, el valor actual de la deuda se reduce. Por el contrario, éste aumentará si los tipos de interés bajan. La cartera de cobertura se constituye también para asegurar que el rendimiento futuro de la cartera será equivalente a los pagos que el Fondo deberá efectuar. Esta cobertura se realiza con *swaps* de tipos de interés y bonos de larga duración.
2. Actividades de inversión – el objetivo es generar un rendimiento suficiente para mantener el poder de compra de las pensiones, al mismo tiempo que cubren las provisiones de financiación de un incremento de la esperanza de vida. Como el

rendimiento de las inversiones puede variar mucho de un año a otro, parte de las ganancias extra de un buen año son guardadas como reserva para años peores.

La estructura de la cartera de inversión a 31 de marzo de 2014 era recogida en la Figura 16.

Figura 16. Fondo del Arbejdsmarkedets Tillaegspension – Cartera a 31/03/2014



Fuente: ATP (2014).

La cartera de inversión está dividida en una parte llamada Beta, que busca obtener el rendimiento del mercado, y una parte Alfa, que intenta superar al mercado a través de la compra-venta activa de títulos. La mayor parte de los fondos están en la cartera Beta, invertida en una gran variedad de categorías de activos, en función de su fuente de riesgo: riesgo de tipo de interés (bonos del gobierno y cedulas hipotecarias), riesgo de crédito (bonos de gobiernos con baja notación crediticia y bonos de empresa), acciones (acciones de empresas cotizadas y capital riesgo), inflación (bonos indexados a la inflación, inmobiliario e infraestructuras) y materias primas. La cartera Alfa busca obtener un rendimiento estable independiente de los movimientos de los mercados financieros limitando las pérdidas potenciales a través de la gestión activa en acciones, renta fija y materias primas. La gestión de esta cartera está organizada por equipos de inversión independientes, cuyas decisiones se basan en los límites de riesgo que les han sido asignados. Por su parte, las decisiones de las dos carteras, Alfa y Beta, también se toman separadamente.

Por último, ATP utiliza estrategias de cobertura de los riesgos extremos con el fin de evitar pérdidas excesivas. Estas estrategias se llevan a cabo a través de un programa de compra de opciones regulado por un marco específico establecido por el Consejo de supervisión.

IV.3.D.iii.b. Estrategia ISR

La estrategia ISR comienza con una selección negativa para no invertir en las empresas:

- que no respetan las legislaciones nacionales de los países de origen o donde operan,
- de países que no respetan los convenios internacionales y embargos ratificados por Dinamarca,
- situadas en países sujetos a un embargo de la ONU o de la UE ratificado por Dinamarca.

Asimismo, no invertirá en bonos de gobiernos sujetos a sanciones por la ONU o la UE.

Las exclusiones suelen estar precedidas de un proceso de Negociación y diálogo.

En cuanto al gobierno corporativo, su estrategia, definida aparte de la estrategia general ISR, está basada en cuatro pilares: ejercicio de los derechos de accionista, composición, remuneración y relación entre el Comité ejecutivo y el Comité de supervisión, distribución de información y relación con otros accionistas. Esto se traduce en la asistencia, por regla general, a las Juntas de accionistas de las compañías danesas donde su participación es significativa y al voto en las Juntas de accionistas de empresas extranjeras cuando lo consideran relevante. ATP votará a favor de las resoluciones que se supone aumentarán el valor presente y futuro de la acción.

El último pilar de su estrategia ISR concierne la mejora de la RSC de ATP como empresa, que se implementa a través de la creación de un edificio corporativo sostenible, la reducción de las emisiones de CO₂ procedentes de los viajes de los empleados, la implantación de medidas anticorrupción y acciones específicas para mejorar las relaciones con los proveedores y la política de recursos humanos (por ejemplo, aumento de la diversidad y el bienestar en el lugar de trabajo).

IV.3.D.iv. Implementación de la estrategia de inversión

En la ejecución de las inversiones de ATP, la estrategia financiera y la ISR se aplican separadamente dando lugar a una cartera que solapa las dos estrategias.

IV.3.D.iv.a. Estructura de la cartera

Vehículo de inversión

Las decisiones sobre el vehículo de inversión están basadas en cuestiones financieras y el componente ISR de la cartera no está ligado a estas disposiciones.

La inversión es, por lo general, directa y utilizan toda clase de instrumentos financieros incluyendo derivados sobre acciones, tipos de interés, inflación, materias primas y divisas. Solamente en las clases de activos más innovadoras y especializadas - capital riesgo, inmobiliario, infraestructura - se invierte a través de fondos de inversión / mandatos donde suelen ser los únicos partícipes o tienen una participación significativa.

La gestión directa se lleva a cabo internamente y sólo la gestión de algunos de sus fondos personalizados es encomendada a gestores externos que son seleccionados a través de un proceso donde se tiene en cuenta la capacidad del gestor para aplicar la política ISR del Fondo en las diversas categorías de activos.

IV.3.D.iv.b. Ejecución

La cartera de ATP se construye, en un primer momento, con criterios financieros, para después aplicarle un filtro basado en las exclusiones impuestas por la política ISR. La aplicación de este filtro en la cartera de acciones comienza con la identificación de empresas sospechosas de no respetar la política ISR. Parte de este proceso lo realiza la sociedad especializada EIRIS, que hace un seguimiento de la mayoría de las empresas donde ATP tiene una participación. Por otro lado, ATP se informa de alegaciones de violación de su política ISR a través de un cierto número de fuentes externas como: Bloomberg, ONG, Organizaciones intergubernamentales, asociaciones e iniciativas ISR como Dansif y el CDP, gobiernos, el Parlamento danés, empresas, medios de comunicación, agencias de prensa y redes internacionales de inversores.

A continuación, se pasa a la búsqueda de información que confirme estas sospechas. Para ello, debe establecerse si la alegación se refiere a violaciones de la legislación nacional o

de convenios y sanciones internacionales ratificados por Dinamarca. Durante esta etapa, ATP investiga si la alegación puede ser confirmada por varias fuentes, estudiar la base factual de las alegaciones y la credibilidad de las fuentes, verificar si la empresa ha dado ya una respuesta pública a las alegaciones y si esta respuesta es adecuada e investigar si la empresa ha introducido políticas o procesos en su gestión para prevenir que la situación se repita. Esta fase a menudo requiere que ATP contacte con la empresa para pedir una clarificación.

La mayoría de los casos son cerrados después de esta etapa de búsqueda de información pues, o bien la alegación es rechazada porque no hay suficiente documentación para que ATP concluya que hay un incumplimiento de la política ISR o bien se demuestra que la empresa ha reaccionado y actuado para reconocer y resolver el problema.

También puede ocurrir que ATP excluya a la empresa porque la alegación es confirmada y la empresa no puede o no quiere resolver el problema o no desea entrar en un diálogo. Asimismo, puede ocurrir que ATP cierre el proceso y excluya a la empresa si su participación es limitada o la empresa representa poco en la cartera desde un punto de vista financiero.

En ocasiones, la alegación refleja una determinada posición de una empresa en una determinada cuestión y no una violación de ley o convención y, por tanto, de la política ISR. En este caso, ATP no excluiría a la empresa, pero sí que puede iniciar un diálogo con ella para discutir la cuestión.

El diálogo lo lleva a cabo ATP personalmente buscando, si es posible, la cooperación con otros inversores con el fin de obtener una mayor influencia. El Comité de responsabilidad social determina el área objetivo sobre la que ATP desea tener una influencia y, durante el diálogo, este Comité continuamente califica si el caso tiene un progreso satisfactorio, lo que supone que la compañía tome conciencia del problema e intente determinar una acción para solucionarlo a la vez que tome medidas para prevenir que el problema se repita.

En cuanto a la publicidad de los procesos, en algunos casos, ATP elige anunciar abiertamente que un diálogo se ha abierto con una empresa. Sin embargo, a veces existe una precondition clara para que el diálogo obtenga resultados satisfactorios y es que debe guardarse una cierta confidencialidad. En este caso, ATP sopesará el deseo general de transparencia frente a la necesidad de llevar a cabo un diálogo confidencial.

Si un caso termina en exclusión, ATP informará a la compañía una vez que las acciones han sido vendidas. Aunque la compañía habrá recibido una notificación escrita de que el Comité está considerando su exclusión antes de que se produzca.

Si una empresa es excluida, ATP liquidará sus posiciones hasta que la decisión de exclusión sea revocada. La liquidación se ejecutará dentro del plazo que ATP considere prudente desde un punto de vista económico y de impacto en el mercado. Puede darse la circunstancia de que una empresa quede excluida sin que ATP posea acciones en ese momento. En este caso, el efecto de la exclusión es que ATP no podrá comprar acciones de esa empresa.

ATP anuncia en su página web y en su Informe Anual las compañías que ha decidido excluir durante el año. Sin embargo, al no mantener un seguimiento sistemático de las compañías en las que no invierte, es incapaz de publicar una lista completa de las compañías excluidas que están todavía en posición de ruptura con su política.

El proceso descrito no sigue necesariamente una única línea sino que, por ejemplo, la obtención de nueva información durante el diálogo puede plantear una (nueva) necesidad de encontrar más hechos probatorios. Asimismo, una investigación de la alegación estudiada puede estar tan bien documentada que el Comité de ISR puede decidir la exclusión sin más prospección de los hechos ni diálogo.

En cuanto a la revocación de las exclusiones, en principio no hay obstáculo a que ATP invierta en una compañía que ha sido previamente excluida a condición de que no haya una nueva brecha de la política ISR o que la brecha por la que se le excluyó continúe. Es el Comité de responsabilidad social de ATP quien decide si debe iniciarse una nueva fase de búsqueda, de información susceptible de provocar una revocación de la exclusión. Esto puede ocurrir, por ejemplo, si un gestor de cartera presenta un requerimiento razonado para permitirle invertir de nuevo en una empresa o bien una compañía excluida provee nueva y suficiente información para iniciar el proceso o si ATP obtiene información que determina que la base de la exclusión ha cambiado.

El proceso de ejecución de las inversiones descrito hasta ahora representa la aplicación de la política ISR en la cartera de acciones. Existen especificidades de la implementación en otras categorías de activos. Así, en 2011, ATP desarrolló un nuevo modelo de ejecución de su política ISR en bonos corporativos que tiene en cuenta la diferente relación que se establece

con la empresa cuando la inversión se realiza adquiriendo bonos. Concretamente, los bonos son excluidos de la cartera sin pasar por la etapa de diálogo, únicamente después de la fase de confirmación de la información relativa al no cumplimiento de la política ISR, si esta información resulta ser correcta.

En lo que respecta a las inversiones en el sector inmobiliario, si son indirectas, es el gestor del fondo el que lleva a cabo el examen de las inversiones desde la perspectiva ISR. En el caso de inversiones en edificios en Dinamarca, se establece un diálogo casi directo con los inquilinos y se verifican las operaciones del edificio. Cuando esto no es posible, ATP utiliza la herramienta creada por el GRESB.

IV.3.D.v. Evaluación y comunicación de resultados

ATP mide y evalúa los resultados financieros de la inversión en cantidades monetarias absolutas. Esta medida del aumento/disminución absoluto de los activos es eventualmente traducida en un aumento porcentual del superávit de su ratio de financiación de la deuda, de acuerdo a su objetivo.

En cuanto a la comunicación de resultados, el Director ejecutivo de ATP debe mantener continuamente informado al Consejo de supervisión de las operaciones. Para ello, le envía informes regulares sobre las inversiones y el riesgo y, además, cada tres meses, el Consejo de supervisión recibe dos informes sobre la administración de la organización. Cada año, ATP publica un informe anual con las cuentas y sus actividades de inversión, que aparece en su página web, junto con informes trimestrales, la política de inversión, su política ISR y la de gobierno corporativo.

Desde el punto de vista de las ISR, ATP informa anualmente de su rendimiento y progreso en el cumplimiento de los PRI de la ONU. El informe es publicado en Internet, donde también se exponen las iniciativas ISR en las que participan. ATP también publicó informes sobre el cambio climático en 2008 y 2009 y, desde 2010, publica un informe de responsabilidad social, donde describe en profundidad sus esfuerzos para mejorar su RSC de grupo, así como el comportamiento ISR de sus inversiones. ATP anuncia en su informe anual y en su página web las empresas que ha decidido excluir durante el año. Por último, el Comité ISR decide a menudo anunciar el comienzo del diálogo con una determinada compañía, pero dependerá del interés de guardar la confidencialidad por razones relacionadas con el valor de la inversión y el deseo de ATP de proporcionar una transparencia lo más elevada posible.

ATP también realiza labores de comunicación con los miembros del Plan, los empleadores, los representantes sociales, el Gobierno y las compañías donde invierte a través de resúmenes anuales sobre el estado de las pensiones, reuniones anuales y sus publicaciones de Internet.

Finalmente, una vez al mes, ATP publica la revista electrónica Faktum con artículos redactados por ATP sobre finanzas, análisis relacionados con la población de Dinamarca y las pensiones.

IV.3.D.vi. Actividades en torno a las ISR

Hemos visto que el diálogo es central en las actividades ISR de ATP. Diálogo que utilizan también como fuente de información o de potencial influencia. Así, ATP mantiene un diálogo con las empresas para aumentar la responsabilidad social de las mismas, pero también con otros inversores o agentes con impacto en sus actividades. Algunos de estos diálogos se llevan a cabo en redes de diálogo formales, como el Danish Social Investment Forum – Foro danés de la inversión social (desde 2008) al que contribuyeron en su fundación, o el Network for Good Business Ethics and Non-financial Reporting (Red para la promoción de la ética empresarial y la información extra-financiera) desde 2004. En 2011 se unieron al Pacto Mundial de la ONU.

En 2006, ATP se unió a los PRI, principios que todavía respetan aunque en 2013 decidieran dejar la organización al considerar que desde la reforma de sus estatutos de 2010, los derechos de los miembros no eran respetados y la transparencia de sus actividades muy limitada.

A nivel sectorial, ATP ha estado implicado en un grupo de inversores internacionales para la redacción de los principios de inversión responsable en la agricultura y su filial de inversiones inmobiliarias se unió a la iniciativa para crear una referencia de sostenibilidad global en el sector inmobiliario a nivel global.

IV.3.E. PENSIOENFONDS ZORG EN WELZIJN - PFZW (FONDO DE PENSIONES DE LOS TRABAJADORES SOCIALES) DE LOS PAISES BAJOS

El Pensioenfonds Zorg en Welzijn ³² (Fondo de pensiones de los trabajadores sociales, PFZW en sus siglas en neerlandés) constituye el Fondo de pensiones financiador del Plan de empleo obligatorio para los trabajadores sociales de los Países Bajos.

Antes del 1 de enero de 2008, el PFZW se denominaba PGGM y, siguiendo una reestructuración, se decidió que la administración del Plan, la definición de la política del Fondo y su gestión estuvieran separadas en entidades legales distintas: PGGM Operations B.V. para la administración del Plan de pensiones, PFZW para la definición de la política del Fondo y PGGM Vermogensbeheer B.V para la gestión. Brevemente, una vez que PFZW determina su política y estrategia de inversión la implementación corre a cargo de PGGM Vermogensbeheer B.V. (que llamaremos PGGM), que se constituye en organismo gestor.

PGGM gestiona otros fondos de pensiones en Países Bajos con un total de 167.000 millones de euros de activos en gestión a 31 de marzo de 2012. PFZW, que es el mayor, poseía, a esa fecha, 116.200 millones de euros.

IV.3.E.i. Gobierno

El Plan de pensiones y la estrategia del Fondo que lo financia, incluyendo la estrategia de comunicación, son determinados por el Consejo de gobernadores de PFZW, formado por seis representantes de las organizaciones patronales, seis de las organizaciones de empleados y un Director independiente.

El Consejo de pensiones lo componen los partícipes y patrocinadores del Plan y sirve de apoyo al Consejo de gobernadores en su toma de decisiones debiendo, en ocasiones, aprobar algunas. Al mismo tiempo, aprueba el informe anual y da su opinión sobre la política del Plan y las actividades del Consejo de gobernadores pudiendo incluso, en ocasiones, disolverlo.

³² Información obtenida a través de las páginas internet de PFZW - www.pfzw.nl - y PGGM - www.pggm.nl - y de comunicaciones con sus gestores.

Por otro lado, el Consejo de gobernadores se apoya en la Oficina ejecutiva, responsable de las operaciones y recibe el soporte de un actuario externo, de los auditores y de los consejeros que forman los Comités de auditoría y de inversión. Este último formula proposiciones de política del Fondo y supervisa la implementación de la estrategia de inversión por PGGM.

El Comité de supervisión interna lo componen tres expertos independientes y se ocupa de controlar la labor del Consejo de gobernadores.

Por último, el Comité de apelaciones resuelve las disputas que conciernen a las decisiones tomadas por el Consejo de gobernadores.

En cuanto a PGGM, un Comité ejecutivo de seis miembros y un grupo de 22 expertos especializados en distintas áreas de inversión gestionan la implementación de las decisiones tomadas por PFZW.

Dentro de PGGM y relacionado con las ISR, se encuentra el Consejo asesor de inversiones responsables, establecido con el fin de dar a PGGM y a sus clientes una opinión independiente en los asuntos relacionados con las ISR. Por ejemplo, aconseja sobre cambios o actualizaciones de las políticas ISR y su implementación. Los miembros de este Consejo tienen una experiencia relevante en el campo de los derechos humanos, armamento, cambio climático, inversión responsable y todos los aspectos financieros relacionados. Se reúnen varias veces al año y su opinión juega un papel muy importante en los casos de Exclusión.

PGGM tiene también un departamento especializado en inversiones responsables, que se ocupa exclusivamente de esta área. Sus funciones incluyen el prestar consejo sobre ajustes en las políticas ISR de sus clientes, el ejercicio del Voto y la Negociación y diálogo con las empresas. Este departamento sirve también de centro de conocimiento para PGGM y organiza la comunicación interna y externa sobre los temas ISR. El equipo también sirve de apoyo en el proceso de integración de los factores ASG en las decisiones de inversión, aunque la responsabilidad de esta integración recaerá sobre los diferentes departamentos de inversión dentro de la entidad.

IV.3.E.ii. Política de Inversión

IV.3.E.ii.a. Política financiera

La política financiera se determina a partir de un estudio activo – pasivo que tiene en cuenta la deuda futura de pensiones, el régimen de contribuciones (para la financiación del Fondo) y la política de indexación de las pensiones, lo que permite la coordinación de las políticas de inversión, de financiación y de prestaciones.

A partir de este estudio, se establece un rendimiento mínimo a obtener, así como el riesgo máximo permitido para conseguir una ratio estable de cobertura de la deuda de pensiones. Si la ratio de cobertura bajara, deberían ser puestas en práctica medidas del tipo de reducción de las prestaciones o aumento de las contribuciones, lo que se intenta evitar. Junto con este objetivo de rendimiento se establece también el de diseñar una política de inversión innovadora y el de reducir los costes al mínimo.

IV.3.E.ii.b. Política ISR

PFZW asume que los beneficiarios de las pensiones (actuales y futuras) son trabajadores sociales para los que es importante el modo de invertir sus contribuciones para las pensiones desde un punto de vista de la sociedad y el medioambiente. Además, Países Bajos, país de nacionalidad de los beneficiarios, ha tenido tradicionalmente un gran interés en contribuir a la mejora de la sociedad y el medioambiente.

PFZW opina que los buenos resultados financieros y las ISR son perfectamente compatibles. Sin embargo, los factores ASG pueden tener un impacto negativo sobre las cuestiones financieras y viceversa. Es por ello que PGGM, que se encargará de implementar la política ISR de PFZW, medirá la responsabilidad social frente a la responsabilidad financiera relativa a la generación de rendimiento para el Fondo y, si fuera necesario, consultará con PFZW. PGGM también investigará si las decisiones de inversión provocan un daño en la reputación y su consistencia con la identidad de la organización y sus clientes.

La política ISR de PFZW se ha concentrado en las áreas relativas a las armas, derechos humanos, cambio climático, salud y gobierno corporativo. Durante su elaboración y posteriores modificaciones fueron consultadas las principales partes implicadas con el PFZW. A saber: sindicatos, patronales y pensionistas. En 2008, abrieron el diálogo a las ONG y a los

partidos políticos. Como resultado de este proceso, la política ISR del PFZW está basada en cuatro pilares:

1. Toma de decisiones de inversión responsables: las cuales producirán buenos resultados tanto financieros como sociales.
2. Promoción del comportamiento socialmente responsable a través del diálogo y la negociación con las empresas: con el objetivo de inducirles a que asuman una responsabilidad con la población y el planeta.
3. Exclusiones de empresas y deuda pública: esta política comenzó en 1985 y, desde entonces, se han producido ajustes en sus fronteras éticas. En 2007, comienzan las exclusiones relacionadas con las armas controvertidas: armas nucleares, bombas de racimo y minas antipersona. También son excluidas las empresas que violan los derechos humanos, si no mejoran su comportamiento o no están abiertas al diálogo, y aquellas que hacen negocios con países boicoteados por la ONU o la UE. Asimismo, desde 2008, se excluyen bonos de ciertos Estados.
4. Inversión en proyectos socialmente responsables y con un claro valor social.

IV.3.E.iii. Estrategia de Inversión

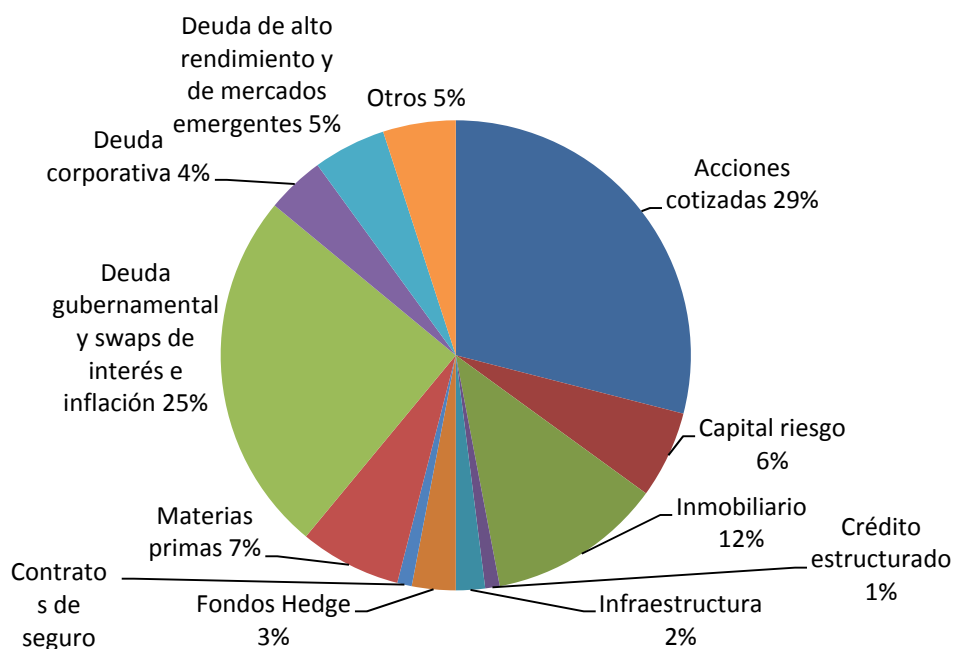
IV.3.E.iii.a. Estrategia financiera

La estrategia financiera establece una cartera de inversiones capaz de generar el rendimiento y el riesgo objetivo de la política financiera determinado a partir del estudio activo-pasivo. Para ello, el Fondo aplica un principio general de diversificación entre categorías de activos diferentes. Además, dentro de cada categoría, PGGM determina qué estrategia corresponde mejor a la política del Fondo. Por ejemplo, en materias primas, puede ponerse más peso en las energéticas y menos en las agrícolas o, si se invierte en acciones, puede decidir invertir en acciones pero a través de una estrategia de inversión alternativa. Por último, el estudio activo – pasivo indica el nivel de cobertura del riesgo de tipo de interés, de inflación y de divisa.

También tienen en cuenta la valoración y condiciones del mercado, con lo que existe una parte de gestión activa. Asimismo, en el caso de condiciones de mercado extremas, el Fondo y su organismo gestor pueden estudiar ajustes en la política y la estrategia de inversión.

A 31 de marzo de 2012, la composición estratégica del PFZW era la que se refleja en la Figura 17.

Figura 17. Pensioenfonds Zorgiwelzijn PFZW – Cartera a 31/03/2012



Fuente: PFZW (2012).

PGGM se encarga de investigar cómo los factores ASG pueden integrarse en las decisiones (financieras) relativas a la composición de la cartera. Esta integración difiere entre categorías de activos y estilos de gestión. Los resultados de sus estudios son comunicados entonces a PFZW que los integra en la elaboración de su estrategia de inversión.

IV.3.E.iii.b. Estrategia ISR

PGGM, el organismo gestor del Fondo, diseña y ejecuta las estrategias ISR que responden a los objetivos fijados desde el punto de vista de la política por PFZW. Consisten en: la Integración de factores ASG en las decisiones de inversión, las inversiones con Impacto ASG, el Voto, la Negociación y diálogo con las empresas y las Exclusiones.

A través de la Integración de factores ASG, tienen en cuenta la influencia de los factores ASG en el rendimiento de la inversión y, al mismo tiempo, se aseguran de que las oportunidades ofrecidas por las cuestiones ASG son aprovechadas. Existen diferencias en el

grado de aplicación según la clase de activo o el estilo de gestión pues, en su opinión, no todas las categorías de activos o estilos de gestión permiten la integración de estos factores (las especificaciones por sectores se examinan en el apartado de ejecución de la inversión).

Inversiones con Impacto ASG. Estas inversiones contribuyen a la rentabilidad pero, sobre todo, aportan un valor añadido a la sociedad en términos de reducción de los problemas sociales o medioambientales. Por ejemplo, inversiones en tecnologías limpias y energías renovables y aquellas que contribuyen a la lucha contra la pobreza.

Las inversiones de este tipo se evalúan a partir del impacto que pueden generar en las áreas de empleo, desarrollo local, sanidad y seguridad, consumo de materiales, impacto en los ecosistemas y emisiones de gases nocivos y generación de residuos.

Otros ejemplos de inversiones con Impacto ASG son las que se realizan en la llamada “cartera responsable de acciones” (cartera compuesta por un reducido número de títulos con el objetivo de que las empresas que la componen mejoren su perfil de RSC), las inversiones en micro finanzas (destinadas a la lucha contra la pobreza), las inversiones de capital riesgo en proyectos de tecnologías limpias, las inversiones en infraestructura en energías renovables, las inversiones en *carbon credits* (créditos del mercado de CO₂), las inversiones en bosques y las inversiones o asociaciones estratégicas con empresas de análisis ISR y bancos especializados en las ISR.

Política de Voto. PGGM tiene como objetivo votar en todas las Juntas de todas las empresas en cartera, concentrándose particularmente en aquellas resoluciones de las áreas de medioambiente y política social, a la vez que utilizan el voto como forma de contribuir al buen gobierno corporativo.

Su política general de accionista de empresas cotizadas forma la base de la formulación de sus votos. PGGM tiene además una serie de directrices de voto más específicas que actualizan cada año sobre los puntos que pueden ser eventualmente tratados en las Juntas.

En la política de Voto particular de PFZW, se establece una lista de Voto Prioritario, compuesta por valores estratégicos para el Fondo: empresas neerlandesas o con una clara implantación u origen neerlandés, empresas que forman parte de su cartera inmobiliaria gestionada internamente, empresas donde el Fondo ha iniciado un diálogo, empresas de la

cartera responsable de acciones y empresas donde tienen una participación significativa. En 2013, la lista de Voto Prioritario estaba compuesta por 73 empresas cotizadas.

Negociación y diálogo con las empresas, legisladores y Bolsas de valores: esta actividad gira en torno a cinco grandes temas: gobierno corporativo, derechos humanos, cambio climático, agua y sanidad. Cuando el dialogo se establece con las empresas, suelen combinar los cinco temas a los que añaden otros relevantes para la empresa o el sector en el que opera.

A veces, los procesos de negociación los llevan a cabo bien solos, o bien con otros inversores, y, en ocasiones, interviene el especialista en esta actividad F&C. El área geográfica de acción es internacional, con un gran número de acciones en países asiáticos. Los sectores de acción más comunes son el sector minero, de petróleo y de gas.

Exclusiones. La estrategia de exclusión se concentra en las armas controvertidas, en los derechos humanos y laborales y en la seguridad medioambiental. Además, su política de negociación con empresas permite las exclusiones como resultado de una negociación infructuosa.

Están excluidas las empresas con una implicación substancial en la producción o comercio de armas cuyo uso lleva a violaciones en los derechos humanos. Una implicación substancial significa que la empresa produce o comercia productos finales o componentes esenciales para la producción de este tipo de armas.

Para la investigación sobre el respeto de los derechos humanos, las referencias de PGGM son la Declaración Universal de Derechos Humanos de la ONU y los derechos de los trabajadores de la OIT. Si la empresa opera en un país o región donde se producen violaciones de estos derechos, será evaluada en función de si posee una política explícita sobre la protección de los mismos. Cuando se observa una violación, intentan en un primer momento remediar la situación a través de un diálogo. Si éste no diera resultados positivos, es decir, no se observa una mejora o posibilidades de progreso, la empresa será excluida.

Las exclusiones por derechos humanos también se aplican a los Estados, a través de las posiciones en bonos. La estrategia de exclusión posee un apartado específico para esta clase de activo, ya que la inversión en bonos conlleva una relación distinta con la empresa que en el caso de la inversión en acciones. Al mismo tiempo, los Estados son soberanos, con lo

que PGGM considera que las discusiones sobre temas éticos deben enmarcarse en el contexto de las relaciones diplomáticas entre Estados. PGGM sigue las condenas universalmente reconocidos de ciertos Estados, como las sanciones del Consejo de Seguridad de la ONU y las llamadas al boicot de la OIT y de la Unión Europea, ya que estas organizaciones tienen la autoridad de emitir juicios públicos sobre Estados soberanos. En ciertos casos, PGGM puede actuar siguiendo su propio juicio de valor sobre la situación si, por motivos políticos, el Consejo de seguridad de la ONU no impusiera sanciones. Adicionalmente, PGGM puede decidir, junto con la opinión y consulta de PFZW, excluir otros bonos si los Estados emisores están violando alguno de los principios de la política de exclusiones, sin posibilidad de mejora de conducta.

La lista de exclusiones se elabora dos veces al año y se aplica a toda la cartera.

IV.3.E.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.3.E.iv.a. Estructura de la cartera

La estrategia de inversión la llevan a cabo a través de mandatos de gestión, fondos de inversión colectiva y fondos de fondos.

En cuanto a la selección de la gestora, merece la pena señalar que PGGM evalúa todos los intermediarios con los que trabaja desde el punto de vista de la responsabilidad social. Concretamente, estudia el papel que juegan los factores medioambientales, de política social y de gobierno corporativo en los servicios de investigación o cualquier otro que los intermediarios financieros puedan ofrecer. También estudian cómo los propietarios finales de los intermediarios financieros con los que trabajan, normalmente grandes bancos internacionales, muestran su responsabilidad hacia sus accionistas, clientes, proveedores y la sociedad en general. A partir de la evaluación de estos factores, se conduce un diálogo con las instituciones financieras con las que trabajan.

IV.3.E.iv.b. Ejecución

La ejecución de la inversión se describe a continuación separada por estrategias. De este modo, comenzamos con la Integración, seguido de las inversiones con Impacto ASG, Voto, Negociación y diálogo y terminaremos con el modo de implementar las Exclusiones.

La Integración de los factores ASG es un proceso que, de modo general, conlleva tres pasos:

1. Inventario - se establece un marco de factores ASG para cada categoría de inversión a través de la determinación de cómo influyen en la rentabilidad financiera.
2. Implementación - se determina cómo los factores ASG que afectan a las inversiones serán tenidos en cuenta en el proceso de inversión.
3. Internalización - los factores ASG formarán parte del proceso de inversión y serán revisados y ajustados regularmente.

La aplicación de las distintas fases de este proceso varía en función de la categoría de activo:

- En el sector inmobiliario cotizado, los requisitos impuestos a las empresas tienen en cuenta las diferencias geográficas. Es por ello que los gestores de PGGM comunican a menudo con las empresas para poder adquirir conocimientos sobre las diferencias regionales y tenerlos en cuenta.
- En las inversiones inmobiliarias directas, desde 2010, PGGM requiere una información periódica sobre una serie de indicadores de sostenibilidad como consumo de agua y electricidad.
- En infraestructura, el equipo de inversión tiene en cuenta los riesgos y oportunidades de los factores ASG en sus inversiones. Por ejemplo, la implicación de la población local en el proyecto, las posibles consecuencias de las emisiones de CO₂ y de las regulaciones. Cuando es necesario, los especialistas ISR se implican en las decisiones de inversión para lanzar algunas cuestiones ISR.
- En las inversiones en activos reales, compuestas principalmente por inversiones en explotaciones forestales y agrícolas, los factores ASG que se examinan son la protección de la biodiversidad, la mejora de la calidad de las tareas agrícolas y los esfuerzos por conseguir buenas relaciones con las comunidades donde se implantan los proyectos. En cuanto al proceso, la fase de inventario supuso la elaboración en 2010 de un cuestionario ASG que envió a los gestores externos con el objetivo de obtener una base de medida de factores ASG para cada inversión de este tipo.
- En crédito estructurado, se examina la política ASG del banco.

- En fondos *hedge*, PGGM puede controlar los riesgos operacionales y de gobierno asociados a la gestión de este tipo de fondos y aplicar su política de Exclusiones y de Voto gracias a una plataforma de gestión que les permite obtener la transparencia en las operaciones y composición de la cartera. Por otro lado, PGGM realizó en 2011 un estudio sobre qué estrategias de fondos *hedge* pueden incorporar factores ASG.
- En el caso de las inversiones realizadas por el equipo de capital riesgo interno, los factores ASG son incorporados en las decisiones de inversión. Por otro lado, PGGM ha iniciado discusiones con grupos externos de capital riesgo para que mejoren su política ASG. PGGM tiene en cuenta estas experiencias para desarrollar una política específica de inversiones responsables en capital riesgo.
- Deuda de mercados emergentes. Debido a que los factores ASG son importantes en la medida del riesgo, las decisiones de inversión se basan en la política de RSC de la empresa. Por ejemplo, la adhesión a los principios de Ecuador y el cumplimiento de la regulación local.
- En otras categorías de activos, como los productos de seguro, materias primas y estrategias cuantitativas, se determinó, durante la fase de inventario, que la Integración de factores ASG en el análisis financiero de estas inversiones no era posible por el momento.

Las inversiones con Impacto ASG contribuyen a la rentabilidad a la vez que aportan un valor añadido a la sociedad. Por ejemplo, inversiones en tecnologías limpias y energías renovables y aquellas que contribuyen a la lucha contra la pobreza. Los diferentes equipos de gestión son responsables de su selección con el apoyo del equipo ISR. Este tipo de inversiones se hacen en mandatos de gestión o fondos aparte dentro de cada categoría de activo.

Dentro de los mandatos específicos de inversiones con objetivos ASG, está la llamada “cartera responsable de acciones”. Una cartera invertida en un pequeño número de compañías de varios sectores económicos situadas en Europa y Norte América con el fin de generar un rendimiento considerado como responsable. Para ello, realiza un análisis intensivo de las compañías a través de un cuestionario creado por ellos mismos que comprende 85 factores que cubren cuatro categorías: gestión, gobierno, medioambiente y política social. Este análisis permite una cierta flexibilidad dependiendo de los sectores y/o países donde están ubicadas las empresas. El cuestionario pretende responder hasta qué punto la RSC está integrada en las

actividades principales de las compañías y cuáles de sus características o actividades merece la pena examinar más profundamente por representar un daño a la reputación de PGGM. Los resultados individuales son comparados con los de los principales competidores para crear un marco de referencia y de evaluación. A partir de estos análisis, se crea una cartera a largo plazo sostenible de empresas con las que el equipo de inversión mantiene un diálogo continuo para mejorar su perfil de sostenibilidad.

En cuanto a las inversiones dedicadas a la lucha contra la pobreza, PGGM decidió, en 2011, debido a los problemas sufridos por el sector, reducir su cartera y enfocar este tipo de inversión más del lado de sus inversiones existentes en capital riesgo en micro-finanzas.

Como ejemplo de inversiones en tecnologías limpias y energías renovables, podemos citar el mandato de PGGM a la compañía AlpInvest para invertir a nivel mundial en tecnologías limpias a través de inversiones de capital riesgo, tanto en tecnologías nuevas como ya probadas. El mandato se ejecutó a través de la inversión en 12 fondos especializados en América, Europa y Asia. También invierten en el fondo de la Corporación Financiera Internacional African, Latin American and Caribbean Fund. Con este fondo se crean oportunidades para la gente pobre de países en desarrollo de África, Latinoamérica y el Caribe a través del desarrollo de proyectos en el sector privado.

Dentro de la categoría de infraestructura, las inversiones con objetivos ASG se componen de tres fondos de inversión invertidos exclusivamente en proyectos energéticos principalmente en Europa y, al mismo tiempo, investigan y analizan proyectos en energías renovables o sostenibles con el fin de hacer inversiones directas.

Las inversiones con objetivo ASG, dentro la cartera de inversiones reales, se realizan en un fondo especializado en el mercado de CO₂ y en dos fondos que invierten en explotaciones forestales.

Por último, dentro de las inversiones con Impacto ASG, se engloban ciertas asociaciones o inversiones estratégicas como la realizada en el banco especializado en las ISR Tríodos Bank, su inversión como copropietario en Sustainalytics, un proveedor de información y análisis ISR, y la inversión en Albright Capital Management, que hacen inversiones en mercados emergentes basándose en factores ASG a la vez que busca la mejora de las normas locales.

En el ejercicio del derecho a Voto, el gestor PGGM se forma primero su propio juicio sobre las resoluciones de las empresas de la Lista de Voto Prioritario PFZW. Para ello, reciben todos los puntos a tratar en las Juntas de accionistas relacionados con la política medioambiental, social o el gobierno corporativo y estudian cuidadosamente el posible impacto de estos factores en la creación de valor en el largo plazo y en la evolución de la actividad de la empresa. A continuación, el voto se ejecuta asistiendo a las juntas de accionistas, o siendo representados por otro inversor institucional o votando por *proxy*, lo que ocurre para la mayoría de las empresas fuera de Países Bajos. En las Juntas de empresas neerlandesas normalmente hay un representante de PGGM y lo mismo para las empresas extranjeras con las que tienen entablado un proceso de Negociación y diálogo.

Para el resto de las empresas (no incluidas en la lista de Voto Prioritario), los votos son normalmente realizados por un proveedor externo de este tipo de servicios que vota en nombre de PGGM y siguiendo la política general de Voto de PGGM.

Es importante considerar que, en promedio, los Fondos gestionados por PGGM representan el 0,19% de las acciones de las empresas, con lo que no pueden contar demasiado con la influencia que pueden ejercer en las Juntas de accionistas o en los procesos de Negociación y diálogo. Es por ello que cooperan con otros inversores institucionales para conseguir una mayor influencia y mejores resultados.

PGGM, en principio, no vota (salvo en aquellas empresas que forman parte de la lista de Voto Prioritario de PFZW) en aquellos mercados en los que el ejercicio del derecho al voto bloquea los movimientos de la acción, ya que esto puede tener efectos sobre el resultado de la inversión.

Por otro lado, PGGM se adhiere a las prácticas de la ICGN encaminadas a prevenir los abusos de los derechos de voto adquiridos a través del préstamo de títulos. Al mismo tiempo, no prestan acciones de las empresas de la lista de Voto Prioritario durante los periodos de las juntas de accionistas y se reservan el derecho de reclamar la anulación del préstamo por razones que ellos consideren oportunas.

Dentro de su política de activismo accionarial en empresas cotizadas, está la política de Litigios del accionista, llevada a cabo por PGGM en nombre de PFZW (y de sus otros clientes). Los procedimientos legales se inician únicamente cuando existe una razón claramente demostrada. Por ejemplo, en los casos de fraude y / o débil gobierno corporativo.

Los objetivos de esta política son obtener indemnizaciones, crear valor en el largo plazo, conseguir un buen gobierno corporativo y una buena conducta por parte de las empresas. La política de litigios en EE. UU., que ocupa la mayor parte de este tipo de acciones, se gestiona separadamente dadas las posibilidades que hay en este país de reclamar daños y/o conseguir mejoras en el gobierno corporativo por medio de las llamadas *class actions*.

La estrategia de Negociación y diálogo forma parte de la política de activismo accionarial en empresas cotizadas y PGGM la lleva a cabo de tres modos: con las empresas, donde la discusión se centra en temas específicos como, por ejemplo, su política de respeto a los derechos humanos. El segundo método es lo que llaman Negociación y diálogo con los reguladores, donde usan la cooperación con las redes de inversores como PRI, la AGECAM o Eumedion, para introducir mejoras en las áreas de políticas públicas relacionadas con el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo. Por último, está la Negociación y diálogo para conseguir sistemas financieros más eficientes y, para ello, participan en debates con grupos de compañías de un determinado sector sobre ciertas acciones como, por ejemplo, la adopción voluntaria de un estándar. También colaboran con otros inversores para aumentar la transparencia y mejorar las prácticas de gestión en el sector bancario.

Para realizar la Negociación y diálogo, PGGM realiza un extenso análisis de todas las empresas de la cartera, usando fuentes externas de información, como brókeres, otros inversores, juntas de accionistas y su propia investigación, y establecen una Lista de negociación prioritaria. Posteriormente, PGGM establece un plan de negociación con la empresa en el que se describen los objetivos perseguidos, los resultados esperados de la negociación y si se debe buscar una cooperación con otros inversores para implementar el plan. Dado su relativamente pequeño tamaño como accionista, PGGM intenta realizar su política de Negociación y diálogo con las empresas, bien en cooperación con otros inversores o bien emprendiendo estrategias a largo plazo.

Aparte de las actividades de Negociación y diálogo llevadas a cabo por la propia PGGM, el gestor británico F&C lleva a cabo una política de diálogo y negociación en su nombre y en base a una serie de temas más extensa que la del propio PGGM: gobierno de empresa, ética empresarial, información, gestión medioambiental, ecosistemas, cambio climático, derechos humanos, salud y derechos de los trabajadores. F&C emite informes trimestrales de los progresos realizados.

Una aplicación conjunta de las estrategias de Negociación y diálogo y de Exclusión lo constituye la creación en 2012 de su índice ASG. Este índice incluye el 90% de las mejores empresas de cada sector desde el punto de vista de la responsabilidad social. Las empresas que forman parte del 10% restante son excluidas o se inicia un proceso de Negociación y diálogo con ellas para mejorar su RSC. Este proceso les permitirá tener en cuenta los factores ISR, incluso en las carteras gestionadas de forma pasiva.

Por último, la estrategia relativa a las Exclusiones comienza con la publicación de una lista de compañías y deuda de países a excluir. Esta lista es distribuida a todos los equipos de inversión y operadores externos y, a partir del momento de la distribución, la inversión en estos títulos no está permitida.

IV.3.E.v. Evaluación y comunicación de resultados

PGGM tiene como objetivo medir minuciosamente la contribución de los factores ASG a los resultados financieros, así como la contribución al desarrollo sostenible de sus inversiones para clarificar el efecto de la estrategia ISR. También pretende medir la evolución / mejora de esta contribución gracias a las actividades del PGGM, incluidas la Negociación y diálogo.

Por ejemplo, con el GRESB, que mide el comportamiento en términos de sostenibilidad de varios fondos inmobiliarios, pueden examinar cómo y hasta qué punto la cartera inmobiliaria contribuye al desarrollo sostenible.

Por otro lado, en colaboración con el Erasmus Centre for Strategic Philanthropy (ECSP) de la Universidad de Erasmus de Rotterdam, PGGM ha desarrollado un marco de medida para captar el rendimiento social de las inversiones cuyo objetivo prioritario está ligado a factores ISR. También trabajan con los gestores de fondos para medir el impacto de los factores ASG en las inversiones.

En cuanto a la publicación de resultados, PGGM informa continuamente de sus actividades a través de la publicación de exhaustivos informes sobre sus actividades en el campo de las ISR. Además, cada año da a sus clientes un detalle de las inversiones y de los gestores u otros socios financieros con los que trabaja.

PFZW, por su parte, publica anualmente información sobre las inversiones mostrando la posición del Fondo a final de año y la composición detallada de sus gestores externos con la

clase de activo que gestionan, el valor de la inversión y el año de creación del mandato, los subyacentes de los fondos de fondos, la lista de acciones y bonos cotizadas (con el correspondiente valor de la inversión) y las inversiones en empresas no cotizadas. Existen algunas excepciones a esta política de transparencia total en sus inversiones: son los casos en los que la publicación de información de resultados pudiera dañar el rendimiento financiero. Por ejemplo, en el caso de los productos derivados utilizados para la cobertura divisa, en posiciones cortas en acciones, si la publicación pudiera dañar al gestor y a PGGM o si los contratos con las contrapartidas no lo permitieran, bien porque el gestor no quiere, o bien porque la inversión está hecha con otros inversores y son ellos los que no quieren. En ocasiones, para seguir dando la información sin dañar a las partes implicadas o los rendimientos, dan una aproximación.

IV.3.E.vi. Actividades en torno a las ISR

PGGM participa a menudo en conferencias, debates y foros relacionados con las ISR y buscan el diálogo con las empresas a través de la cooperación con otras partes interesadas en las ISR. Son extremadamente activos y transparentes en términos de alianzas y asociaciones. Lo hacen, no sólo para activar y promover las ISR, sino también para ganar conocimientos en el área.

En 2006, colaboraron en la creación de los PRI de la ONU. El Consejo del PRI está compuesto por representantes de algunos de sus miembros (signatarios), entre los que estaba Else Bos, el Director Ejecutivo de PGGM, que actúa en nombre de PFZW. Siguiendo con el marco de los PRI, en enero de 2011 se lanzaron los principios del inversor en finanzas inclusivas (micro finanzas): siete principios que establecen que los inversores institucionales socialmente responsables que participen o gestionen fondos de micro finanzas deben centrar esta actividad en los intereses a largo plazo del inversor final y en el desarrollo del sector. PGGM fue uno de los fundadores y, actualmente, participa en el grupo del PRI de desarrollo de estos principios. También en 2011 y en el marco de las PRI, PGGM participó, junto con otros inversores institucionales, en la creación de los principios por una inversión responsable en agricultura y en infraestructura.

Cabe destacar su participación en el grupo de trabajo de la Enhanced Disclosure Task Force, una iniciativa mundial de los usuarios de la información que producen los bancos con

el fin de promover una mayor información sobre los riesgos, la cultura de empresa y su modelo de negocio.

En cuanto a asociaciones, la siguiente lista muestra de manera no exhaustiva aquellas en las que PGGM participa:

- ACGA.
- CDP.
- ACSI.
- CII.
- APREA. PGGM está representado en el Comité que crea el índice y juega un papel importante en las iniciativas relativas a la inversión responsable.
- Eumedion. Eumedion es, desde enero de 2006, el sucesor de Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP) en el que PGGM fue cofundador y actualmente participa en todos los Comités.
- EPRA. PGGM es miembro desde 2000 y está representado en el consejo, en el Comité de contabilidad y comunicación de resultados y en el de sostenibilidad.
- ILPA.
- IGCC.
- ICGN.
- ISA.

IV.3.F. FONDO DEL CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM - CalPERS (PLAN DE PENSIONES DE LOS FUNCIONARIOS DEL ESTADO DE CALIFORNIA)

El California Public Employees' Retirement System³³ (Plan de pensiones de los funcionarios del estado de California, CalPERS en sus siglas en inglés) está gestionado por una agencia del gobierno de California dedicada en exclusiva a los Planes de pensiones y el seguro médico de los funcionarios de este estado norteamericano.

Los activos de los Fondos adscritos a los diversos Planes eran 301.800 millones de dólares estadounidenses a 30 de junio de 2014. En este apartado describiremos y analizaremos el proceso de inversión del llamado *Total Fund*, que engloba la gestión de todos los activos, aunque cada Fondo individualmente puede tener una composición diferente de acuerdo al Plan que financia.

IV.3.F.i. Gobierno

Las inversiones del Fondo se deciden y llevan a cabo entre el Consejo de administración, el Comité de inversiones y la Oficina de inversión. El primero tiene autoridad de inversión y la responsabilidad fiduciaria, mientras que los dos últimos ejecutan, con la orientación del Consejo, las actividades del programa de inversión.

- El Consejo de administración de CalPERS cuenta con 13 miembros y su composición responde a un mandato de ley. Además de la responsabilidad de la gestión de los activos del Fondo, posee el control de la administración de los Planes. El Consejo se reúne mensualmente, aunque sus miembros también pueden trabajar en Comités permanentes o *ad hoc* para revisar programas, proyectos o problemas específicos. En la actualidad, funcionan los siguientes Comités:
 - ✓ Comité de gobierno – Es responsable de las políticas de gobierno e información relativas a la gestión y administración del Fondo, así como de los protocolos de gestión interna del Consejo.

³³ Información obtenida de su página internet www.calpers.ca.gov.

- ✓ Comité de prestaciones de pensiones y cobertura médica - Supervisa todas las cuestiones relacionadas con la estrategia, política, estructura y ajustes de las prestaciones provistas en los Planes y pólizas de seguro gestionadas por CalPERS.
- ✓ Comité de riesgo y auditoría - Supervisa el riesgo operacional, las auditorías internas y externas, la seguridad y privacidad de la información, el cumplimiento de ciertos principios éticos y las actividades de reaseguro.
- ✓ Comité financiero y administrativo - Asegura la solidez financiera a través de la supervisión de los estados financieros y las cuestiones ligadas a los presupuestos. Supervisa también la organización estratégica y los planes de negocio.
- ✓ Comité de evaluación del rendimiento y compensación - Supervisa los criterios y fórmulas de contratación, remuneración y sucesión del personal clave.
- ✓ Comité de inversión - Compuesto por 13 miembros, establece las políticas y estrategias de inversión con el fin de alcanzar los objetivos estratégicos de CalPERS. Revisa y aprueba la distribución de activos, la ejecución de las inversiones y el rendimiento de la cartera en general y de los gestores en particular.

Las decisiones de inversión se rigen por las políticas establecidas por el Comité de inversión con arreglo a las leyes aplicables al conjunto del Plan y son ejecutadas tanto por el personal interno de la Oficina de Inversión como por gestores externos. La Oficina de Inversión actúa bajo la supervisión del Consejo de administración y del Comité de inversión siendo la responsable de la inversión de los activos del Fondo. Para ello, cuenta con diversas unidades, especializadas en distintas etapas del proceso inversor: gobierno, política de inversión, distribución de activos y gestión de riesgo, gestión de estrategias de retorno absoluto, inversiones en capital riesgo, en renta fija y renta variable, vigilancia del cumplimiento de las normas de inversión, seguimiento de los resultados, información sobre los rendimientos y la actividad inversora y control de riesgo operacional.

Por último, la estructura de gobierno incluye un Consultor general responsable de evaluar y comunicar al Comité de inversión, al menos una vez al año, cómo la estrategia de inversión se comporta con respecto a sus objetivos.

El programa de Integración de las cuestiones ASG en la cartera está liderado por el Equipo de gobierno, que se compone de personal de la Oficina de inversión. Este equipo es

supervisado por un Comité que se reúne periódicamente y está compuesto por el Presidente del Consejo de dirección, el Director Ejecutivo y su adjunto, el Jefe de inversión, el Jefe de operaciones y el Director de gobierno corporativo.

Al mismo tiempo, con el fin de desarrollar su conocimiento interno en el área de las ISR, crearon el Equipo de inversión responsable con miembros de todas las áreas de la Oficina de inversión y encargado de la implementación de las inversiones de modo consistente con la política ISR de CalPERS. Asimismo, el Equipo de inversión responsable analiza el mercado de las ISR, incluidos otros inversores ISR, con el fin de desarrollar la política ISR de la institución.

IV.3.F.ii. Política de Inversión

IV.3.F.ii.a. Política financiera

CalPERS tiene el deber fiduciario, establecido en la Constitución de California, de invertir los activos del Fondo en el mejor interés de los partícipes de los Planes, con el objetivo general de proporcionar a los beneficiarios las prestaciones definidas en ellos, minimizando las contribuciones del empleador y sufragando los gastos de administración del sistema.

La política financiera del Fondo se estableció en 2013 a partir de una serie de principios que fueron definidos por todos los agentes que intervienen en los Fondos: empleadores, empleados y gestores de los Planes y de las inversiones de los Fondos adscritos a ellos. En términos financieros, el objetivo es producir un rendimiento del 7,5% nominal.

IV.3.F.ii.b. Política ISR

La política ISR se establece con el objetivo de alcanzar en el largo plazo el rendimiento ajustado por el riesgo establecido en la política financiera. Así, por ejemplo, los factores medioambientales se incluyen en la política de inversión porque piensan que, en el largo plazo, habrá una creciente demanda de alimentos y recursos naturales a nivel mundial lo que, junto con los probables efectos negativos del cambio climático, tendrá un impacto en los rendimientos ajustados por el riesgo de las inversiones. Es por ello que el objetivo del apartado medioambiental de su política ISR es lograr rendimientos financieros positivos, al mismo tiempo que incentivan el ahorro de energía, el crecimiento sostenible y las prácticas respetuosas con el medioambiente.

En el terreno del gobierno corporativo, la alineación de intereses entre los inversores y los administradores de una empresa la consideran de vital importancia, lo que explica la inclusión en su política de inversión de cuestiones relacionados con los derechos de voto y la remuneración de ejecutivos. Asimismo, abogan por reformas en el mercado financiero encaminadas a proteger a los inversores.

Por último, consideran las cuestiones sociales por la misma razón que las relacionadas con el medioambiente o el gobierno corporativo: porque creen que pueden afectar a la rentabilidad y el riesgo financiero. De un lado, el modo con el que una empresa trata a sus empleados, su reputación en la comunidad y el respeto de los derechos humanos en las cadenas de producción a nivel global pueden presentar riesgos y también oportunidades de inversión. Por otro lado, el capital humano juega un papel vital en la creación de valor que sustenta el rendimiento de la inversión y las empresas con buenas relaciones con sus empleados tienden a reclutar y retener el talento.

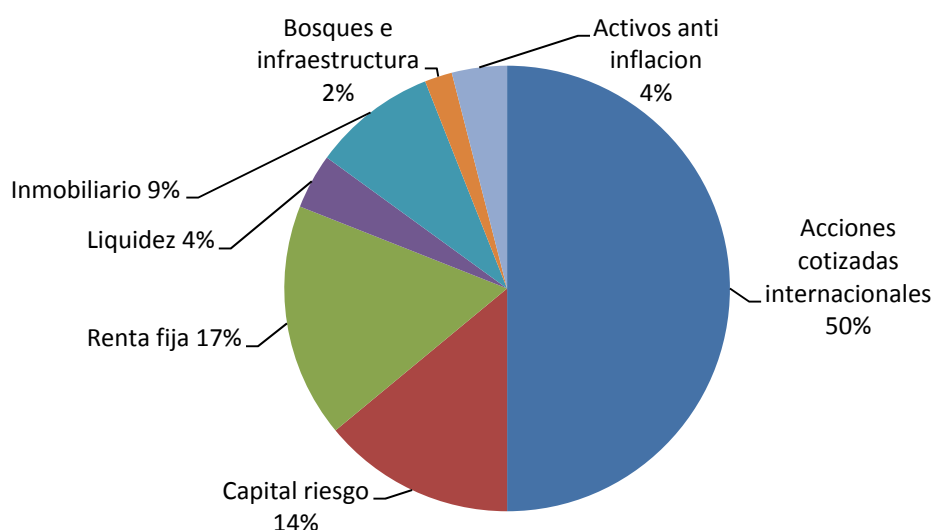
IV.3.F.iii. Estrategia de Inversión

IV.3.F.iii.a. Estrategia financiera

Para determinar la estrategia de inversión se tienen en cuenta los objetivos fijados en la política financiera, que contiene todos los factores que tienen una influencia sobre el Plan. Por tanto, la estrategia de inversión se diseña basándose en su estudio activo – pasivo, con el fin de lograr la mayor tasa de retorno posible dentro de unos niveles prudentes de riesgo y liquidez. Para ello, diversifican la cartera como medio de evitar grandes pérdidas y preservar el capital y mantienen liquidez suficiente para satisfacer las necesidades de efectivo. La estructura de su cartera a 31 de Mayo de 2014 era la que se muestra en la Figura 18.

La composición de la cartera puede diferir temporalmente de la de la cartera modelo o estratégica debido, por un lado, a la volatilidad de los mercados. El ajuste se hará cuando se estime oportuno, en función de la liquidez y de los costes de transacción. Por otro lado, la cartera también puede desviarse de su composición estratégica debido a las decisiones de los gestores, tomadas en función de las opiniones sobre la evolución de los mercados en general o de una determinada categoría de activo, los costes de transacción, la liquidez y el riesgo. Las diferencias entre la cartera estratégica o modelo y la real no pueden exceder ciertos límites.

Figura 18. CalPERS – Cartera del *Total Fund* a 31/05/2014



Fuente: CalPERS (2014).

En principio, la estrategia financiera se diseña independientemente de su estrategia ISR, aunque no descartan considerar una cierta relación. Para ello, por un lado, lanzaron en 2013 la Sustainable Investment Research Initiative – Iniciativa para la investigación sobre las inversiones responsables (SIRI, en sus siglas en inglés) - que estudiaba como los factores ISR impactaban el rendimiento financiero. Por otro lado, se asociaron con inversores de todo el mundo en el estudio – ya citado para los Fondos SPU y EAPF - coordinado por la consultora Mercer que analizaba los factores de cambio climático en relación con la estrategia de inversión. Como consecuencia de estos estudios, en 2014, la disponibilidad de recursos naturales y el cambio climático quedaban incluidos como factores de riesgo de la cartera.

IV.3.F.iii.b. Estrategia ISR

Su estrategia ISR se basa en tres pilares: inversiones en tecnología medioambiental, inversión sostenible e inversiones inmobiliarias “verdes” o respetuosas del medioambiente.

Pilar I - Programa de tecnología medioambiental

Para llevar un cabo el primer pilar de su política ISR, CalPERS construye una cartera de inversiones de tecnología limpias del tipo El mejor de la categoría. Sus áreas de interés incluyen, pero no están limitadas a, energías alternativas y renovables, tecnología de

tratamiento de agua, tecnologías avanzadas del tipo nanotecnología para la elaboración de materiales limpios, tecnologías de purificación de aire e inversiones en infraestructura.

Pilar II: Inversión sostenible

En 2011, el Consejo de Administración de CalPERS aprobó la adopción de un proceso de consideración de cuestiones ASG en el Fondo como prioridad estratégica. Para ponerlo en práctica, se creó un grupo de trabajo liderado por el Comité de gobierno que trabaja para asegurar que las inversiones de CalPERS son tan sostenibles como se lo permiten los límites del deber fiduciario.

La estrategia de inversión sostenible implica tener en cuenta factores relacionados con el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo en todas las actividades de inversión. Cuestiones relativas al cambio climático, derechos humanos, la calidad de los consejos de administración de las empresas, la alineación de intereses entre inversores y directivos de empresas, la defensa de los derechos del accionista y las prácticas de remuneración a ejecutivos son tenidas en cuenta en las decisiones de inversión.

Dentro de sus prácticas ligadas al gobierno corporativo, se incluyen actividades en torno a la reforma del mercado financiero y la Negociación y diálogo con las empresas. En esta última área, su estrategia se basa en el diálogo con los consejos de administración y los ejecutivos de las empresas sobre cuestiones relacionadas con los resultados financieros, posibilidad para los accionistas de elegir al consejo de administración y los directivos o simplemente contactan con las empresas para obtener más información sobre un asunto particularmente novedoso.

Por último, la exclusión de ciertas empresas o Estados completa el Pilar II de la estrategia. En concreto, se excluyen las compañías relacionadas con el tabaco, debido al riesgo de litigios, de una eventual regulación adversa y de reputación de las empresas de este sector. Otras exclusiones pueden decidirse a partir de ciertas circunstancias, por ejemplo, como consecuencia de la tragedia del colegio de Newton, en el estado de Connecticut, en 2012, CalPERS reviso su cartera con el fin de identificar inversiones en empresas productoras de armas de asalto, que son ilegales en California. El Consejo de CalPERS decidió deshacerse de los títulos de dos de estas empresas.

Pilar III: Inversiones inmobiliarias “verdes”

El enfoque de la estrategia ambiental inmobiliaria consiste en seleccionar inversiones atractivas en términos de rendimiento, a la vez que fomentan la utilización de tecnologías de construcción verde y las prácticas respetuosas con el medioambiente en áreas como la eficiencia energética, conservación del agua, gestión de residuos y calidad del aire interior.

IV.3.F.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.3.F.iv.a. Estructura de la cartera

CalPERS utiliza, en gran medida, gestores internos para sus inversiones en empresas cotizadas y externos para capital riesgo u otro tipo de inversión privada.

En la selección de gestores externos y otros proveedores de servicios de inversión, pretenden asegurarse de que todos sus gestores y proveedores de servicios de inversión trabajan dentro de un marco de actuación coherente con la inversión sostenible. Por tanto, esto es un elemento importante del proceso de selección y supervisión.

Para la selección, se tienen en cuenta, por un lado, la experiencia en la gestión activa y, por otro lado, su capacidad de integrar factores ASG en las decisiones de inversión, habilidad que es evaluada a partir de un cuestionario adaptado a la categoría de activo y la estrategia.

Los gestores deberán operar bajo unas directrices que describen su filosofía de inversión y su estrategia, las características de la cartera, los valores permitidos y restringidos, su objetivo de rendimiento y la referencia utilizada en la evaluación de resultados.

IV.3.F.iv.b. Ejecución

El pilar I de su estrategia ISR - Programa de tecnología medioambiental - se implementa a través de un conjunto de inversiones específicas en empresas cotizadas o en capital riesgo en el sector de las energías alternativas - inversiones en tecnologías limpias, energías limpias y fondos de tecnologías relacionadas con el medioambiente – y de inversiones forestales. También a través de la votación y la Negociación y diálogo con las empresas donde creen que es necesario la implementación de estrategias medioambientales y a través de su influencia en la reglamentación.

Por ejemplo, por el lado de las energías alternativas, en 2010 asignaron 500 millones de dólares estadounidenses a un fondo gestionado internamente que replica un índice de

acciones de empresas relacionadas con el medioambiente: el Índice de referencia HSBC de cambio climático que se compone de empresas a nivel mundial que obtienen una gran parte de sus ingresos de sus actividades en sectores respetuosos con el medioambiente, como la producción de energía con un nivel bajo de emisiones de CO₂, comercio de derechos de carbono y gestión eficiente de la energía.

Por otro lado, los analistas de renta fija del sector de la energía participan en conferencias y presentaciones destinadas a evaluar el riesgo de las inversiones de CalPERS en deuda de empresas relacionadas con los combustibles fósiles.

Pilar II: Inversiones sostenibles. Como apuntábamos precedentemente, en 2011, el Consejo de administración de CalPERS aprobó la adopción de un proceso de consideración de cuestiones ASG en todo el Fondo de pensiones que se empezó a implementar en 2012.

En la actualidad, este proceso cobra una especial importancia en la implementación del Pilar II de su estrategia y comienza por la identificación de los temas que más puedan afectar desde esta perspectiva a los inversores globales como CalPERS. También investigan el modo y las herramientas disponibles para analizar el efecto de las cuestiones ISR en el rendimiento y riesgo de las inversiones. Para ello utilizan estudios propios realizados individualmente o en colaboración con otros agentes implicados o empresas externas que puedan realizar este análisis. Por ejemplo, para el universo de las acciones globales, el gestor americano Quotient Investors les proporciona un método de valuación de las acciones que integra factores ASG.

La consideración de las cuestiones ISR cobra una especial importancia en sus inversiones en mercados emergentes y en las inversiones inmobiliarias. De hecho, hasta 2007, no invirtieron en un gran número de mercados emergentes debido al riesgo de invertir en compañías que violaran los derechos humanos. Tenían una “Lista de estados no permitidos” con la que excluían las inversiones en empresas situadas en estos países. Sin embargo, cuando revisaron el modo de implementar la estrategia ISR, concluyeron que la reducción del universo de inversión dañaba el rendimiento de la cartera y reducía su capacidad de ser una influencia positiva en estos mercados. Concluyeron que una mejor manera de ejecutar su estrategia ISR en este campo consistiría en excluir empresas individualmente y, cuando fuera posible, se utilizaría la Negociación y el diálogo para mejorar su comportamiento y aumentar el rendimiento. No obstante, CalPERS sigue la ley del estado de California que les obliga a

hacer un seguimiento específico, establecer un proceso de diálogo y negociación o incluso salir de inversiones en empresas involucradas con Sudan, Irán y empresas que deben compensaciones a víctimas de esclavitud o trabajos forzados durante la Segunda Guerra Mundial. Por último, la ley de California les obliga a investigar (e informar de los resultados de esta investigación) hasta qué punto las empresas presentes en la cartera del Fondo y que operan en Irlanda del Norte respetan los principios de no discriminación y libertad del lugar de trabajo, de acuerdo a las leyes vigentes en este país europeo.

Este proceso de revisión de la implementación de la estrategia ISR en mercados emergentes condujo a su vez a la redacción de sus principios de inversión en acciones de mercados emergentes que establece sus principios básicos en términos de prácticas laborales, transparencia, estabilidad política del país, RSC, costes de transacción y apertura de mercado. Cada año demandan al proveedor de índices MSCI analizar su cartera de empresas de mercados emergentes para asegurarse de que no se ha producido ruptura de estos principios.

Para nuevas inversiones, MSCI analiza todas las compañías del universo de inversión para controlar el respeto a las normas laborales de la OIT o el respeto a los Principios de responsabilidad corporativa de Global Sullivan. Para este filtro, también se utilizan informes de medios de comunicación y de ONG. Cada compañía es catalogada como apta para la inversión o se la pone en la lista de vigilancia o se da una alerta sobre su riesgo. CalPERS sólo invertirá en las empresas de los dos primeros casos. Esta nueva forma de implementación ha dado como resultado el aumento de la inversión en mercados emergentes. Las Exclusiones se llevan a cabo también desde la perspectiva de la cartera de acciones globales.

Su estrategia de gobierno corporativo afecta tanto al pilar I como al II y se implementa, por un lado, a través de los procesos de diálogo y negociación con un cierto número de empresas para asegurarse que cumplen con los estándares de gobierno corporativo que sustentan la calidad del rendimiento financiero. Estas empresas se colocan en una lista, que es aprobada por el Comité de inversiones, y se establecen entonces reuniones con sus Consejos de administración y equipos directivos a fin de solicitar reformas. El proceso continúa hasta que la reforma deseada es implementada o hasta tres años después del contacto inicial. En caso necesario, el seguimiento se complementa o sigue con la presentación de resoluciones en las Juntas de accionistas. Todo su trabajo en esta área está enmarcado por los principios globales de CALPERS de gobierno corporativo responsable, que son revisados y aprobados anualmente por el Comité de inversiones.

Otro punto de su estrategia de Negociación y diálogo lo constituye la Reforma del mercado desde el punto de vista macro, que CALPERS alienta y apoya a fin de proteger los intereses de los inversores a través de medidas legislativas y reglamentarias sobre una serie de temas: gobierno corporativo, riesgo sistémico, agencias de calificación crediticia, titulización, derivados, protección del consumidor o normas contables.

En 2013, CalPERS participó en la fundación de la Human Capital Management Initiative, una coalición de nueve inversores creada con el fin de desarrollar una serie de preguntas sobre gestión de recursos humanos destinadas a ser utilizadas en los procesos de negociación y dialogo con las empresas. Asimismo, colaboran en la Carbon Asset Risk Initiative, coalición de inversores liderada por CERES, dedicada a demandar a las empresas del sector de la energía a tener en cuenta los riesgos del cambio climático en sus planes de negocio.

En los últimos años, han participado en las Juntas de accionistas de empresas con el fin de ofrecer sugerencias para mejorar su sistema de gestión medioambiental. Aunque la integración de este factor ISR se desarrolla en profundidad en el pilar III de la estrategia, relacionado con las inversiones inmobiliarias socialmente responsables, pues dentro de ésta se han hechos numerosos esfuerzos para mejorar la huella medioambiental de los edificios donde invierten.

Por último, dentro de la consideración de cuestiones ASG, cabe señalar también ciertas especificaciones para las inversiones en capital riesgo, en renta fija, en inmobiliario y en los fondos de rendimiento absoluto:

- En capital riesgo, han trabajado con sus socios de la ILPA en la creación de principios para fomentar la transparencia, la alineación de intereses y buen gobierno. Estos han sido aprobados formalmente por más de 140 organizaciones de la industria del capital riesgo.
- En renta fija, consideran que el concepto de inversión sostenible está mucho menos avanzado y, por ello, CALPERS ha convertido en una prioridad la exploración de los factores ASG en el análisis de los instrumentos de renta fija. Asimismo, colaboran con iniciativas lanzadas por otros inversores para proteger los derechos de los poseedores de bonos y hacen recomendaciones a los reguladores para que realicen mejoras

reglamentarias apropiadas en áreas como la reforma de las agencias de calificación crediticia.

- En la inversión inmobiliaria, han desarrollado unos principios particulares de aplicación de la estrategia de inversión a esta categoría de activos. Estos principios son incorporados a los acuerdos de gestión e incluyen conceptos clave como estrategia ISR de inversión, control por CalPERS y remuneración de directivos.
- Finalmente, en los fondos de rendimiento absoluto, CalPERS requiere de los gestores de estos fondos el votar en las Juntas de accionistas de acuerdo a sus principios de Gobierno Corporativo.

Pilar III: Inversiones inmobiliarias verdes. La unidad de gestión de inversiones inmobiliarias trabaja con otros inversores, propietarios de bienes inmobiliarios e instituciones financieras, entre otros, en la exploración de modos de hacer un mejor seguimiento de la cantidad de energía consumida y de la huella de carbono de los edificios. Para llevar a cabo este seguimiento, demandan información sobre la cantidad de tratamientos de residuos, métodos de ahorro de energía y planes para comprar productos ambientalmente eficientes.

En un proyecto de construcción de oficinas recientemente finalizado, se tuvieron en cuenta las tecnologías de construcción verde y se incluyeron varios objetivos de diseño verde en los que se pidió al equipo de diseño emplear sistemas arquitectónicos, con la finalidad de construir edificios pasivos (que producen la energía consumida), se instalaron fuentes de energía alternativas para generar energía solar, se utilizaron materiales reciclados y fabricados localmente y CALPERS pidió el uso de madera certificada por el Forest Stewardship Council. Como se encuentra en una densa zona urbana, el proyecto también cumple con las normas de construcción establecidas por la Federal Emergency Management Agency respecto a los terrenos inundables y humedales. Además, sigue el principio de diseño orientado a la facilidad de transporte, habiéndose situado cerca de una estación de tren y de una parada de autobús.

De manera general, CalPERS ha implementado una serie de medidas de eficiencia energética en todos los edificios donde invierte, incluida su sede. De hecho, en 2012, se creó el Green Club, un grupo de voluntarios que se reúnen una vez al mes para reflexionar sobre cómo la sede de CalPERS puede ser más verde.

Por último, CalPERS codirigió el grupo de trabajo del UNEPFI sobre el sector inmobiliario, que elaboró un informe – el Commercial Real Estate: Unlocking the Energy

Efficiency Retrofit Investment Opportunity (UNEPFI Property Working Group, 2004) – donde se presenta un proceso de siete etapas para reducir el consumo de energía y aumentar el valor de los activos inmobiliarios a través de la eficiencia energética.

IV.3.F.v. Evaluación y comunicación de resultados

Las líneas directrices de inversión proporcionan referencias contra las cuales se medirán los resultados de la inversión y sirven como documento guía para la revisión y supervisión de las operaciones en curso. El cumplimiento de estas directrices es evaluado mensualmente por el Director financiero que informa al Comité de inversión sobre la comparación entre la cartera global real y la estratégica y sobre los resultados de rendimiento de la inversión de cada categoría de activo con respecto a su referencia.

CalPERS establece el riesgo como una consideración clave en el proceso de inversión y, para ello, utilizan una metodología que integra sus objetivos de riesgo en el proceso de gestión diario de la cartera. El Comité de inversión recibe actualizaciones trimestrales de los parámetros de riesgo, así como un análisis del impacto sobre el riesgo del Fondo de las nuevas estrategias de inversión.

Para CalPERS, es muy importante la identificación de cómo las cuestiones ligadas a la sostenibilidad afectan el rendimiento financiero y, para ello, dedican considerables esfuerzos al estudio de medidas de cómo las cuestiones ISR afectan al rendimiento y al riesgo para cada categoría de activo. Al mismo tiempo, realizan una evaluación de la relación entre sus actividades de Negociación y diálogo y las mejoras producidas en el comportamiento de las empresas y de la relación entre prácticas de gobierno corporativo y el valor a largo plazo de los valores (con resultados muy positivos ambas).

En lo que respecta a la comunicación externa, CalPERS publica un informe anual de inversión en Internet donde presentan el detalle de sus inversiones y los informes financieros anuales. También publican, desde 2011, un informe ISR donde exponen su política y estrategia ISR y relatan su experiencia en la implementación. Es importante señalar que sus acciones de Negociación y dialogo, que fueron publicas hasta 2011, han dejado de serlo con el fin de facilitar los procesos.

IV.3.F.vi. Actividades en torno a las ISR

CALPERS trabaja en colaboración con otros inversores desde 1985, año en que ayudó a establecer el CII con el fin de promover las cuestiones ASG. Asimismo, en 1989, ayudó a la fundación de CERES y, algunos años más tarde, colaboró en la creación de los PRI de la ONU.

Como parte de sus esfuerzos en cuestiones ISR, colaboran con otros inversores del resto del mundo a través de organismos como el Pacto Mundial de la ONU, con el que han liderado un grupo de expertos sobre responsabilidad en los negocios en zonas de conflicto y de alto riesgo. Esto ha conducido a que nuevas directrices se publiquen para grandes empresas que operan en las zonas de conflicto. También colaboran con el Robert F. Kennedy Center for Justice & Human Rights, centro que defiende los derechos humanos en la elaboración del programa del Certificate in Sustainable Investment – Certificado de Inversión Sostenible. Este programa propone una serie de técnicas de gestión y evaluación del riesgo de inversiones ISR.

En 2013, participó, junto a 40 fondos de capital riesgo, 20 asociaciones de este sector y 10 gestores en la publicación del ESG Disclosure Framework for Private Equity, destinado a elaborar el marco de información relacionada con la integración de factores ESG en la gestión que los gestores de fondos de capital riesgo deberían proporcionar a los inversores finales. También han participado en estudios como los dos del UNEPFI: An Investor’s Perspective on Environmental Metrics for Property y Implementing Responsible Property Investment Strategies.

Finalmente, son miembros activos de las siguientes asociaciones y redes:

- Angeles Trustees Network, un grupo de gestores de fondos de pensiones públicos y privados, aliados para mejorar el diálogo nacional en temas tales como el aumento de la transparencia en la inversión.
- ICGN.
- ACGA.
- Aspen Institute.
- CII.
- European Corporate Governance Institute.
- Robert Toigo Foundation.
- Stanford—Rock Center for Corporate Governance.

- Yale School of Management—Millstein Center for Corporate Governance and Performance.
- The Conference Board.
- National Association of Corporate Directors Investors.
- ACSI.
- ICGN.
- ILPA.

IV.3.G. TEACHERS' INSURANCE AND ANNUITY ASSOCIATION – COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND - TIAA—CREF (ASOCIACION DE SEGUROS Y PENSIONES DE LOS PROFESORES - FONDO DE ACCIONES PARA LA JUBILACION DEL PERSONAL DE LOS INSTITUTOS DE ENSEÑANZA SECUNDARIA)

TIAA-CREF³⁴ es una institución que se creó en 1918 con el fin de administrar los Planes de pensiones del personal de las universidades de EE. UU. Esta sigue siendo una de sus actividades principales, aunque han ampliado su espectro de entidades patrocinadoras y de actividades y, en la actualidad, administran los Planes y fondos de pensiones de empleo del personal de más de 15.000 colegios, centros de enseñanza secundaria, universidades, centros de investigación, organizaciones médicas e instituciones sin ánimo de lucro. Además, ofrecen servicios de gestión de Planes y Fondos de pensiones de empleo de contribuciones definidas a todo tipo de empresas, proponen la gestión de fondos de pensiones y otros productos financieros a particulares y ofrecen servicios de inversión a instituciones, intermediarios financieros y consultores de pensiones.

A 31 de diciembre de 2013, tenían 564.000 millones de dólares estadounidenses en activos bajo su gestión.

IV.3.G.i. Gobierno

TIAA y CREF son compañías separadas, creadas bajo diferentes leyes y reguladas por organismos diferentes, aunque comparten la misma misión. TIAA fue creada en 1918 como una compañía de seguros de vida domiciliada en el estado de Nueva York y CREF es una organización sin ánimo de lucro, fundada en 1952, y registrada, desde los años 80 del siglo XX, como una compañía de inversión.

Tanto TIAA como CREF, tienen cada una un Consejo de fiduciarios con la responsabilidad de garantizar una buena gestión de la organización. El Consejo de fiduciarios de CREF cuenta con ocho miembros, independientes del equipo de gestión, mientras que el de TIAA cuenta con 14 miembros, también independientes.

³⁴ Información obtenida de su página internet www.tiaa-cref.org.

En los Consejos de fiduciarios se intentan incluir diferentes orígenes profesionales, geográficos y sociales con el fin de proveer las deliberaciones desde diferentes perspectivas. Aproximadamente, la mitad de los fiduciarios proceden del mundo académico: administradores de universidad y centros de enseñanza secundaria, decanos y miembros de la facultad. El resto son miembros destacados del mundo empresarial y financiero.

Por encima de los Consejos de fiduciarios, se sitúa el Consejo de supervisores, común a TIAA y a CREF. En el caso de TIAA, el Consejo de supervisores elige los miembros de su Consejo de fiduciarios (los partícipes indican sus preferencias únicamente) Mientras que en el caso de CREF, son las instituciones partícipes los que eligen los miembros del Consejo de fiduciarios.

El Consejo de fiduciarios de TIAA lleva a cabo sus funciones a través de los Comités descritos a continuación:

- Comité ejecutivo - Actúa entre plenos del Consejo de fiduciarios.
- Comité de inversión - Determina las políticas de inversión, establecen las directrices de la estrategia, supervisan el proceso de inversión, la gestión de tesorería, las actividades de préstamo de títulos y controlan la rentabilidad. Cuenta con un Subcomité especial de inversiones inmobiliarias que nombra y controla las actividades del gestor encargado de esta parte de la cartera.
- Comité de gobierno corporativo y responsabilidad social - Su labor consiste en recomendar al Consejo de fiduciarios las políticas de gobierno corporativo e inversiones socialmente responsables a seguir. Establece también los principios de Voto, incluyendo la presentación de resoluciones de accionista y la comunicación con las empresas de la cartera.
- Comité de auditoría - Ayuda al Consejo de fiduciarios a ejecutar su labor de control de los informes financieros asegurándose que cumplen con la legislación vigente. Al mismo tiempo, realizan controles internos para vigilar el respeto de la regulación y la política ética, aprueban las nominaciones al Consejo y supervisan el trabajo de los auditores externos, evaluando su independencia y eficacia.
- Comité de gobierno y nominaciones - Este Comité protege los intereses de los partícipes de los Planes y los inversores en general a través de la implementación de políticas y procedimientos de gobierno corporativo. A su vez, emite

recomendaciones para la nominación a los diferentes Comités, conduce evaluaciones regulares del funcionamiento de los Consejos y revisa periódicamente las políticas y prácticas de gobierno de los Fondos para asegurarse de que están de acuerdo a los principios de buen gobierno.

- Comité de recursos humanos - Es responsable de las políticas de recursos humanos incluyendo la recomendación, nombramiento y remuneración de los principales directores.
- Comité de productos y clientes - Este Comité fue establecido para recomendar y realizar el seguimiento de la estrategia de productos y servicios propuestos. Controla la competitividad de la Compañía y las cuestiones relacionadas con la calidad del servicio, la comercialización de productos y servicios de gestión a individuos e instituciones y las cuestiones tecnológicas relacionadas con los clientes.
- Comité de gestión de riesgo y finanzas - Asiste al Consejo en la supervisión de la gestión de activos, de la deuda y de los riesgos.
- Comité de diversificación de negocios - Asiste al Consejo de fiduciarios en el desarrollo y control de las diferentes líneas de negocio.

Aparte de los Comités de TIAA, existen una serie de comités con funciones similares a ellos y que asisten a los Consejos de fiduciarios de TIAA y de CREF sobre las inversiones de CREF, los Fondos TIAA-CREF y los Fondos de Vida TIAA-CREF. Son los siguientes:

- Comité ejecutivo - Actúan entre plenos de los Consejos de fiduciarios.
- Comité de inversión - Determinan las políticas de inversión de los distintos Fondos o productos, establecen las directrices de la estrategia, supervisan el proceso de inversión, la política de distribución de dividendos de los Fondos, las actividades de préstamo de títulos y la gestión de tesorería.
- Comité de gobierno corporativo y responsabilidad social - Su labor consiste en recomendar a los Consejos de fiduciarios las políticas de gobierno corporativo e inversiones socialmente responsables a seguir. Establecen también los principios de Voto, incluyendo la presentación de resoluciones de accionista y la comunicación con las empresas de la cartera.

- Comité de auditoría - Ayudan a los Consejos de fiduciarios a ejecutar su labor de control de los informes financieros asegurándose que cumplen con la legislación relevante. Al mismo tiempo, realizan controles internos para vigilar el respeto de la regulación y la política ética, aprueban las nominaciones al Consejo y supervisan el trabajo de los auditores externos, evaluando su independencia y eficacia.
- Comité de gobierno y nominaciones - Estos Comités protegen los intereses de los partícipes de los Planes a través de la implementación de políticas y procedimientos de gobierno corporativo. Revisan periódicamente las políticas y prácticas de gobierno de los Fondos para asegurarse de que están de acuerdo a los principios de buen gobierno.
- Comité de operaciones - Realizan funciones de control de las operaciones de los Fondos, incluyendo el control de los contratos con los proveedores externos de servicios financieros y ciertos aspectos relacionados con el cumplimiento de la regulación, y la distribución de los Fondos. También son responsables de la revisión de las operaciones en las carteras, la valoración de los Fondos y los documentos relacionados con su registro.

IV.3.G.ii. Política de inversión

IV.3.G.ii.a. Política financiera

De manera general y sin entrar en el detalle de su gama de productos, las dos sociedades, TIAA y CREF, ofrecen productos de inversión de diversas categorías: fondos de inversión colectiva (para instituciones y particulares), fondos dedicados a pagar los estudios, seguros de vida e inversiones específicas para la jubilación. Dentro de las inversiones específicas para la jubilación, CREF ofrece rentas vitalicias variables con distintos perfiles de inversión y TIAA, por su parte, ofrece rentas vitalicias variables y fijas. Juntos, TIAA y CREF, gestionan Fondos de pensiones con distintos perfiles.

El objetivo de su política financiera es alcanzar, para todas sus opciones de inversión, un rendimiento consistente en el largo plazo con un riesgo mínimo y bajos costes. Al mismo tiempo, al proponer diversas alternativas, los partícipes de los distintos productos de inversión pueden elegir el perfil de riesgo que más les conviene.

IV.3.G.ii.b. Política ISR

TIAA-CREF opina que la consideración de criterios ASG en las inversiones puede producir buenos resultados financieros en el largo plazo, a la vez que contribuye a una sociedad mejor, ayuda al desarrollo económico y a un medioambiente más saludable.

TIAA-CREF propone una opción de inversión ISR llamada *Social Choice* / Opción Social que cuenta con 16.000 millones de dólares estadounidenses a 31 de marzo de 2013. Esta fue lanzada en 1990 para satisfacer la demanda creciente de los partícipes de sus productos de inversión, los cuales pedían una opción que les permitiese alcanzar los objetivos financieros a largo plazo (maximizar su pensión), a la vez que invertir en empresas que reflejen sus valores. Valores que TIAA-CREF como institución comparte. El objetivo de sus inversiones ISR es el proveer a sus clientes, los partícipes de los fondos e inversiones propuestos, de una doble base de beneficios sociales y económicos a través del incremento del valor de la inversión en el largo plazo y de la búsqueda de un impacto positivo en la sociedad a través de la consideración de cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Consideran que el respeto al medioambiente es una cuestión de salud pública que puede también afectar a las operaciones de las empresas. Por ejemplo, las emisiones de gases de efecto invernadero, así como la vulnerabilidad en relación a los efectos del cambio climático, representan riesgos potenciales. Por otro lado, los riesgos ligados a las emisiones tóxicas o la seguridad de la producción pueden exponer a las empresas a multas, daños en la reputación, mayores costes y disminución del valor de la acción. Al mismo tiempo, la creciente escasez de recursos naturales, especialmente aquellos ligados a la energía, biodiversidad, agua y bosques, presenta desafíos para las empresas. Por último, consideran que la implementación de políticas de respeto al medioambiente puede aumentar el valor de las empresas a través del aumento de su eficiencia, reputación, la innovación de su producción y la adquisición de una ventaja competitiva.

Concerniente a la política social, la adopción y refuerzo de normas de trabajo justas y compatibles con los derechos humanos en la organización y en las relaciones con proveedores y clientes puede ayudar a las empresas a proteger su reputación, incrementar la productividad y fidelidad de sus clientes y adquirir una ventaja competitiva. Por otro lado, la promoción de la diversidad entre los empleados y el mantenimiento de un lugar de trabajo cooperativo

puede ayudar a las empresas a mejorar sus procesos de toma de decisión y atraer una mejor mano de obra, lo que la ayudará a competir más eficazmente.

En lo que respecta al gobierno corporativo, consideran que la gestión de la empresa debe ser realizada con el objetivo paralelo de proteger los intereses de los accionistas. Un buen gobierno corporativo, que garantice la buena rendición de cuentas, sostenga una cultura de integridad, contribuya al aumento de la fuerza y la continuidad de los equipos directivos y promueva el crecimiento a largo plazo y los beneficios de la actividad, contribuirá a la defensa de los derechos del accionista y al aumento del valor de la inversión.

El ejercicio del derecho de Voto y la Negociación y diálogo con las empresas con el fin de aumentar su RSC se hace con el objeto de obtener beneficios sostenibles en el largo plazo, tanto para los partícipes de los fondos, como para la comunidad en general. Para TIAA-CREF, el ejercicio de la responsabilidad como accionista forma parte esencial de su labor fiduciaria y esta política se aplica a toda la cartera, no sólo a la Opción Social.

Otro objetivo de su política ISR general es invertir parte de los activos del balance de la compañía de seguros existente dentro de TIAA (no disponibles al público) y de la parte de renta fija y monetaria de la Opción Social en inversiones para la comunidad. Estas buscan invertir en áreas que promueven un cambio, una mejora social, a la vez que generar beneficios financieros. El universo geográfico es global con un objetivo de invertir el 30-40% de los activos en mercados emergentes.

Por último, TIAA-CREF trabaja para aumentar su propia RSC a través de medidas respetuosas con el medioambiente. Por ejemplo, a través de una reducción del consumo de papel, una política de recursos humanos basada en la igualdad y la no discriminación y, en lo que respecta al gobierno corporativo, fue la primera compañía en EE. UU. que, en 2006, ofrecía la posibilidad a los partícipes de dar su opinión sobre la remuneración de sus dirigentes.

IV.3.G.iii. Estrategia de inversión

IV.3.G.iii.a. Estrategia financiera

La estrategia financiera varía para cada producto de inversión propuesto. Sin embargo, la gestión de inversiones de TIAA-CREF como entidad gestora se lleva a cabo por grandes categorías de activos: renta variable, renta fija, inversiones alternativas e inmobiliarias. De

este modo, a 31 de diciembre de 2013, el 43,44% de los activos bajo su gestión estaban invertidos en renta variable, el 44% en renta fija, el 6,4% en inmobiliario, el 3,2% en inversiones alternativas, y el 3% en otro tipo de activos (no clasificables dentro de las categorías citadas).

A su vez, dentro de cada categoría de activos, se distinguen diversas subcategorías. Por ejemplo, dentro de la renta variable, las estrategias varían en función del área geográfica, del estilo de gestión activa/pasiva, del estilo de gestión relacionado con la talla de las empresas y de la estrategia utilizada para la selección de las inversiones (valor/crecimiento). Las inversiones inmobiliarias constituyen su propia categoría de activo, aunque la inversión en empresas cotizadas del sector inmobiliario se considera una subcategoría de las acciones. A su vez, la inversión en empresas relacionadas con los recursos naturales es una subcategoría dentro de las acciones.

En el caso de la renta fija, las diferentes opciones se separan por el origen geográfico de los emisores, la notación crediticia, la madurez de las inversiones, el tipo de instrumento (indexado a la inflación, cedulas hipotecarias y bonos exentos de impuestos). Las carteras mixtas (de acciones y bonos) también forman parte de la categoría renta fija.

En la categoría de inversiones alternativas, se engloban las inversiones relacionadas con la agricultura, la madera, la infraestructura y la energía, todas ellas consideradas desde el punto de vista mundial.

En la categoría de inversiones inmobiliarias, se distinguen las inversiones en deuda de oficinas, locales comerciales e industriales situados en EE. UU. También la inversión directa en inmuebles de EE. UU. también y la inversión en deuda o en capital de activos inmobiliarios localizados en cualquier región del mundo.

Como apuntábamos anteriormente, existe una subcategoría de inversiones explícitamente ISR denominada Social Choice (Opción Social). Existe una Opción Social dentro de las acciones y dos Opciones Sociales dentro de la renta fija. En acciones, está gestionada bajo la subcategoría Acciones de EE. UU. En renta fija, forman dos subcategorías, la de Renta fija Social, que invierte en bonos de buena calidad crediticia y con una estrategia de valor, y la de Cartera mixta, donde se combinan acciones de EE. UU., acciones mundiales y renta fija. En las inversiones alternativas e inmobiliarias, la consideración de elementos ISR

forma parte del proceso inversor en mayor o menor medida, como analizamos más adelante en los apartados dedicados a la descripción y la implementación de la estrategia ISR.

IV.3.G.iii.b. Estrategia ISR

La estrategia ISR de TIAA-CREF se compone de los cuatro elementos siguientes, aplicables a diferentes segmentos de su cartera:

- A. Selección de inversiones aplicando un filtro de responsabilidad social.
- B. Ejercicio de la responsabilidad como accionista.
- C. Inversiones útiles para la comunidad y con un impacto positivo para la sociedad y el medioambiente.
- D. Integración de criterios ASG en la cartera.

A. Selección de inversiones aplicando un filtro de responsabilidad social

En las opciones de la categoría Social, se realiza una estrategia ISR del tipo El mejor de su categoría, con factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo a aplicar a la selección de inversiones. Este filtro favorece la inversión en empresas respetuosas con el medioambiente, que son útiles a las comunidades donde están implantadas y a la sociedad en general, comprometidas a ofrecer altos estándares de condiciones de trabajo a sus empleados y a los de sus proveedores, que producen productos seguros y de buena calidad y que gestionan las compañías sobre la base de un gobierno sólido y ético.

En cuanto a las normas de referencia aplicadas en la selección, en el campo de los derechos humanos, siguen los estándares y normas establecidos por la comunidad internacional. Las empresas deben respetar estos derechos y ser transparentes en cuanto a la aplicación de políticas sociales, desarrollar métodos de seguimiento del cumplimiento de estas normas por los empleados y socios comerciales y deben prestar especial atención a los derechos humanos en regiones en conflicto o con sistemas de gobierno débiles.

Por otro lado, las empresas involucradas en actividades políticas deberán presentar públicamente un detalle de sus contribuciones financieras, del mismo modo que establecer un control para asegurar que este tipo de actividades se hacen de acuerdo a la ley y en el mejor interés para los accionistas. Al mismo tiempo, las actividades caritativas deben ser gestionadas de tal modo que sean consistentes con los valores y la estrategia de la empresa.

Dentro de la política social, se incluye también el análisis y gestión de los riesgos ligados a los productos generados y/o distribuidos por la empresa y la comunicación de estas políticas a los accionistas. En el caso del tabaco, cuya exclusión formaba parte de la política ISR de la opción Social al principio de su creación, en la actualidad no excluyen a las empresas de tabaco, pero apoyan las resoluciones de las empresas encaminadas a comunicar sus políticas con respecto al uso del tabaco y evitar la exposición al tabaco a los menores y otros grupos vulnerables de la población.

Sus principios de gobierno corporativo se basan en prácticas internacionales a la vez que tienen en cuenta las diferencias culturales de los mercados donde invierten. Básicamente, buscan conseguir derechos para los accionistas del tipo “una acción – un voto” o el derecho a votar sobre las operaciones corporativas, la igualdad financiera entre accionistas, el voto confidencial, la fluidez de comunicación entre el Consejo y los accionistas, evitar los obstáculos al voto y aumentar la transparencia de la información y la independencia del Consejo.

B. Ejercicio de la responsabilidad como accionista

Para TIAA-CREF, el ejercicio de la responsabilidad como accionista se compone de dos actividades principales: el Voto y la Negociación y diálogo. Estas estrategias se realizan con el objetivo de mejorar la RSC de todas las empresas de la cartera de TIAA-CREF, no solamente en la opción Social. Para ello, realizan un seguimiento de las empresas en cartera y establecen procesos de negociación y diálogo en los temas relacionados con su política ISR.

Las decisiones de Voto se toman caso por caso basándose en las políticas aprobadas por los Comités de gobierno corporativo y responsabilidad social de TIAA y CREF, los cuales se apoyan en estándares internacionales elaborados por organizaciones de accionistas.

En cuanto a la Negociación y el diálogo, estos procesos se establecen en relación a cuestiones ligadas a los riesgos económicos y con un impacto en el valor de la inversión en el largo plazo, como las prácticas de gobierno corporativo y cuestiones medioambientales y sociales. Ponen especial énfasis en la aplicación de ciertos estándares de responsabilidad social en las empresas de los mercados fuera de EE. UU., donde las prácticas de buen gobierno estén menos desarrolladas.

Piensan que la negociación y el diálogo son más efectivos para cambiar la actitud de una empresa que la venta de las acciones. Únicamente considerarían la venta total o parcial de la acción en los casos en los que concluyen que el riesgo reputación o financiero derivado de la actitud de la empresa es importante.

Por último, cabe señalar sus intentos de influenciar sobre la legislación y regulación y su trabajo con organizaciones de accionistas para llevar a cabo reformas de mercado.

C. Inversiones para la comunidad

El programa de inversiones comunitarias incluye inversiones en compañías líderes en micro finanzas cuyas actividades abarcan un amplio espectro de productos y modelos de este tipo de inversión que van, desde la creación de depósitos bancarios para proyectos sociales o en bancos comprometidos con minorías sociales, a los préstamos a pequeñas y medianas empresas.

Dentro de las inversiones en la comunidad, se encuentran también las inversiones inmobiliarias en viviendas que se comercializan a bajo precio y centros comerciales urbanos, así como inversiones en propiedades respetuosas con el medioambiente, en zonas necesitadas de desarrollo económico y en granjas explotadas de manera sostenible en EE. UU., Australia, Brasil y Europa del Este. De manera general, a través de estas inversiones se fomenta el empleo entre minorías discapacitadas, beneficiando a la comunidad a través de la creación de empleo y una mayor cohesión social.

D. Integración de criterios ASG en la cartera

El objetivo de esta estrategia es aumentar el valor de las inversiones en el largo plazo a través de la Integración de factores ASG en la cartera.

IV.3.G.iv. Implementación de la estrategia de inversión

El proceso de ejecución de las inversiones varía en función de la estrategia ISR a aplicar: filtro de responsabilidad social, ejercicio de la responsabilidad como accionista, inversiones para la comunidad o integración. Todas son gestionadas a través de una amplia gama de productos y de vehículos de inversión que van desde las rentas vitalicias a los seguros de vida, los fondos de inversión colectiva y los Fondos de pensiones de empleo.

IV.3.G.iv.a. Ejecución

La estrategia relacionada con el **filtro de responsabilidad social** la ejecutan a través de un modelo cuantitativo que intenta imitar el rendimiento del índice tradicional Russell 3000, representativo del mercado de acciones de EE. UU., a la vez que se efectúa un filtro de selección teniendo en cuenta criterios ISR. Para compensar el efecto financiero, consecuencia de la exclusión de ciertas acciones del universo de inversión tradicional, el gestor utiliza técnicas estadísticas que miden la desviación del riesgo de la cartera ISR con respecto a su referencia (tradicional) y utiliza las acciones elegibles desde el punto de vista ISR capaces de compensar las diferencias. El objetivo final es componer una cartera ISR con un rendimiento semejante al de su equivalente tradicional.

En el caso de la renta fija, la inversión comienza con la identificación de un universo de sociedades elegibles desde el punto de vista ISR. Concretamente utilizan como universo de inversión el índice MSCI USA Investable Market Index (IMI) ESG Index. A continuación aplican a este universo un proceso de inversión similar al de los activos tradicionales.

Las estrategias de renta fija, dentro de su opción Social, también incluyen las inversiones temáticas en energías renovables y cambio climático, llevadas a cabo a través de la inversión en bonos verdes.

El ejercicio de la responsabilidad como accionista se lleva a cabo a través del voto en las Juntas de accionistas, la proposición de resoluciones para ser votadas en las mismas, la comunicación con el equipo directivo para informarles de su opinión sobre las diferentes resoluciones, la colaboración con otros accionistas, así como grupos afectados por la actividad de la empresa, y la negociación y el diálogo.

Esta actividad comenzó en 1960, cuando el ejercicio de los derechos de voto se ejercía a fin de mejorar la gestión de las empresas y aumentar su valor. En los años 70, TIAA-CREF fue uno de los primeros inversores institucionales de EE. UU. en presionar a las empresas para emprender cambios en asuntos controvertidos como los estándares de seguridad de la industria del automóvil, el *apartheid* en Sudáfrica, la regulación de la energía nuclear, las prácticas de empleo sobre las minorías y el gobierno corporativo. En los años 80, CREF establece el Comité de política de responsabilidad social y gobierno corporativo con el fin de desarrollar las directrices de voto, para las compañías donde invertía y proponer resoluciones a votar en las Juntas de las empresas con actividades en Sudáfrica, o sobre independencia de

los consejos y el buen gobierno en general. En los años 90, CREF inicia un programa de estudio de las compañías, con el fin de revisar sistemáticamente sus procedimientos de gobierno, y TIAA-CREF establece una política de gobierno corporativo, revisado periódicamente por expertos del mundo de la empresa, así como académicos.

En la actualidad, las políticas de Voto de TIAA-CREF se implementan, caso por caso, por el personal de su equipo de gobierno corporativo. Este equipo basa su opinión en la información facilitada por proveedores relevantes, consultas a su equipo de gestión y su Consejo de fiduciarios, en el Comité creado a tal efecto. El voto en las Juntas de empresas situadas fuera de EE. UU. se lleva a cabo a través de un personal familiarizado con los procedimientos de voto de los diferentes países.

La Negociación y el diálogo con las empresas se emprenden cuando se perciben fallos en la política social, medioambiental o en su gobierno corporativo que pudieran afectar la rentabilidad de la inversión. Para el análisis de este efecto, se apoyan en su grupo de gestión de activos. A la hora de establecer prioridades para la iniciación de un proceso de diálogo y negociación, tienen en cuenta la relevancia en la cartera, el impacto de la cuestión sobre la rentabilidad de las inversiones, el nivel de interés del público, el grado de no aplicación/ruptura de la política ISR de TIAA-CREF y la visión de los partícipes de los Fondos y de sus clientes institucionales.

Dentro de su política de negociación y dialogo, incluyen los consejos dados a los emisores de bonos verdes en el momento de estructurar sus emisiones sobre las características requeridas para despertar el interés de los inversores. También, en el área de capital riesgo, establecen un dialogo con las compañías donde invierten para que integren las cuestiones ASG en sus operaciones.

En cuanto a las **inversiones en la comunidad**, vimos que estas se dividían en inversiones inmobiliarias y capital riesgo e inversiones en micro-finanzas. Dentro de las primeras se pueden citar los siguientes ejemplos:

- A través de una iniciativa lanzada en 2007, el equipo inversor en inmobiliario de TIAA-CREF ha conseguido reducir la cantidad de energía consumida por metro cuadrado de su cartera inmobiliaria en un 8%. Su objetivo sería conseguir una reducción del 12%.

- En diciembre de 2008, comprometieron 10 millones de euros al Fondo Northwest Louisiana Community Development Fund, que ayuda a promover el desarrollo sostenible y la calidad de vida de una región situada en el noroeste del estado de Luisiana.
- En noviembre de 2010, anunciaron una inversión de 4,5 millones de dólares estadounidenses en la empresa Ice Energy, productora de sistemas de refrigeración eficientes en costes y consumo de energía.
- También han llevado a cabo inversiones en deuda de la empresa American Municipal Power. Parte de esta inversión irá a financiar el proyecto Hidroeléctrico Meldahl, en el río Ohio, y al proyecto Nature, centrado en la conservación de terrenos con el fin de proteger la biodiversidad.
- Por último, dentro sus inversiones en capital riesgo, cabe señalar la adquisición, en mayo de 2014, del 50% del Catalina Solar Project, una planta de energía solar.

Del lado de las inversiones en micro-finanzas pueden citarse la inversión, en febrero de 2008, de 10 millones de dólares estadounidenses en un fondo de capital riesgo, el Catalyst Microfinance Investors, centrado en oportunidades de micro-finanzas en Asia y África. Esta inversión formaba parte de su programa de inversión de 100 millones de dólares en micro-finanzas que fue lanzado en 2006 con una inversión de 43 millones de dólares en capital riesgo en una empresa de micro finanzas, la ProCredit Holding AG.

En 2013, invirtieron 10 millones de dólares en Aavishkaar India II, un fondo de capital riesgo concentrado en inversiones en compañías que desarrollan servicios a comunidades rurales o con infraestructuras deficientes de la India.

Por último, a través de las inversiones en su programa de depósitos bancarios en bancos comunitarios (community banks) lanzado en 2007, TIAA-CREF realiza inversiones considerables en certificados de depósito en bancos centrados en el desarrollo de comunidades desfavorecidas o con difícil acceso a los mercados de capitales. La primera inversión fue de 22 millones de dólares en diferentes filiales de Sorban Corp., el mayor banco de desarrollo en EE. UU. La relación con este banco continuó y el tamaño de las inversiones en certificados de depósitos aumentó a través de la inclusión de otros bancos de este tipo en el universo de contrapartida de estos depósitos. A final de 2010, tenían más de 20 millones de dólares en depósitos de cinco bancos comunitarios.

Es importante señalar su programa Proactive Social Investment (PSI) de inversiones responsables en renta fija de mercados cotizados. Este programa de inversión se concentra en los siguientes temas: acceso a la vivienda, desarrollo de las comunidades, cambio climático y energías renovables y recursos naturales.

La **Integración de criterios ASG en la cartera** depende de la categoría de activos donde se implementa. En su informe ISR de 2013 describían la implementación de esta estrategia en su cartera de inversiones forestales y de terreno de cultivo, así como en las inversiones inmobiliarias. Los factores ASG son tenidos en cuenta en la fase inicial de todas las decisiones de inversión, a través de un equipo especializado que evalúa todos los riesgos y oportunidades ligados a la consideración de factores ASG y su impacto en la rentabilidad de este tipo de inversiones.

En las inversiones inmobiliarias, TIAA-CREF ha desarrollado una serie de medidas que deben ser respetadas, tanto por sus propios gestores inmobiliarios, como por sus socios y colaboradores. Estas medidas están integradas en la Global Real Estate Sustainability Initiative (GRESI) y describen cómo los factores ASG, principalmente eficiencia energética y consumo de agua, son integrados, tanto en la selección inicial de la inversión, como en la gestión corriente de los edificios.

IV.3.G.v. Evaluación y comunicación de resultados

TIAA-CREF publica por Internet informes de rentabilidad de cada una de las opciones de inversión propuestas. En éstos se presenta la rentabilidad de las inversiones para varios periodos, los activos invertidos globalmente en la estrategia y los gastos.

Los resultados de todas las opciones de inversión, incluyendo la Social, se comparan contra índices representativos de un mercado tradicional.

Adicionalmente, en el informe anual, explican los resultados de la Opción Social desde el punto de vista de la sostenibilidad, es decir, el efecto que las decisiones relativas a las ISR han tenido en la rentabilidad financiera. En este informe anual, que publican también en Internet, aparecen los resultados anuales de las inversiones para cada opción de inversión, los costes y los estados financieros.

Su política de Voto aparece anualmente, tanto en su página web, como en la de la Securities and Exchange Commission, el organismo regulador de los mercados financieros en EE. UU.

Por último, a fin de participar en el desarrollo de las ISR en la comunidad inversora, TIAA-CREF publica periódicamente sus políticas y actividades relativas a la responsabilidad social, al gobierno corporativo y al ejercicio de sus derechos como accionista. Al mismo tiempo, trabaja con proveedores de servicios profesionales con el fin de compartir sus conocimientos en materia de ISR.

IV.3.G.vi. Actividades en torno a las ISR

TIAA-CREF participa en el debate público sobre cuestiones de gobierno corporativo y RSC, tanto en el mercado nacional, como global, así como en organizaciones, asociaciones profesionales y conferencias que buscan promover el buen gobierno, proteger los derechos del accionista y avanzar en la responsabilidad social. Asimismo, patrocinan la investigación, organizan conferencias y trabajan con reguladores, organizaciones y otros inversores institucionales para educar empresarios e inversores sobre cuestiones de gobierno corporativo, derechos del accionariado y RSC.

Como ejemplos de estas colaboraciones, puede citarse su asociación con otros inversores en la lucha contra el cambio climático, incluyendo el Global Warming Working Group del PRI, su participación en el Social Investment Forum, la Global Impact Investing Network, el World Bank Green Bond Symposium³⁵, es signatario de los PRI, representan un gran apoyo al CDP y forman parte del INCR.

En abril de 2011, TIAA-CREF se unió al CII y otras 14 compañías de inversión con el fin de apoyar la proposición de aumentar la transparencia y la buena gestión del riesgo de las compañías donde invierten. Cabe citar también su contribución, en junio de 2011, a la fundación de la *Global Initiative for Sustainability Ratings*, una iniciativa independiente creada con el objetivo de desarrollar evaluaciones de sostenibilidad que promuevan un marco de promoción de las inversiones y del consumo de productos de empresas líderes en sostenibilidad.

³⁵ Dialogo entre inversores, emisores e intermediarios de bonos verdes llevado a cabo para hacer evolucionar el mercado de este tipo de bonos destinados a financiar proyectos y / o actividades beneficiosos para el medioambiente.

Adicionalmente, TIAA-CREF es activa en el instituto UrbanLand, una organización global sin ánimo de lucro que promueve mejores prácticas en el uso responsable de los terrenos de construcción. Concretamente, son miembros de su consejo de inversiones inmobiliarias responsables que se concentra en las formas en las que un inversor puede crear valor a través de cambios en las consecuencias económicas, sociales y medioambientales de sus inversiones.

En cuanto a recompensas recibidas en el campo de las ISR, cabe destacar que, en 2014, recibieron el US Environmental Protection y el Agency's (EPA's) ENERGY STAR Sustained Excellence Award, por séptimo año consecutivo, para premiar su buena gestión energética y la reducción en la emisión de gases efecto invernadero. También recibieron, en 2013, el aiCIO Industry Innovation, en la categoría "Estrategia y Táctica: ISR y ASG estrategias", por su evolución hacia las técnicas de inversión responsable.

IV.3.H. VICSUPER FUND (FONDO VICSUPER) - AUSTRALIA

VicSuper Fund³⁶ se estableció en 1994 como un Fondo de pensiones para financiar un plan de contribuciones definidas de empleados del sector público de la provincia de Victoria (Australia). En un principio, fue gestionado por el Victorian Superannuation Board (una organización gubernamental), hasta julio de 1999, cuando fue reemplazada por dos otras organizaciones:

- La compañía VicSuper Pty Ltd (VicSuper), que reemplazó el Victorian Superannuation Board como fiduciario y administrador del VicSuper Fund.
- El Government Superannuation Office (GSO), establecido para administrar el State Superannuation Fund (SSF).

Desde entonces, el VicSuper Fund ha quedado abierto a todas las empresas de Australia, incluidas las del sector privado. Los planes que financia, en principio, son planes de pensiones de empleo y la mayoría de los partícipes contribuyen a partir de las aportaciones de su empresa, aunque también pueden hacer aportaciones individuales. En julio de 2000, VicSuper comenzó a gestionar también fondos de pensiones individuales.

El VicSuper Fund, a 30 de junio de 2014, contenía 13.255 millones de dólares australianos, que incluye los fondos VicSuper Future Saver, VicSuper Commutable Pension y VicSuper Non-Commutable Pension y el VicSuper Term Allocated Pension.

IV.3.H.i. Gobierno

VicSuper, la compañía administradora, tiene un Consejo de directores, cuatro elegidos por las empresas miembros de los Planes y cuatro por los partícipes o beneficiarios. Se reúnen unas once veces al año con el fin de establecer la dirección del Fondo a partir de decisiones propuestas por el Director ejecutivo y realizar el seguimiento y control de la gestión de las inversiones. El Consejo ha establecido varios Comités para ayudarle a ejecutar correctamente sus responsabilidades. Entre ellos están el Comité de auditoría, control y gestión de riesgos, el Comité de inversiones y el Comité de remuneraciones. Las cuestiones ligadas al desarrollo sostenible son tratadas directamente por el Consejo de directores.

³⁶ Información obtenida a partir de su página internet <http://www.vicsuper.com.au>.

Dependiendo del Consejo de directores está el Equipo ejecutivo, a cargo de la dirección de la compañía y, por tanto, de todas las actividades relacionadas con las inversiones del Fondo.

IV.3.H.ii. Política de Inversión

IV.3.H.ii.a. Política financiera

Como el VicSuper Fund financia un Plan de contribuciones definidas, su objetivo es maximizar el rendimiento obtenido por las inversiones, con el fin de aumentar la pensión de los partícipes. VicSuper intenta obtener los mejores rendimientos posibles, con costes bajos, a la vez que provee a los partícipes con las herramientas necesarias para entender y optimizar su participación en el Fondo a través de las diferentes combinaciones de carteras propuestas.

Los objetivos de rendimiento se fijan por un periodo de 10 años y con un tipo de rentabilidad a obtener por encima de la tasa de inflación.

IV.3.H.ii.b. Política ISR

Desde un punto de vista general, VicSuper opina que una economía global viable depende de una oferta sostenible de recursos naturales, un medioambiente saludable, una fuerza de trabajo productiva y una sociedad solidaria. Más específicamente, las cuestiones ligadas al cambio climático y la escasez de agua afectarán tanto a la vida corriente como a la capacidad de las empresas de generar riqueza y proveer buenos rendimientos para sus inversores.

VicSuper, por tanto, opera e invierte basándose en consideraciones económicas, sociales y medioambientales. Su motivación procede de la creencia de que invertir en compañías que tienen en cuenta y gestionan los riesgos ligados a la sostenibilidad estarán mejor posicionadas para aprovechar oportunidades de negocio y soportar la presión que, en el futuro, podrían ejercer los accionistas, consumidores y el propio gobierno para que sean más sostenibles. En definitiva, pretenden que la inclusión de criterios de sostenibilidad en su gestión les conducirá a obtener mejores resultados en el largo plazo. Además, tienen en cuenta el desafío moral que plantean las cuestiones de sostenibilidad como, por ejemplo, el cambio climático presentan.

IV.3.H.iii. Estrategia de Inversión

IV.3.H.iii.a. Estrategia financiera

VicSuper aspira a alcanzar los objetivos de su política financiera a través de una estrategia basada en los siguientes principios:

- La presentación a sus clientes de una oferta de opciones de inversión que cubra diferentes niveles de rendimiento y riesgo. Por tanto, existen nueve carteras distintas dentro del Fondo.
- La utilización intensiva de la gestión indexada.

La distribución de activos estratégica para cada opción la establece el Consejo de directores de VicSuper con la ayuda de un consultor, encargado de determinar el interés de incluir una determinada categoría de activo en las diferentes carteras y de hacer proyecciones de rendimientos y riesgo esperados. VicSuper revisa regularmente la distribución de activos de cada opción de inversión.

El objetivo de rendimiento de las opciones propuestas se describe a continuación y la composición de las carteras asociadas a estas opciones queda reflejada en la Tabla 16.

- Cash – Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 2,2%.
- Term deposit – con esta opción proponen la creación de depósitos a plazo a 3, 6, 9 o 12 meses con el National Australia Bank Ltd.
- Capital Secure – Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 2,8%.
- Capital Stable – Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 3,3%.
- Balanced – Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 4,4%.
- Growth – Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 4,9%.
- Equity Growth – Inversiones en acciones australianas e internacionales así como en inversiones alternativas. Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 5,4%.

- Equity Growth Sustainability – Inversiones en acciones australianas e internacionales así como en inversiones alternativas. Objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 5,4%. Las diferencias con la opción Equity Growth (tradicional) es que, por un lado, no invierte en fondos indexados. Por otro lado, la única inversión que realizan en capital riesgo es en los sectores de las tecnologías limpias y las energías renovables.
- Australian shares – Inversiones en acciones australianas únicamente, con un objetivo de rendimiento por encima de la inflación y en un periodo de diez años: 5,4%.

Cuando un partícipe se incorpora al VicSuper Fund, la cuenta es invertida por defecto en la Growth Option y, a partir de este momento, puede cambiar la opción o crear una combinación de varias. En junio de 2013, VicSuper publicaba en su página de Internet que la opción más popular la constituía la Growth con el 48,7% de los activos totales del Fondo, seguida de la Capital Stable Option, representando el 19% de los activos.

En cuanto al estilo de gestión, VicSuper utiliza un estilo núcleo – satélite. Para la parte núcleo utiliza fondos indexados gestionados de forma pasiva, en el sentido de que los fondos no se compran ni venden a menudo. La parte satélite se gestiona de forma activa para intentar superar los rendimientos del mercado de referencia. La gestión activa se utiliza también para la totalidad de la cartera de inversiones en capital riesgo e inmobiliario.

Por último, poseen una cobertura del riesgo divisa en todas las opciones / carteras. La cobertura llega al 100% en la renta fija, mientras que en las acciones puede variar. Por ejemplo, en acciones internacionales, el nivel de cobertura estratégica mínima se sitúa en el 65%, para disminuir a medida que la opción aumenta en agresividad.

Es importante señalar que la construcción de la estrategia de inversión se realiza independientemente de la aplicación de su estrategia ISR.

Tabla 16. Vicsuper Fund - Carteras estratégicas a 1 de julio de 2014 de las diferentes opciones de inversión propuestas

Opciones / Categorías de activos	Cash and Term Deposit	Capital Secure	Capital Stable	Balanced	Growth	Equity Growth	Equity Growth Sustainability	Australian Shares
Tesorería	100%	36%	17,5%	5%	1%	0	0	0
Renta Fija	0	35,3%	34,6%	26,6%	14,5%	0	0	0
Activos reales	0	15%	15%	15%	15%	0	0	0
Inversiones Alternativas	0	1,3%	2,8%	4,5%	8%	5,9%	5,9%	0
Acciones	0	12,5%	30,1%	48,9%	61,5%	94,1%	94,1%	100%

Fuente: VicSuper (2014).

IV.3.H.iii.b. Estrategia ISR

La política ISR se implementa a través de la Integración basada en la selección de inversiones teniendo en cuenta una combinación de factores económicos, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo capaces de afectar el rendimiento de la inversión, especialmente en el largo plazo. En concreto, la integración de la sostenibilidad en el Fondo se basa en la selección de las inversiones añadiendo las consideraciones siguientes al análisis financiero tradicional:

- Gestión de la reputación, de las crisis y de los riesgos medioambientales (cambio climático, polución), nivel de emisión de gases efecto invernadero, consumo de recursos naturales y gestión de residuos.
- Cuestiones sociales: respeto de los derechos humanos y prácticas laborales.
- Gobierno corporativo. En este último factor, VicSuper selecciona las empresas cuyo gobierno corporativo va más allá del respeto a las cuestiones tradicionales (políticas de remuneración transparentes, independencia del Consejo), para responsabilizar a la empresa en la protección del medioambiente, considerar el equilibrio de los intereses

de todos los afectados por su actividad y adquirir un compromiso de utilización más eficiente de los recursos naturales y humanos.

En su cartera de acciones, veremos que tienen algunos fondos de El mejor de su categoría y temáticos. Poseen una única exclusión, el sector del tabaco, y sólo dos de sus opciones de inversión – la Cash y la Fixed Interest – tienen una exposición limitada a empresas del sector de la energía renovable.

Por otro lado, con el fin de ejercitar sus derechos, así como sus responsabilidades de accionista en las compañías donde invierten, VicSuper utiliza la Negociación y el diálogo con las empresas y el Voto en Juntas de accionistas. La Negociación y el diálogo la llevan a cabo como medio para guardar el valor a largo plazo de las inversiones en nombre de los partícipes del Plan y tratan particularmente los riesgos medioambientales y sociales y su impacto en el valor de la acción. Concretamente, los procesos de Negociación y diálogo cubren cuestiones relativas a la estructura del Consejo, la remuneración, el rendimiento del accionista, gestión de riesgo, emisiones de CO₂, lucha contra la corrupción, operaciones en regiones conflictivas, como por ejemplo Sudán, y actividades controvertidas como la producción de municiones. Adicionalmente, colabora con diversas iniciativas internacionales en el campo de las ISR, como se describen en el apartado H de este capítulo. VicSuper ejercita un diálogo continuo con los gestores de sus fondos de infraestructura para estudiar las mejores prácticas en sostenibilidad del sector y cómo aumentar la integración de la sostenibilidad en las decisiones de inversión y gestión de activos.

La mayoría de las consideraciones ISR se aplican a las acciones cotizadas y, sólo en la opción VicSuper Equity Growth Sustainability, el 100% de los activos se invierte en compañías calificadas como líderes de la sostenibilidad. También tienen categorías de activos donde no se realiza ningún filtro de sostenibilidad, pues consideran que existen todavía importantes avances por realizar en el estudio del grado de sostenibilidad, como es el caso de la liquidez.

Finalmente, VicSuper tiene también en cuenta consideraciones medioambientales y sociales en su propio comportamiento corporativo. En el campo medioambiental, se fijan objetivos de reducción de papel, de consumo de electricidad y de los viajes del personal. Las consideraciones en el terreno social giran en torno a su capacidad de atraer y retener personal de calidad.

IV.3.H.iv. Implementación de la estrategia de inversión

IV.3.H.iv.a. Estructura de la cartera

Todos los activos de VicSuper están gestionados externamente. Los gestores son evaluados sobre la base de su rentabilidad pasada, sus equipos, filosofía y cultura. La capacidad de integración de factores ASG en el proceso de inversión es uno de los puntos de evaluación de los gestores en el momento de la selección. Para determinar esta capacidad, VicSuper requiere de los gestores potenciales la siguiente información:

- Una copia de su política de inversión especificando cómo los factores ASG se integran en el proceso de inversión.
- Ejemplos de casos donde los factores ASG tuvieron algún impacto en la decisión de inversión.
- Información de cómo integran información externa sobre factores ASG en sus análisis de empresas y la construcción de la cartera.
- Una copia de su política de Voto y de Negociación y Dialogo.
- Su participación en los PRI.

IV.3.H.iv.b. Ejecución

El modo de ejecutar las inversiones ISR en el VicSuper Fund difiere bastante entre categorías de activos, por lo que el proceso se describe separadamente:

En **acciones**, VicSuper lleva a cabo una investigación a través de proveedores externos de los riesgos medioambientales, sociales y de buen gobierno de las empresas en cartera, con el fin de realizar un proceso de Negociación y dialogo con aquellas empresas que comporten mayores riesgos, que será ejecutado por estos mismos proveedores externos.

La Integración de factores ASG en la cartera de acciones la llevan a cabo gestores externos, seleccionados precisamente por su capacidad potencial de poder ejecutar este tipo de estrategia ISR. El rango para la selección de inversiones a partir de la integración se establece en función de cómo las empresas crean ventajas competitivas derivadas de oportunidades relacionadas con la sostenibilidad y de cómo gestionan los riesgos. También seleccionan las empresas que están en una mejor situación de beneficiarse de las tendencias y oportunidades ligadas a la sostenibilidad.

VicSuper también invierte en el Fondo Carbon Aware International Shares Fund que a su vez invierte en una cartera de acciones de empresas cuyo objetivo es reducir un 50% de las emisiones de CO₂ en relación con su referencia (un universo de empresas tradicionales), a la vez que busca obtener un rendimiento similar al de un fondo indexado al mercado de acciones internacional.

Finalmente, la evaluación que realizan de la huella de CO₂ de su cartera de acciones cotizadas se realiza a través del especialista en esta área Trucost.

VicSuper lleva acabo la Negociación y el diálogo con las empresas cotizadas australianas a través de Regnan Governance Research and Engagement Pty Ltd (Regnan), una compañía proveedora de este tipo de servicios. Su mandato consiste en identificar y calibrar los riesgos que corre el valor de la acción de las empresas australianas a causa de factores ligados a la sostenibilidad. Una vez hecho este análisis, Regnan emprende un diálogo con el equipo directivo de la compañía para intentar activar un cambio o evolución en la actitud de la empresa. También trabajan con el Australian Council of Super Investors.

Para la Negociación y diálogo con empresas internacionales, organismos reguladores y otros intermediarios, VicSuper ha contratado los servicios del especialista británico Hermes Equity Ownership Services. El proceso de calificación de los riesgos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo de Hermes es ligeramente diferente del de Regnan, aunque comparten el mismo objetivo de aumentar el valor de los accionistas.

El Voto en las Juntas de accionistas de las empresas australianas de la parte *core* de su cartera lo hacen a través del gestor BlackRock Investment Management Australia Ltd y Vinva Investment Management. Los votos de las empresas de la parte *satellite* la delegan en los diferentes gestores. Por otro lado, en acciones internacionales *core*, el derecho del voto está delegado en Hermes Equity Ownership Services y Vanguard Investments. Mientras que, la parte de las empresas *satellite*, la hacen los gestores externos y Generation Investment Management.

En **renta fija**, llevan a cabo la estrategia de Integración a través de gestores externos. Asimismo, en 2012, invirtieron en un nuevo índice desarrollado por Barclays Capital con el fin de asegurarse que los Estados a los que compran deuda tienen las mejores prácticas de buen gobierno.

En **capital riesgo**, VicSuper ha comprometido fondos en inversiones en fondos australianos e internacionales de tecnologías limpias como, por ejemplo, el Cleantech Australia Fund, el Emerald Cleantech Fund II LP y el Macquarie Private Equity VicSuper Trust Climate Solutions Fund.

En la inversión en **activos reales**, VicSuper incluye la inversión en empresas o propiedades inmobiliarias, en servicios al ecosistema, en infraestructura, en bosques y en terrenos agrícolas.

Los gestores tradicionales de propiedades inmobiliarias integran en sus carteras los siguientes factores ligados a la sostenibilidad: uso de agua y energía, salubridad y seguridad de los edificios, producción de residuos, accesibilidad a los inmuebles, gestión del riesgo y emisión de gases de efecto invernadero.

La inversión en servicios al ecosistema, como el proyecto de gestión de terrenos rurales y agua en el Norte de Victoria (Future Farming Landscapes), está considerada una inversión ISR por sí misma.

VicSuper invierte en activos en infraestructura a través de fondos que integran las cuestiones ISR de dos formas principalmente: a través de inversiones en activos que reducen o tienen una emisión de CO₂ menor que otros activos comparables, por ejemplo, tecnologías de energías renovables, o gestionando activos que buscan reducir el consumo de recursos o maximizar la eficiencia operacional.

IV.3.H.v. Evaluación y comunicación de resultados

La compañía gestora VicSuper realiza, por un lado, informes mensuales sobre las inversiones del Fondo para el Consejo de directores y, por otro lado, publican en Internet dos informes, llamados Conciso y Completo, que difieren en el detalle con que se presenta la información. Ambos presentan la organización de la compañía, la política y estrategia de inversión, los resultados de las diferentes opciones de inversión, los objetivos a conseguir durante el año y la evaluación de los objetivos establecidos. El informe Completo se confecciona de acuerdo a las directrices de la Global Reporting Initiative (GRI) – marco de referencia para los indicadores económicos, sociales y medioambientales.

En 2010, combinaron por primera vez el Informe de rendimiento financiero y el de sostenibilidad con el fin de mostrar en un mismo documento los rendimientos financieros y

las conexiones entre los factores económicos, sociales y medioambientales. Aparte, el informe de las actividades de voto de VicSuper es actualizado todos los meses y puesto a disposición de los partícipes. La información describe los asuntos en los que se votó que decisión se votó, y el resultado final de la votación (si está disponible).

Por último, VicSuper publica en su página de Internet extensa información sobre la compañía, las características del Plan y de los fondos propuestos, la mejor manera para los partícipes de decidir y gestionar las opciones de inversión propuestas y los procedimientos de gestión y administración del Fondo.

IV.3.H.vi. Actividades en torno a las ISR

VicSuper colabora y comparte conocimientos y experiencia con otros inversores institucionales en temas ligados a los mayores riesgos que corren las inversiones en relación al cambio climático, el gobierno corporativo y la ética en los negocios.

En lo que respecta a las iniciativas comunes de Negociación y diálogo, análisis e investigación, VicSuper participa en aquellas promovidas por UNEP FI, el IIGCC, del que ha sido miembro fundador para Australia y Nueva Zelanda), y el CDP. Asimismo, es miembro de la Association of Superannuation Funds de Australia, el ACSI, el Australian Institute of Superannuation Trustees, el ESG Research Australia, el Financial Ombudsman Service, la ICGN y la Responsible Investment Association Australasia. También es signatario del CDP, el WDP, el Forest Footprint Disclosure Project y de los PRI de la ONU.

IV.3.I. FONDO DEL PLAN DE PENSIONES DE EMPLEADOS DE TELEFONICA DE ESPAÑA

El Plan de Pensiones de Empleados de Telefónica de España³⁷ es un sistema de pensiones de empleo de contribuciones definidas, promovido por la empresa Telefónica de España, S.A.U para sus empleados.

A 30 de junio de 2014, el Fondo que financia el Plan (el FPT) contaba con 2.890 millones de euros.

IV.3.I.i. Gobierno

La Comisión de Control del Plan es el órgano que supervisa el funcionamiento del Plan y del Fondo. Está compuesta por 14 miembros, de los cuales diez son representantes de los partícipes/beneficiarios y cuatro son nombrados por Telefónica de España. La Comisión de Control se organiza para su funcionamiento en las siguientes comisiones de trabajo:

- Comisión de gestión, que tiene las funciones de la Comisión de Control entre plenos.
- Comisión de inversiones, que tiene como función la vigilancia y el seguimiento de la ejecución de la política de inversiones.
- Comisión de prestaciones, que tiene como función la supervisión del pago correcto de las prestaciones y la aprobación de casos extraordinarios de rescate de derechos.

La Oficina de Atención al Partícipe se ocupa de toda la gestión administrativa referente al Plan. El Fondo que financia el Plan lo gestiona la Entidad gestora, Fonditel Pensiones E.G.F.P. S.A. (Fonditel) perteneciente al Grupo Telefónica. Esta Entidad gestiona otros 34 Fondos de pensiones de empleo con un patrimonio aproximado de 4.100 millones de euros, según información pública de septiembre de 2014.

IV.3.I.ii. Política de inversión

IV.3.I.ii.a. Política financiera

La política financiera del FPT la determina la Comisión de Control de acuerdo al Reglamento del Plan, la Ley de Planes y Fondos de Pensiones española y con arreglo a las

³⁷ Información obtenida de su página internet <http://www.pensetel.com/quienes.jsp>
<https://www.fonditel.es/Portal.aspx>

consultas realizadas a la Entidad gestora. La revisión más reciente se realizó en junio de 2014 y en ella se establecía como objetivo financiero la búsqueda de un rendimiento a largo plazo en torno al índice de inflación de la zona euro más tres puntos porcentuales.

IV.3.I.ii.b. Política ISR

En la última revisión de la política de inversiones del FPT, se establece que ‘el horizonte temporal a largo plazo se encuentra claramente vinculado a la sostenibilidad de las inversiones que conforman la cartera de inversión del Fondo’. Así, la política de inversión tiene una clara vertiente ISR donde se establece que se utilizarán criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (criterios ASG), compatibles con los criterios de composición de las inversiones.

El FPT asume que la inclusión de las cuestiones ISR puede aportar valor a las inversiones, siendo incluso una medida necesaria para el control de los riesgos y para identificar oportunidades que pueden tener un impacto en el rendimiento de la cartera.

Por último, la Comisión de Control estima ejercer la responsabilidad social con respecto a partícipes y beneficiarios, así como también con la sociedad en su conjunto a través de la promoción de la Responsabilidad Social Empresarial en los valores en los que el Fondo invierte.

IV.3.I.iii. Estrategia de inversión

IV.3.I.iii.a. Estrategia financiera

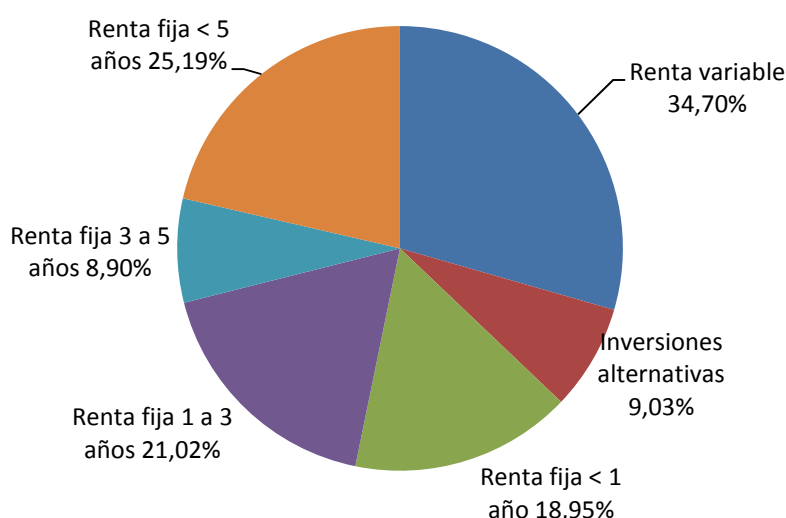
La cartera estratégica del Fondo se establece, en líneas generales, del siguiente modo:

- Renta Fija y Tesorería: 51%. Esta cartera se compondrá de deuda pública de países de la OCDE o de instituciones u organismos internacionales de los que España sea miembro y de bonos de empresa (incluidos bonos convertibles).
- Renta Variable: 34%. Preferentemente de Europa, Norteamérica y países emergentes. El límite máximo para esta última zona geográfica será el 15% del total del patrimonio. La cartera de acciones estará formada preferentemente por valores de media y alta capitalización de los mercados de la OCDE.
- Inversiones alternativas (inmobiliario, capital riesgo, gestión alternativa, materias primas y otros): 15%. Sin límite específico para cada inversión individual. La

inclusión en la cartera de inversiones de este tipo de activos, dependerá esencialmente de las oportunidades que ofrezca en cada momento el mercado, de la legislación vigente sobre este tipo de inversiones y de su aportación a la composición y gestión de la cartera en su conjunto.

La composición de la cartera el 31 de junio de 2014 era el que se refleja en la Figura 19.

Figura 19. Fondo del Plan de Pensiones de los Empleados de Telefónica. Cartera a 31/06/2014



Fuente: Comisión de control. Plan de pensiones de los empleados de Telefónica (2014).

IV.3.I.iii.b. Estrategia ISR

El análisis de sostenibilidad se hace sobre la base de principios internacionales como los PRI, el Pacto Mundial de la ONU, la Líneas Directrices para las Empresas Multinacionales de la OCDE, los Principios de la OCDE sobre el buen gobierno, la Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social de la OIT, los Principios Rectores de la ONU sobre Empresas y Derechos Humanos y el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV.

También tiene como objetivo el ejercicio del derecho de Voto en las sociedades españolas cotizadas. En este sentido, ha votado en las Juntas de Accionistas respectivas

conforme a los criterios de buen gobierno corporativo contenidos en el Código Unificado de Buen Gobierno de la CNMV.

IV.3.I.iv. Implementación de la estrategia

IV.3.I.iv.a. Estructura de la cartera

Vehículo de inversión

Fonditel se ocupa de la implementación de la estrategia del FPT a través de inversiones en títulos individuales, fondos de inversión colectiva, derivados u otros vehículos permitidos en la normativa. La inversión a través de fondos se reserva para aquellas categorías de activos donde Fonditel considera que se consigue una gestión más eficiente en términos de costes o más diversificada que con la inversión directa y serán seleccionados según criterios de solvencia, rentabilidad comparada a medio plazo, volatilidad asociada y comisiones.

IV.3.I.iv.b. Ejecución

A lo largo de 2013, las inversiones socialmente responsables del fondo alcanzaron los 68.65 millones de euros, cifra que representa el 2,4% del patrimonio. De esta cantidad total de inversiones ISR, el 42,58% se encuentra en sociedades y fondos temáticos medioambientales, de energías renovables, de empresas o proyectos relacionados con el agua y con el sector forestal. El 43,75% en sociedades dedicadas a vivienda social para alquiler y residencias de estudiantes. El 19,95% en fondos destinados al buen gobierno corporativo y el 2,72% en fondos de capital riesgo cuyos gestores son signatarios de los PRI.

Además, es de reseñar que se ha programado la valoración de la integración de criterios ASG en renta variable europea, por medio de la asignación de una nota ASG con el apoyo de una herramienta externa de análisis.

Por último, es pertinente indicar que la Comisión de Control ha estimado oportuno realizar las valoraciones y, en su caso, las actuaciones necesarias para adherirse a los PRI en 2014. Para ello, cuentan con el apoyo de la Entidad gestora del fondo, que asumirá el seguimiento de las actividades que la adhesión conlleve.

IV.3.I.v. Evaluación y comunicación de resultados

En la página Internet del Plan de Pensiones publican toda la información relativa al Plan (reglamento, regulación, modalidades de cobro, procedimientos a seguir, etc.) y al Fondo

que lo financia (política de inversiones o rentabilidad). Además, tienen dos publicaciones periódicas: los boletines mensuales, por un lado, con información sobre las pensiones, regulación fiscal, etc., así como la situación de los mercados, la composición de la cartera y la rentabilidad para varios periodos. Por otro lado, el Informe Anual tiene este mismo tipo de información pero más detallada. El de 2013, describe las prácticas en materia ISR y la declaración de la política de inversión, respetando la obligación que tienen los Fondos de pensiones del sistema de empleo, a partir de enero de ese año, de mencionar en la declaración de los principios de inversión si se tienen en consideración los riesgos extra-financieros y la obligación de dar noticia en el informe de gestión anual de la política ISR.

Cabe destacar la organización en 2012, por parte de la Comisión de Control, de las XVIII Jornadas del Plan de Pensiones de Empleados de Telefónica que constituyó un foro divulgativo sobre la gestión de los riesgos extra-financieros. El evento contó con un programa íntegro en materia de ISR/Responsabilidad Social Empresarial, bajo el título: “La Inversión Socialmente Responsable: Oportunidad ante la Crisis”.

IV.3.I.vi. Actividades en torno a las ISR

Fonditel, la entidad gestora del Fondo, es uno de los miembros fundadores del Foro Español de Inversión Socialmente Responsable (SPAINSIF) y está en curso, como se ha mencionado, de firmar los PRI.

Entre sus actividades de promoción de las ISR, por ejemplo, destaca la creación de la Cátedra Telefónica-UNED de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad y la participación de Fonditel en el proyecto de investigación conjunto entre España y Francia sobre el compromiso y el diálogo activo de los inversores por medio de la Universitat Jaume I de Castellón, el Laboratorio de Economía de la École Polytechnique de París, la Cátedra FDIR - Finance Durable et Investissement Responsable (París) y la AFG.

IV.3.J. ETABLISSEMENT DE LA RETRAITE ADDITIONNELLE DE LA FONCTION PUBLIQUE (INSTITUCIÓN GESTORA DEL PLAN DE PENSIONES COMPLEMENTARIO DE LA FUNCION PUBLICA FRANCESA) - ERAFP

La Institución gestora del Plan complementario de pensiones de la función pública³⁸ (Etablissement de la Retraite Additionnelle de la Fonction Publique, ERAFP en sus siglas en francés) es una institución administrativa constituida a partir de la reforma de las pensiones llevada a cabo en Francia en 2003 por la cual se decidió crear un Plan complementario de pensiones de contribuciones definidas, obligatorio y totalmente financiado. Este plan completaría³⁹ el Plan general de los funcionarios del Estado, de las administraciones territoriales y de los hospitales públicos.

La ERAFP gestiona este Plan de pensiones en su totalidad, es decir, recibe las aportaciones de los partícipes, realiza el pago de las prestaciones y, al mismo tiempo, gestiona el Fondo creado por la diferencia entre ambos flujos, el cual poseía 15.300 millones de euros a 31 de diciembre de 2013.

IV.3.J.i. Gobierno

La ERAFP está gestionada bajo la tutela del Estado francés, que se materializa a través de la presencia de un comisario del Gobierno en su Consejo de administración.

El Consejo de administración es un órgano decisorio autónomo compuesto por 19 miembros: ocho representantes de los partícipes del Plan propuestos por los sindicatos, ocho representantes de la Patronal y tres expertos en pensiones. El Consejo de administración se apoya sobre cuatro Comités técnicos que le ayudan en la toma de decisiones: el Comité de pilotaje del activo-pasivo, el Comité de auditoría, un Comité de control de ingresos y pago de pensiones y un Comité de seguimiento de las inversiones, que cuenta con especialistas ISR. Asimismo, cuenta desde 2011 con una oficina que le permite seguir los asuntos de la ERAFP entre dos plenos y, desde 2012, con una Comisión de comunicación.

³⁸ Información obtenida de su página internet <http://www.rafp.fr>.

³⁹ La pensión adicional se calcula en función de las primas, horas extras y otros ingresos accesorios al sueldo principal.

Las decisiones sobre la política y la estrategia financiera las toma el Consejo de administración. En concreto, la determinación de la distribución de activos, la evaluación de la deuda del Plan y el nivel de reserva a establecer para cubrir esa deuda. También toma las decisiones sobre la política y la estrategia ISR. Por último, aprueba el presupuesto y publica las cuentas anuales.

La implementación de la estrategia de inversión la realiza un Departamento de gestión técnica y financiera dentro de la ERAFP. Este departamento se encarga de gestionar internamente las obligaciones soberanas, controla los gestores externos y las agencias de notación e informa al Consejo de administración y al Comité de seguimiento de la política de inversión del grado de aplicación y de los resultados de la estrategia de inversión.

La gestión administrativa del Plan y de la Institución ha sido confiada a la Caisse des Dépôts et Consignations, que queda bajo la tutela y el control del Consejo de administración.

IV.3.J.ii. Política de inversión

IV.3.J.ii.a. Política financiera

El objetivo financiero del Fondo consiste en mantener la viabilidad del régimen, entendida como la cobertura de la deuda con los activos. Al mismo tiempo, el Plan debe mantenerse en un nivel de solvencia suficiente para poder afrontar los riesgos a los que se enfrenta.

IV.3.J.ii.b. Política ISR

En lo que concierne a las inversiones socialmente responsables, los objetivos se establecieron como el deseo de tener una política de inversiones que tenga en cuenta la búsqueda del interés general. Esto implicaba que se procedería a realizar inversiones socialmente responsables en la totalidad de los activos.

La ERAFP consideraba que tener en cuenta únicamente el rendimiento financiero de las inversiones ignoraría las consecuencias sociales, económicas y medioambientales de las mismas. Mientras que incorporar los valores de su política ISR valorizaría las actividades, las empresas y las administraciones públicas que respetaran sus principios. Al mismo tiempo, la ERAFP pensaba que la cuestión ISR formaba parte de la identidad de un Fondo de pensiones como el suyo, con un horizonte de inversión de largo plazo, pues la consideración de criterios

extra financieros contribuye a una mejor gestión y control de los riesgos en el largo plazo. Por último, en su opinión, la estrategia ISR debería generar un rendimiento comparable al de una estrategia tradicional.

El referencial de valores ISR de la ERAFP fue creado y es puesto al día por el Consejo de administración a partir del trabajo de preparación llevado a cabo por el Comité de seguimiento de las inversiones y al que contribuyeron las agencias de notación ISR. Estas agencias en la actualidad, además, se encargan de evaluar las empresas donde el Fondo invierte y de establecer el sistema de alertas.

La política ISR de la ERAFP se basa en cinco pilares, es decir, que los cinco principales criterios a evaluar en el comportamiento de las empresas / Estados son:

- Estado de derecho y derechos humanos: que comprende la no discriminación, la libertad de opinión y de expresión, el respeto de los derechos de los trabajadores y la lucha contra la corrupción y el blanqueamiento de dinero.

Para analizar los Estados, la ERAFP tiene en cuenta, además de su grado de adhesión e implementación de las convenciones internacionales de la ONU y la OIT, otros tres principios, que sirven también de criterios de Exclusión: el rechazo a la pena de muerte, a la utilización de niños como soldados y a la tortura.

- Progreso social: que incluye el respeto a las reglas fundamentales del derecho de los trabajadores, la contribución al desarrollo del empleo, tanto en términos cuantitativos como cualitativos con proyectos de inversión destinados a este efecto, y estrategias de gestión de recursos humanos.
- Democracia social: representada por el respeto del derecho sindical y del derecho a la huelga, la libertad de sindicarse y la atribución de medios a los representantes del personal, respeto de los interlocutores sociales, información, consulta y negociación colectiva, existencia de organismos participativos, capacidad de estos para hacer proposiciones y nivel de consideración de estas proposiciones por parte de la empresa, atribución de medios al Comité de higiene y seguridad en el trabajo y grado de seguimiento de sus recomendaciones.
- Medioambiente: criterio que mide el impacto medioambiental de la actividad y de sus procesos de producción, la promoción y puesta en marcha de políticas

medioambientales, la información sobre medioambiente y el impacto económico y social de su actividad en la comunidad.

- Buen gobierno y transparencia: que concierne al equilibrio de poderes y eficacia de los órganos decisorios y ejecutivos, la eficacia de las auditorías y los mecanismos de control, los métodos de remuneración de los directivos, la trazabilidad de las decisiones, la buena aplicación de las reglas jurídicas o fiscales, la implementación de reglas éticas (rechazo de paraísos fiscales, lucha contra el blanqueamiento de dinero, existencia de códigos deontológicos, entre otros aspectos), el establecimiento de modelos de relaciones con el conjunto de las partes implicadas en la actividad de la empresa / Estado y transparencia sobre la actividad y su situación financiera.

Como complemento a este referencial sobre el que las empresas son evaluadas, la ERAFP se compromete a respetar los PRI.

IV.3.J.iii. Estrategia de inversión

IV.3.J.iii.a. Estrategia financiera

La estrategia financiera se establece sobre un horizonte a largo plazo pues, dada la reciente creación del Plan, las entradas de fondos superaran a las salidas durante un extenso periodo.

La distribución estratégica de activos está fijada legalmente al 65% mínimo de obligaciones, el 25% como máximo de activos llamados “de diversificación” (acciones o fondos diversificados) y el 10% como máximo de inmobiliario.

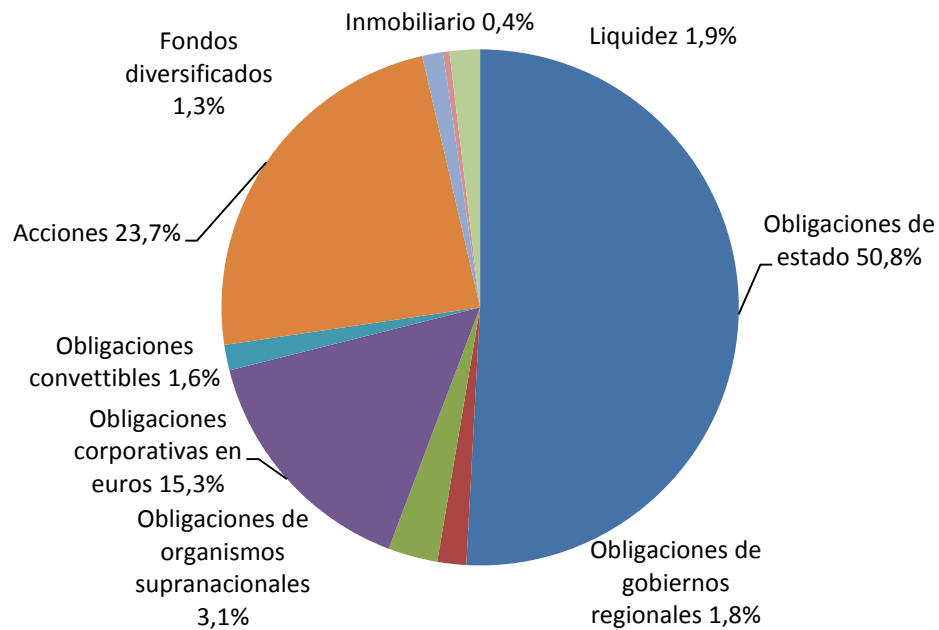
A 31 de diciembre de 2013 la cartera tenía la estructura que se refleja en la Figura 20.

En cuanto al estilo de gestión, éste varía con la categoría de activo. Así, para las obligaciones, la gestión es activa, sobre todo en la parte de obligaciones de empresa y convertibles. En cuanto a la gestión de acciones, la ERAFP actualmente la divide en gestión indexada, gestión activa con límites de desviación con respecto a un índice y gestión activa sin límites.

En principio, la estrategia financiera no se ve afectada por el componente ISR del Fondo, pues se determina a partir de un modelo clásico de optimización de rentabilidad y riesgo de activos tradicionales. Es más, la diversificación progresiva hacia clases de activos

donde los títulos están peor calificados desde el punto de vista ISR, deseada dentro de la estrategia financiera, ha conducido en ocasiones a una disminución de la calificación ISR de la cartera.

Figura 20. Fondo del Etablissement de la Retraite additionnelle de la fonction publique - Situation de la cartera a 31/12/2013



Fuente: ERAFP.

IV.3.J.iii.b. Estrategia ISR

La estrategia ISR utilizada es la selección positiva del tipo El mejor de su categoría. La razón de esta decisión es que la ERAFP considera que, aparte de los tres criterios de exclusión relativos al Estado de derecho y los derechos humanos y que conciernen sobre todo a los Estados, no tiene sentido excluir determinados sectores de actividad. Pues, en cualquier caso, puede haber en la cartera empresas / Estados con estrechos vínculos con los sectores excluidos.

Los tres factores clave de la evaluación son el medioambiente, la política social y el gobierno corporativo. Los criterios de evaluación se basan en una serie de normas emitidas por organizaciones internacionales tales como la Declaración universal de los derechos humanos, las convenciones de la OIT y la Declaración de Rio sobre el medioambiente y el desarrollo.

Además de invertir en las mejores empresas en términos de responsabilidad social de cada sector, el ERAFP dispone de un sistema que valoriza los progresos realizados a través de la inversión en aquellas que han mejorado su RSC. A su vez, intentan acompañar a las empresas que registran una tendencia de progreso continuo.

En cuanto a las especificidades por clases de activos, cabe señalar el interés de la ERAFP en modificar el método y el proceso de evaluación ISR de las obligaciones emitidas por las colectividades territoriales, con el fin de adaptarlo mejor a las características propias de estos emisores.

El Consejo de administración publicó, en marzo de 2012, las líneas directrices en materia de activismo accionario (política de Voto y Negociación y dialogo). La política de Voto cubre los tres aspectos clásicos de la responsabilidad social - medioambiente, política social y gobierno corporativo - y debe ser aplicada por sus gestores y ser revisada anualmente.

IV.3.J.iv. Implementación de la estrategia de inversión

La ERAFP gestiona las obligaciones soberanas o similares internamente. El resto de la cartera está externalizada a través de fondos de inversión personalizados para las acciones, un mandato de gestión para las obligaciones de empresa y la inversión directa en inmobiliario.

Además de los gestores externos, la ERAFP trabaja con agencias de notación ISR en misiones separadas según la categoría de activo. Estas agencias de notación, además de contribuir a la creación y evolución de los valores de la política ISR, proveen con notas ISR a los gestores internos de renta fija, transmiten un informe trimestral de evaluación de todos los activos y alertan a la ERAFP de posibles incumplimientos de los requerimientos ISR, por parte de las empresas invertidas, tanto por los gestores internos como externos. Del mismo modo, participan en la creación de los informes de evaluación extra financiera.

IV.3.J.iv.a. Estructura de la cartera

Vehículo de inversión

Como se ha visto anteriormente, la ERAFP lleva a cabo la inversión de la renta fija pública internamente y a través de la gestión en directo de títulos. Para las acciones y las obligaciones convertibles, el vehículo de inversión utilizado son los fondos de inversión colectiva y mandatos y fondos personalizados. Por último, las inversiones en inmuebles, en

obligaciones corporativas y en fondos diversificados se llevan a cabo mediante mandatos personalizados y sociedades de inversión inmobiliaria.

Selección de gestora

La ERAFP selecciona la gestora siguiendo las normas concursales públicas francesas. En general, utilizan el procedimiento de concurso restringido por el que proceden, en un primer momento, a la preselección de las candidaturas para luego seleccionar un gestor dentro de éstas.

A modo de ejemplo, para la gestión ISR de acciones de empresas de grande y mediana capitalización de la zona euro, los criterios de selección de la gestora fueron (por orden decreciente):

- El proceso de gestión y los equipos. Concretamente, la construcción de la cartera, la investigación y análisis financiero y extra financiero y las posibilidades de cooperación entre el gestor y la ERAFP en materia de ISR.
- La organización de las operaciones de inversión. En particular, el control de riesgos y la comunicación de resultados.
- Los costes de gestión.

IV.3.J.iv.b. Ejecución

La cartera del Fondo de la ERAFP comenzó con renta fija estatal (las primeras inversiones se hicieron a finales de 2005), a la que poco a poco se le añadieron otras clases de activos: acciones zona euro (2007), acciones internacionales y obligaciones de empresa (2009), inmobiliario (2013), por citar algunos ejemplos.

Desde el comienzo de las inversiones (en renta fija estatal), hasta la creación e implementación de su estrategia ISR, las inversiones en obligaciones se realizaban basándose en el nivel de corrupción de los Estados y su grado de adhesión a las convenciones internacionales.

En 2007, se crean las primeras carteras de acciones ISR de la zona euro. Más adelante, a medida que la estrategia financiera se hacía más compleja y los primeros mandatos se fueron renovando, la composición de la cartera y su componente ISR variaban también y, con ello, los gestores.

De este modo, por un lado, en 2008, cuando la distribución de activos se amplió a acciones internacionales de países de la OCDE y a obligaciones de empresas, se seleccionaron dos gestores de acciones internacionales ISR y uno de obligaciones de empresas ISR. Por otro lado, en 2010, los tres mandatos acciones zona euro se renuevan, los estilos de gestión evolucionan y se lanza un concurso para adjudicar seis mandatos en total dentro de las acciones de la zona euro, de acuerdo a los siguientes estilos de gestión:

- Pequeñas y medianas capitalizaciones en gestión indexada.
- Grandes y medianas capitalizaciones en gestión indexada.
- Grandes y medianas capitalizaciones en gestión activa referenciada a un universo ISR.
- Grandes y medianas capitalizaciones en gestión activa no referenciada.

En 2010, a fin de limitar las situaciones donde el voto de los diversos gestores externos difiere, la ERAFP les pidió ser consultada sobre las intenciones de voto antes de las Juntas de accionistas de ciertas empresas. La ERAFP aplicaba este control sólo a las empresas francesas presentes en la cartera de la mayoría de sus gestores, dada su corta experiencia en el análisis de las resoluciones y lo limitado de los recursos disponibles para esta labor.

En lo que concierne a la actividad de Negociación y diálogo, la ERAFP intervenía en un principio para conseguir que los gobiernos territoriales emisores de deuda, peor calificados desde un punto de vista ISR debido a la escasez de información provista por estas instituciones, se implicaran más en el proceso de notación ISR. En cuanto a los emisores privados, la negociación y el dialogo está delegada a gestores externos (junto con la delegación de la gestión).

IV.3.J.v. Evaluación y comunicación de resultados

En el caso de la gestión interna, la rentabilidad financiera es calculada por la ERAFP / CDC. En el caso de la gestión externa o delegada, la información financiera es calculada por ambos: la ERAFP/CDC y los gestores. La evaluación ISR procede de los gestores y de las agencias de notación. Posteriormente, es presentada al Comité de seguimiento de las inversiones / Consejo de administración durante sus reuniones. Los gestores externos de la ERAFP también comunican sus acciones relativas al voto a la institución trimestralmente.

La información sobre la contribución del componente ISR a la rentabilidad procede de las Agencias de notación ISR, las cuales presentan un informe trimestral al departamento de

gestión financiera y, al mismo tiempo, proveen de alertas mensuales sobre empresas que incumplirían la política ISR de la ERAFP. El departamento de gestión financiera presenta la información (financiera e ISR) al Comité de seguimiento de las inversiones / Consejo de administración durante sus reuniones para su evaluación y posible rectificación si fuera necesario.

La ERAFP publica en su informe anual (accesible en Internet) la composición de la cartera, los resultados de su estrategia financiera, así como la implementación de su política ISR. La cartera de la ERAFP es evaluada teniendo en cuenta los criterios de la política ISR y comparada con la evaluación ISR de un índice de referencia tradicional. En el informe anual la ERAFP también hace un análisis de la participación del componente ISR en la rentabilidad financiera de la cartera y dedica un apartado a informar de las modificaciones introducidas y del desarrollo previsto para la estrategia de inversión (financiera e ISR) en el medio plazo.

La ERAFP ha creado un barómetro de medición de sus resultados que consiste en una serie de principios representativos de su política ISR. La ERAFP concentra su política de comunicación en estos principios y, al mismo tiempo, la hace parte de su política de promoción de las ISR:

- Lucha contra la emisión de gases de efecto invernadero.
- Rol de la mujer y lucha contra las discriminaciones sexistas.
- Respeto del derecho sindical y del derecho a la negociación colectiva.
- Calidad de las garantías contractuales de los trabajadores.
- Evolución del empleo.
- Medidas tomadas para hacer evolucionar las competencias de los trabajadores.
- Lucha contra la corrupción.
- Relación masa salarial / remuneración de accionistas (para la empresas).

Aparte de la información (pública) sobre la gestión del Fondo, la ERAFP, como gestora del Plan, mantiene la política de información a los partícipes sobre todos los aspectos del mismo. Para ello, regularmente publica información sobre el Plan en Internet y emprende campañas masivas de comunicación a los partícipes. Además, la ERAFP tiene como objetivo organizar acciones de formación e información dirigidas a los departamentos de recursos humanos de las instituciones patrocinadoras del Plan con el fin de que sean capaces de transmitir información sobre el mismo a los empleados.

IV.3.J.vi. Actividades en torno a las ISR

Signatario de los PRI de la ONU desde 2006. En 2014, deciden aumentar su implicación en este grupo participando activamente en diversas iniciativas de negociación y dialogo colectivos sobre la prevención de la corrupción, las relaciones de trabajo y las condiciones de trabajo en la agricultura.

La ERAFP participó en 2008 en la creación de la cátedra « Finanzas sostenibles e inversiones responsables » (Finance durable et investissement responsable) de la Escuela Politécnica y el Instituto de economía industrial de Toulouse.

En 2013, la ERAFP se une a la Iniciativa para la transparencia de las industrias extractivas y al Grupo de inversores institucionales sobre el cambio climático.

Compiten (y ganan) en concursos del tipo Mejor fondo de pensiones europeo ASG de IPE, donde obtuvieron este galardón en 2010 y 2012, y del TBLI, donde han obtenido el premio al mejor inversor ASG europeo dos años consecutivos: 2010 y 2011.

Asimismo, es oportuno señalar su participación en numerosas conferencias y ponencias sobre las ISR.

IV.4. Resumen

Dado lo extenso del capítulo IV y la gran cantidad de información presentada, parece oportuno resumirlo a través de la presentación agregada del proceso inversor de todos los Fondos analizados.

IV.3.A. Gobierno

Comenzando con el Gobierno, por regla general, existe un órgano principal que toma las decisiones más importantes relativas a la política y estrategia de inversión - incluidas las relacionadas con las ISR - habitualmente a partir de las recomendaciones de Comités especializados por materias, de consultores externos y de los gestores de inversiones.

En los Fondos que financian planes de pensiones de empleo - la mayoría de nuestra muestra -, este órgano principal incluye tanto representantes de los patrocinadores como de los beneficiarios de los planes. Por su parte, en los de los Fondos públicos de reserva para las pensiones, la legislación interviene para crearlo y regularlo.

Dependiendo de estos órganos de decisión, suele existir una estructura de gestión que se encarga de implementar las decisiones de política y estrategia de inversión.

Muchas estructuras de gobierno incluyen, en los órganos de decisión, grupos dedicados a las ISR que definen la política y la estrategia en este terreno y participan en mayor o menor medida en su ejecución. En paralelo, dentro de las estructuras que implementan las estrategias, suele haber especialistas de las ISR. Así, hemos visto que en el FRR existe un Comité de inversión responsable que decide sobre la política ISR, que es ejecutada por un equipo especializado en estrategia de gestión responsable. En la ERAFP, el Consejo de administración (el Órgano principal de decisión) decide sobre las grandes líneas a seguir en materia de inversión socialmente responsable y controla la implementación realizada por el equipo de gestión. Todo con la cooperación del Comité de seguimiento de las inversiones que incluye especialistas de las ISR. Dentro de los Fondos del Reino Unido, el EAPF cuenta con un responsable de ISR dentro de su estructura de gestión de 10 personas y, en el Fondo del USS, seis gestores están dedicados a las inversiones responsables. El SPU de Noruega cuenta con un Consejo de Ética y un Consejo de consulta en gobierno corporativo en sus órganos de decisión y, dentro de Norges Bank, el gestor del Fondo, hay un equipo que

ejerce el derecho al Voto, otro que gestiona el programa de inversión medioambiental y otro dedicado a fomentar el crecimiento sostenible en mercados emergentes. APG, el gestor del Fondo ABP, cuenta con un equipo de Sostenibilidad y Buen Gobierno que coordina la implementación de la política ISR en la organización. En cuanto a ATP, existe un Comité de responsabilidad social que transmite las decisiones en materia de ISR tomadas por el Consejo de supervisión hacia los gestores de cartera. Dentro de PGGM, el administrador del PFZW, existe el Consejo asesor de inversiones responsables, establecido con el fin de dar una opinión independiente en asuntos relacionados con las ISR a los órganos de decisión de los Fondos que gestionan. Además, cuentan con un departamento especializado en la gestión ISR para la ejecución de las estrategias. Por su parte, CalPERS creó un grupo de trabajo para implementar la estrategia de inversión sostenible, supervisado por un Comité que combina miembros de los órganos de decisión con los de gestión. Asimismo, el equipo de inversión responsable, dentro de la estructura de gestión, analiza el mercado de las ISR con el fin de desarrollar la política ISR de la institución. En TIAA-CREF, existe el Comité de gobierno corporativo y responsabilidad social, cuya labor consiste en recomendar al Consejo de fiduciarios (órgano de decisión sobre las inversiones) las políticas de gobierno corporativo e inversiones socialmente responsables a seguir. En el CPPIB, la estrategia ISR la decide el Consejo de Administración, a la cabeza de la estructura de gobierno – y la implementa un Comité especializado que también, como en el caso de CalPERS, asegura que la política ISR del Fondo sigue las mejores prácticas existentes en la industria. Por su parte, en el Fondo VicSuper, las cuestiones ligadas al desarrollo sostenible son tratadas directamente por el Consejo de directores. Han nombrado un equipo de inversiones como responsable de todas las actividades relacionadas con la administración de los planes y las inversiones de los Fondos del que depende un director de inversiones responsables. Por último, en la estructura de gobierno del Fondo del Consejo de Europa no existen Comités específico de las ISR, mas cuentan con un especialista en la materia dentro del equipo de gestión que emite recomendaciones a los órganos de decisión para la definición de la estrategia ISR y se encarga de implementarla.

IV.3.B. Análisis del universo ISR

Durante el análisis del proceso inversor de los Fondos ISR considerados en este trabajo, hemos identificado una etapa suplementaria que antecede al resto: se trata del estudio de las posibilidades ofrecidas por el sector de las ISR. Este apartado ocurre al inicio porque

los inversores necesitan documentarse ampliamente sobre un universo de inversión relativamente nuevo y que puede marcar de modo significativo el resto del proceso de inversión. En esa etapa, se analiza básicamente el estado de la cuestión de la industria de las inversiones socialmente responsables para conocer la definición del término, las estrategias disponibles, la oferta de análisis y productos, la rentabilidad y los costes. Además, suelen informarse sobre las prácticas de los actores más representativos del lado de la demanda, pues es muy común entre los inversores ISR examinar y apoyarse sobre la experiencia de otros. De hecho, se ha observado en algunos Fondos una actividad regular de seguimiento del desarrollo de la industria de las ISR, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, con el fin de adaptar sus estrategias conforme a la evolución del sector. Así, por ejemplo, la estrategia ISR original del USS estaba basada en un proceso de aprendizaje continuo que incluía revisiones del programa. También CalPERS, PGGM y CPPIB incorporan en su gobierno una estructura encargada de controlar que sus políticas ISR siguen las mejores prácticas del sector y adaptarlas si lo estiman necesario.

IV.3.C. Política de inversión

En la primera etapa del proceso inversor (tradicional) - el diseño de la política de inversión - se definen los objetivos a alcanzar con las inversiones. Hemos visto en este trabajo que, si bien la definición de los objetivos financieros parece una etapa relativamente sencilla y directa, determinar los objetivos en términos de ISR no lo es tanto. Esta dificultad procede, por un lado, de la subjetividad de las ISR y la falta de consenso aún existente para su definición. Por otro lado, como inversores institucionales que son, estos Fondos juegan un papel fiduciario o de representación de los inversores finales y los objetivos de la cartera deben establecerlos en su nombre, lo que obviamente complica la tarea.

Normalmente; en los Fondos adscritos a planes de pensiones de empleo, las estructuras de gobierno permiten una representación de los inversores finales en los órganos que definen la política del Fondo, lo que permite una mejor alineación de objetivos. En ocasiones; las políticas ISR se han definido después de consultar a todos los partícipes de los Fondo. Así lo han hecho, por ejemplo, USS o PFZW. Este último abrió incluso un diálogo también con algunos sindicatos, ONG y partidos políticos.

Típicamente, para los inversores ISR, existen dos grandes interrogantes en lo que concierne a la introducción de criterios ISR en la política de inversión: primero, si es apropiado hacerlo y, segundo, cómo llevarlo a cabo.

Para responder a la primera cuestión, los Fondos analizan si se les permite o si se les requiere ser ISR. Para ello, tiene mucha importancia tanto la consideración del impacto de los factores ISR en el rendimiento financiero como la interpretación de si su función fiduciaria o de intermediación incluye decidir si los inversores a los que representan desean ser ISR o no. La función fiduciaria se relaciona también con la cuestión de la rentabilidad de las ISR, pues dependiendo de cómo el fiduciario estima que el componente ISR afectan al rendimiento, decidirá si la introducción de estos criterios extra-financieros en la política de inversión supone un obstáculo al cumplimiento de su labor de alcanzar los objetivos de los inversores que representa.

Los Fondos estudiados están de acuerdo en que su labor fiduciaria de protección de los intereses financieros de los inversores que representan es compatible con la introducción de criterios ISR en la política de inversión, pues la convicción de que los criterios ISR mejoran el perfil de rentabilidad y riesgo de las inversiones está muy extendida entre ellos. Asimismo, el carácter generalmente largoplacista de los Fondos de pensiones favorece esta creencia, pues parece que el beneficio de las ISR se hace más evidente en el largo plazo. El FRR, por ejemplo, consideró que su responsabilidad como gestor fiduciario se asumía plenamente al adoptar una política ISR, pues la introducción de factores ASG en sus decisiones de inversión era necesaria para capturar todos los riesgos y oportunidades ligados a éstas. En el Fondo de la Agencia Medioambiental del Reino Unido, utilizaron el informe Freshfields de la UNEPFI (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005) para justificar la compatibilidad del componente ISR con su rol de protección de los intereses financieros de los inversores finales que representan. En CalPERS, se creó un grupo de trabajo para asegurar que sus inversiones son tan sostenibles como se lo permiten los límites de su deber fiduciario. Por su parte, USS y ATP consideran su política ISR perfectamente compatible con su labor de gestor fiduciario, consistente en cumplir sus objetivos financieros, y con su responsabilidad legal de tratar los intereses de sus miembros con prioridad. Para TIAA-CREF, por un lado, es el ejercicio de la responsabilidad como accionista lo que forma parte esencial de su labor fiduciaria. Por otro lado, sus fondos ISR fueron lanzados para satisfacer la demanda creciente de los partícipes de sus productos de inversión, los cuales pedían una opción que les permitiese alcanzar los

objetivos financieros a largo plazo (maximizar su pensión), a la vez que invertir en empresas que reflejasen sus valores. Por último, CPP explícitamente considera que, dentro de su responsabilidad fiduciaria, deben evaluar el posible impacto financiero de factores ambientales y sociales, así como mejorar el gobierno corporativo en las empresas donde invierten.

El impacto positivo de los factores ISR en la rentabilidad y el riesgo, como justificación para introducir una política ISR en las inversiones, puede estar acompañado de una convicción extra-financiera relativa a factores como la calidad de vida de los partícipes del plan o de las comunidades donde el Fondo invierte, a un desafío moral y al impacto medioambiental o social de la actividad inversora. Así ocurre en el USS, donde el punto de partida de su política ISR es el reconocimiento de que los factores ASG pueden influenciar los rendimientos financieros y, por tanto, deben incluirse en el proceso de inversión. USS, además, considera que sus partícipes desean jubilarse en un mundo saludable, con una economía sostenible y una sociedad pacífica, con lo que la consideración de los factores ISR forma parte de la mejora de la calidad de vida de los jubilados. En ATP, la política ISR se justifica en un principio por su objetivo financiero de conseguir los mejores rendimientos para las pensiones, pues consideran que la inclusión de factores ISR en el análisis de las inversiones es una condición necesaria para ello. Al mismo tiempo, el objetivo de ATP es también el que la responsabilidad social beneficie a los partícipes del Fondo y a las comunidades afectados por sus inversiones. Por su parte, ABP y ERAFP también basan sus políticas ISR en cuestiones financieras, pero paralelamente han tomado la decisión de ser un inversor ISR conscientes de la influencia de sus inversiones y de la responsabilidad social que implican. Lo mismo ocurre en VicSuper, que opera e invierte basándose tanto en consideraciones económicas como extra financieras, con una motivación que tiene su origen en el desafío moral que presentan las cuestiones de sostenibilidad como, por ejemplo, el cambio climático.

Algunos de los Fondos, como el del Consejo de Europa y el de la Agencia Medioambiental del Reino Unido, encuentran que la razón para introducir una política ISR se basa en la propia actividad de la institución: no pueden ser precursores del respeto de los derechos humanos o del medioambiente respectivamente y obviar esos aspectos en sus inversiones. Por su parte, en el SPU, su naturaleza pública justifica que ciertos valores éticos sean tomados en consideración, pues están actuando como fiduciario de la población noruega.

Por último, en el PFZW pensaron que, como los beneficiarios pertenecen a un segmento de actividad ligado a la mejora de la calidad de vida de la sociedad y a la vez son ciudadanos de un país donde las cuestiones sociales y medioambientales cobran una gran importancia, los objetivos de su política de inversión así lo debían reflejar.

Finalmente, es interesante observar como, en el caso del Consejo de Europa, el FRR, el EAPF y el Fondo de USS, la protección de la reputación de la organización o de los beneficiarios de los Fondos es un elemento clave para justificar la introducción de una política ISR.

En cuanto a la respuesta a la segunda cuestión - como diseñar la política ISR -, en general ésta suele reflejar el espíritu de la organización patrocinadora de los Fondos. Así, por ejemplo, el Consejo de Europa, gran defensor de los derechos humanos, da prioridad a este punto en la definición de la política de inversión de su Fondo de reserva para las pensiones. Del mismo modo, en los Fondos de pensiones de empleo, la actividad económica a la que están intrínsecamente unidos da pistas para la definición de los objetivos ISR. En la estrategia del Fondo de la Agencia medioambiental del Reino Unido, el medioambiente está omnipresente y, en el PFZW (el Fondo de los trabajadores sociales), la inclusión de (al menos) factores sociales en la política de inversión les parecía evidente. Por último, los gestores de los Fondos públicos, en su papel de fiduciarios de la población, se apoyan en el carácter de los beneficiarios como nación. Por ejemplo, el SPU y el FRR utilizan argumentos relacionados con los valores del país para definir sus políticas ISR.

IV.3.D. Estrategia de inversión

Avanzando en el proceso inversor, nos adentramos en el apartado de diseño de la estrategia donde, en general, hemos visto que se construye basándose en hipótesis relacionadas con los activos tradicionales. Esto implica que las ISR son consideradas como un estilo de gestión, no una categoría de activo diferente y, por tanto, las decisiones en la etapa del diseño de la estrategia financiera no se ven, en principio, influenciadas por el componente ISR. Sólo en ocasiones, ciertas estrategias temáticas, como las tecnologías limpias o las micro-finanzas, dan lugar a una categoría de activo independiente con parámetros de rentabilidad y riesgo propios, lo que afecta el diseño de la estrategia financiera.

A pesar de esta independencia entre componente financiero e ISR durante el diseño de la estrategia de inversión, hemos visto que, a menudo, las estrategias financieras se ven afectadas por el componente ISR. En el caso del FRR, el análisis de los riesgos medioambientales (en concreto los riesgos ligados al cambio climático) redefinió las hipótesis de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos, lo que influyó en el diseño de la estrategia financiera. En el Fondo del USS, las discusiones relativas a la implementación dinámica de la estrategia financiera incluyen factores sociales y medioambientales. Mientras que en CalPERS, aunque en la actualidad la estrategia financiera se diseña independientemente de su estrategia ISR, no descartan considerar una cierta relación entre ambas.

En el estudio de la relación entre estrategia financiera e ISR, hay que tener en cuenta que el tamaño de los Fondos analizados en esta tesis les permite disponer de los medios necesarios para crear productos financieros y análisis ISR a medida, en función de sus estrategias financieras. Este no es el caso de los inversores ISR más pequeños que deben adaptar la estrategia financiera de sus carteras a la disponibilidad de productos ISR, lo que pone en evidencia una clara influencia del componente ISR en el diseño de la estrategia financiera. De hecho, el Fondo del Consejo de Europa, el más pequeño de la muestra considerada en este trabajo, se encuentra claramente en este caso.

Entrando en el contenido de las estrategias ISR, hemos visto, primero, que es muy común - todos los Fondos lo hacen - que difiera para las distintas categorías de activos. En cuanto a las estrategias más utilizadas, dominan el ejercicio del derecho al Voto - presente en todos los Fondos analizados - y las exclusiones normativas, a menudo precedidas de procesos de Negociación y diálogo. La Negociación y el diálogo es, de hecho, una estrategia muy extendida – solo el Consejo de Europa y el Fondo de Telefónica la han descartado – y, a menudo, se hace no sólo con las empresas donde invierten, sino también con los reguladores. Esta actividad, en ocasiones, se concentra en una parte de la cartera, dada la necesidad de destinarle importantes recursos. Dentro de las estrategias de selección positiva, la más frecuente es El mejor de su categoría. En algunos Fondos aparecen las inversiones temáticas, principalmente relacionadas con el sector del medioambiente o la biodiversidad. Por último, numerosos Fondos utilizan la Integración de factores ASG en el análisis de las inversiones.

Los criterios utilizados en la selección de las inversiones los deciden los órganos de Gobierno responsables de la definición de las políticas, en ocasiones en colaboración con los

gestores. Esta decisión comprende dos vertientes: determinación de los factores de evaluación y selección de las normas o estándares con los que delimitarlos:

- En cuanto a los factores de evaluación, los tres grandes grupos de factores medioambientales, sociales y gobierno corporativo lideran. Estando las cuestiones medioambientales muy presentes en las inversiones inmobiliarias y las sociales - derechos humanos y laborales - en las inversiones en mercados emergentes.
- En cuanto a las normas sobre las que realizar la evaluación, predominan las normas, convenciones e iniciativas internacionales. Bien creadas/apoyadas por la propia organización (como el Consejo de Europa) o bien por el país que alberga al Fondo. Las más utilizadas son el Pacto Mundial de la ONU, las sanciones del Consejo de Seguridad de la ONU, la Declaración Universal de Derechos Humanos de la ONU, las líneas directrices de la OCDE para empresas multinacionales y gobierno corporativo, convenciones y llamadas al boicot de la OIT y los protocolos de Kioto y Montreal. Los principios de gobierno corporativo se definen a partir de principios elaborados por organizaciones internacionales especializadas como la ICGN y de códigos de conducta nacionales: en los Países Bajos, el 'Frijns Code' es de una particular relevancia para ABP, las directrices del Código AFEP-MEDEF lo son para el FRR y el UK Combined Code lo es para el EAPF y el USS.

Merece la pena destacar ciertas especificaciones normativas en función de la categoría de activo o producto de inversión. Por ejemplo, en el CPP, a las empresas productoras tabaco se les exige que cumplan con el World Health Organization Framework Convention on Tobacco Control (WHO FCTC) y, a las inversiones forestales, los Fondos les suelen exigir la certificación del Forest Stewardship Council.

Por último, es frecuente que las instituciones que administran / gestionan los Fondos se impongan a ellos mismos comportamientos responsables como parte de sus estrategias ISR. Por ejemplo, el FRR intenta mantener un balance de CO₂ neutro en la propia estructura de gestión del Fondo. En TIAA-CREF se intenta reducir el consumo de papel, la política de recursos humanos se basa en la igualdad y la no discriminación y fue la primera compañía en EE. UU. que permitió a las partes implicadas dar su opinión sobre el salario de los dirigentes. En VicSuper también intentan reducir el consumo de papel, de electricidad y los viajes del personal y diseñan políticas de recursos humanos consideradas sociales.

IV.3.E. Implementación

Una vez establecidas la política y la estrategia que definen la cartera modelo, el proceso inversor se adentra en la construcción de la cartera, es decir, la implementación de la estrategia a través de la compra-venta de productos financieros. Todas las decisiones tomadas en los apartados anteriores del proceso influyen en la implementación, pues supone su culminación.

Dentro del apartado de implementación y previo a la intervención en los mercados financieros, los inversores seleccionan la localización de la gestión, es decir, si se hará interna o externamente, el vehículo de inversión y, en el caso de la gestión externa, la gestora.

Comenzando con la práctica de **internalizar / externalizar la gestión**, hemos visto que la decisión de elegir gestores externos suele basarse en la eficiencia de costes, en la creencia de que añadirán rendimiento a la gestión y de que construir una competencia interna no sería práctico o factible. En general, la gestión de los activos de los Fondos analizados es interna e, incluso cuando la externalizan, intervienen en ella en gran medida para la parte ISR, especialmente en lo que concierne al ejercicio del Voto. También pueden combinar las dos como hace la ERAFP, que solo gestiona internamente las obligaciones soberanas quedando el resto de la cartera bajo gestión externa, o ATP donde sólo la gestión de algunos de sus fondos personalizados es encomendada a gestores externos. Por su parte, PGGM combina gestión interna y externa dependiendo de la estrategia utilizada y de la categoría de activo y CalPERS utiliza gestores internos para sus inversiones en empresas cotizadas y gestores externos para capital riesgo u otro tipo de inversión privada.

Relacionado con el recurso a proveedores externos, cabe destacar la contratación de agencias especializadas en análisis ISR en la ejecución de las inversiones de numerosos Fondos analizados. Estas agencias pueden intervenir en todos los ámbitos: la creación y evolución del referencial de valores de la política ISR, proveer con notas y, en general, análisis ISR a los gestores internos o externos, alertar de posibles incumplimientos de los requerimientos ISR por parte de las empresas invertidas, participar en la creación de los informes de evaluación extra financiera o evaluar la huella medioambiental de la cartera.

Concerniente al **vehículo de inversión**, en el caso de la gestión externa, la mayoría de los Fondos estudiados utilizan sobre todo mandatos de gestión o fondos personalizados, si

bien hay fondos de inversión colectiva y fondos de fondos en sus carteras. En las inversiones alternativas, la selección del vehículo depende del tipo de inversión: en inmobiliario, la inversión directa en inmuebles es corriente, mientras que, en capital riesgo o infraestructura, la composición o participación de fondos o sociedades de inversión con otros inversores es la pauta común. Aunque algunos Fondos también realizan inversiones directas en empresas o proyectos.

En el terreno de la **selección de la gestora**, la naturaleza pública de muchos de los Fondos analizados les obliga a seguir un procedimiento de selección de gestoras lo más transparente posible y, en ocasiones, deben respetar la legislación nacional en materia de concursos públicos.

La capacidad de análisis extra financiero, de adaptarse a las necesidades de los Fondos y de ejercer el voto constituyen criterios importantes en la selección de la gestora externa. Junto con el control de riesgo y otros aspectos más tradicionales que conciernen a la solidez de la organización, la calidad de su gestión y los costes.

Entrando en la descripción de la **ejecución** de las estrategias, donde nos hemos centrado sobre todo en el estudio de la ejecución del componente ISR, es importante señalar lo habitual de la implementación gradual del mismo. Esta progresividad queda condicionada a la evolución de la composición de las carteras y de las estrategias financieras e ISR. En el caso de la ERAFP, la institución comenzó la aplicación de su estrategia ISR en una cartera compuesta exclusivamente por renta fija gubernamental, con una estrategia basada en la selección de obligaciones en función del nivel de corrupción de los Estados y su grado de adhesión a las convenciones internacionales. Más adelante, se introdujeron las acciones en la cartera y se adjudicaron los primeros mandatos de gestión de acciones ISR con una estrategia El mejor de su categoría. Desde entonces, a medida que la estrategia financiera ha evolucionado, su componente ISR le ha acompañado. Otro ejemplo de implementación gradual lo da el FRR, que basó en un principio su estrategia ISR en dos puntos: política de Voto activa y la consideración, por parte de los gestores de acciones de grandes capitalizaciones europeas, de criterios ASG en la selección de inversiones. Su estrategia ISR ha evolucionado desde entonces condicionada por la evolución de la cartera y por el contexto económico y/o legal. Por su parte, el SPU comenzó en 2001 con una evaluación de si determinadas inversiones entraban en conflicto con los compromisos de Noruega en materia de derecho internacional para, tres años más tarde, extender el mecanismo de exclusión a todo

el Fondo y aplicar otro tipo de estrategias ISR en su cartera. En el caso de CalPERS, es el Pilar II de su estrategia ISR – inversiones sostenibles – la parte que más ha evolucionado a lo largo del tiempo, pasando del establecimiento, en 1987, de una lista de prioridad para los procesos de Negociación y diálogo, a la adopción, en 2011, de la integración de cuestiones ASG en todo el Fondo. TIAA-CREF, por su lado, empezó su actividad ISR en 1960 a través del ejercicio de la responsabilidad como accionista y, desde entonces, su estrategia ISR se ha sofisticado de manera significativa. Por último, el EAPF y el PRF del Consejo de Europa presentan el caso particular del cambio de una cartera gestionada íntegramente de forma tradicional por unos determinados gestores a ser gestionada por otros gestores orientados hacia la gestión sociablemente responsable.

La ejecución de la estrategia de Voto es un punto muy importante en las estrategias de la mayoría de los Fondos estudiados y merece la pena ser considerado aparte. En general, los Fondos votan en toda circunstancia excepto cuando no les resulta práctico. Por ejemplo, si han prestado los títulos y no pueden recuperarlos fácilmente en el momento del ejercicio del voto o en mercados donde se aplica el bloqueo al voto, pues les supondría una limitación de la liquidez.

Existen cuatro grandes modos de ejecución del Voto, dependiendo de las decisiones tomadas respecto al vehículo de gestión y a la localización de la gestión:

1. Fondos con gestión externa, donde el ejercicio del Voto queda delegado al gestor de inversiones o a una empresa especializada en esta actividad.
2. Fondos con gestión externa que, o bien ejercen el Voto ellos mismos, o bien dirigen las actividades de Voto de los gestores o bien el gestor debe contactarles antes de emprender una acción.
3. Fondos con gestión interna que ejercen el Voto ellos mismos.
4. Fondos que combinan todas las prácticas. Por ejemplo, en PGGM el voto de empresas consideradas como prioritarias se ejecuta internamente, mientras que, para el resto, el voto es realizado por un proveedor externo de este tipo de servicios que lo hace en nombre del Fondo y siguiendo su política general. De modo similar, USS vota en todas las juntas de accionistas de compañías británicas de sus carteras activas y

pasivas gestionadas interna y externamente, mientras que en los otros mercados, la modalidad de voto depende de cada caso.

La Negociación y el diálogo son también actividades muy extendidas entre los Fondos estudiados. Dentro de éstas se incluyen las negociaciones con empresas, con los reguladores y, en algunos casos pero no es la pauta común, las *class actions* o juicios contra empresas cuya gestión ha tenido un impacto negativo en el valor de la inversión.

Debido a lo costoso que resulta en términos de tiempo y recursos, muchos Fondos concentran la Negociación y el dialogo con un grupo reducido de empresas de su cartera o en ciertos temas. Las prioridades quedan definidas con relación al riesgo de reputación, a la importancia relativa de la inversión en la cartera, el grado de no aplicación / ruptura de la política ISR, su estimación de la influencia que puede tener su intervención en el comportamiento de la empresa, la visión de los partícipes de los Fondos o el impacto en el rendimiento de la cartera.

Muchos Fondos se asocian con otros inversores para llevar a cabo estas actividades con el fin de reducir costes y aumentar su influencia o poder de negociación. Las cooperaciones se hacen a través de iniciativas formalizadas (por ejemplo, bajo los auspicios de una organización internacional como la ONU con el PRI) o a través de colaboraciones más informales.

Por último, se ha podido observar que pueden realizar esta actividad ellos mismos o a través de proveedores externos.

IV.3.F. Evaluación y comunicación de resultados

Las medidas utilizadas para la evaluación de resultados, desde el punto de vista financiero, son las propias de este tipo de inversores: rentabilidad, riesgo y ratio de financiación de la deuda.

Respecto a la parte ISR o extra financiera, salvo excepciones como la del Consejo de Europa, PGGM, el EAPF, VicSuper o ERAFP, no suele analizarse la contribución del componente ISR a la rentabilidad o el riesgo financiero, aunque parece el objetivo de algunos de ellos. Por ejemplo, CalPERS investigan el modo y las herramientas disponibles para analizar el efecto de las cuestiones ISR en el rendimiento y riesgo de las inversiones.

Sí que suele haber un seguimiento de los resultados extra financieros obtenidos por las estrategias ISR con respecto a unos objetivos marcados de antemano. Así, PGGM y ERAFP son interesantes porque tienen como objetivo medir la contribución de su estrategia ISR al desarrollo sostenible. Su objetivo es clarificar el efecto de la estrategia ISR y hacer un seguimiento de los riesgos extra financieros que comportan sus inversiones. Otros, como FRR, ERAFP, EAPF y Vicsuper, evalúan la huella medioambiental de sus carteras.

Los resultados de las inversiones se comunican, en primer lugar, al órgano principal dentro de la estructura de gobierno del Fondo. En cuanto a la publicación de estos resultados, son todos grandes comunicadores y se observa una gran actividad de distribución de información y de publicaciones relacionadas con esta categoría de inversiones. Una excepción a esta transparencia son las actividades de Negociación y diálogo, que en algunos casos se guardan en secreto si esta privacidad supone una precondition para que el diálogo obtenga resultados satisfactorios. Es el caso de ATP: se sopesará el deseo general de transparencia contra la necesidad de llevar a cabo un diálogo confidencial. Las actividades de Voto: sin embargo, suelen ser publicadas.

Muchos siguen la Global Reporting Initiative (GRI) – marco de referencia para los indicadores económicos, sociales y medioambientales - y combinan los informes de rendimiento y los de sostenibilidad en un mismo documento.

Por último, desde la creación de los PRI de la ONU, la mayoría sigue el cuestionario de presentación de resultados (obligatorio para sus signatarios), cuyo objetivo es evaluar el progreso en la implementación de estos Principios y las buenas prácticas en la materia.

IV.3.G. Actividades en torno a las ISR

Dada la popularidad de este tipo de actividades – casi todos los Fondos las desempeñan de una u otra forma –, pensamos que estas prácticas pueden ser consideradas como una etapa suplementaria en el proceso de inversión ISR.

La participación más común en programas relacionados con las ISR queda reflejada en la Tabla 17, donde podemos ver que la firma de los PRI de la ONU es la actividad más extendida, seguida de la colaboración en grupos encaminados a mejorar el gobierno corporativo como la ICGN y el CII. La participación en iniciativas relacionadas con el

medioambiente del tipo CDP, WDP y el IIGCC está también muy extendida. Por último, 10 de los 14 Fondos estudiados participan en la EITI.

Tabla 17. Participaciones más comunes en organizaciones e iniciativas relacionadas con la inversión responsable

	PRI	CII	CDP	WDP	EITI	ICGN	IIGCC
COE							
FRR	Signatario		x	x	x	x	x
ERAFP	Signatario				x		x
EAPF	Signatario		x	x			X
USS	Signatario	x	x	x	x	x	X
ABP	Signatario		x	x	x	x	X
ATP	Signatario		x		x	x	X
PGGM	Signatario	x	x	x	x	x	X
CaIPERS	Signatario	x	x	x	x	x	
TIAA-CREF	Signatario	x	x		x	x	
CPP	Signatario	x	x	x	x	x	
VICSUPER	Signatario		x	x		x	x
Telefónica	En curso						
SPU (1)	Signatario		x	x	x	x	

Fuente: Elaboración propia, a partir de la información publicada por los Fondos y por las organizaciones.

Nota 1: En el caso del SPU, el signatario es Norges Bank Investment Management.

Muchos Fondos participan en conferencias y hacen apariciones públicas y afirman que lo hacen sobre todo debido a su condición de inversor responsable. Aunque puede haber otros motivos como en el caso del SPU, su tamaño y relevancia política explican sus frecuentes apariciones públicas. ABP hace apariciones frecuentes en la prensa por dos razones: por un lado, es el mayor Fondo de pensiones de Países Bajos y, por otro lado, en ocasiones buscan un poco de publicidad para reforzar sus acciones de Negociación y diálogo. Muchos de los

Fondos analizados han recibido premios relacionados con su actividad ISR, lo que les genera también una cierta publicidad.

Otra categoría de actividades en torno a las ISR la constituyen la promoción de la investigación en ISR: FRR y ERAFP han participado en la creación y mantenimiento de la Cátedra de inversiones responsables de Francia y Telefónica en la Cátedra Telefónica-UNED de Responsabilidad Corporativa y Sostenibilidad, en España. Cabe señalar también la Norwegian Finance Initiative, creada con el fin de apoyar al NBIM en su misión de gestión del SPU a través de la promoción y apoyo de la investigación académica en finanzas u otras áreas relevantes para la gestión a largo plazo del Fondo. ABP, por su parte, financia el Centro europeo de Negociación y diálogo con las corporaciones en la Universidad de Maastricht. Por último, APG y PGGM forman parte de Netspar.

CAPÍTULO V - CONCLUSIONES

En este apartado de conclusiones subrayamos y explicamos las discrepancias observadas entre el proceso inversor característico de los Fondos de pensiones y los Fondos públicos de reserva para las pensiones socialmente responsables con respecto al proceso inversor tradicional.

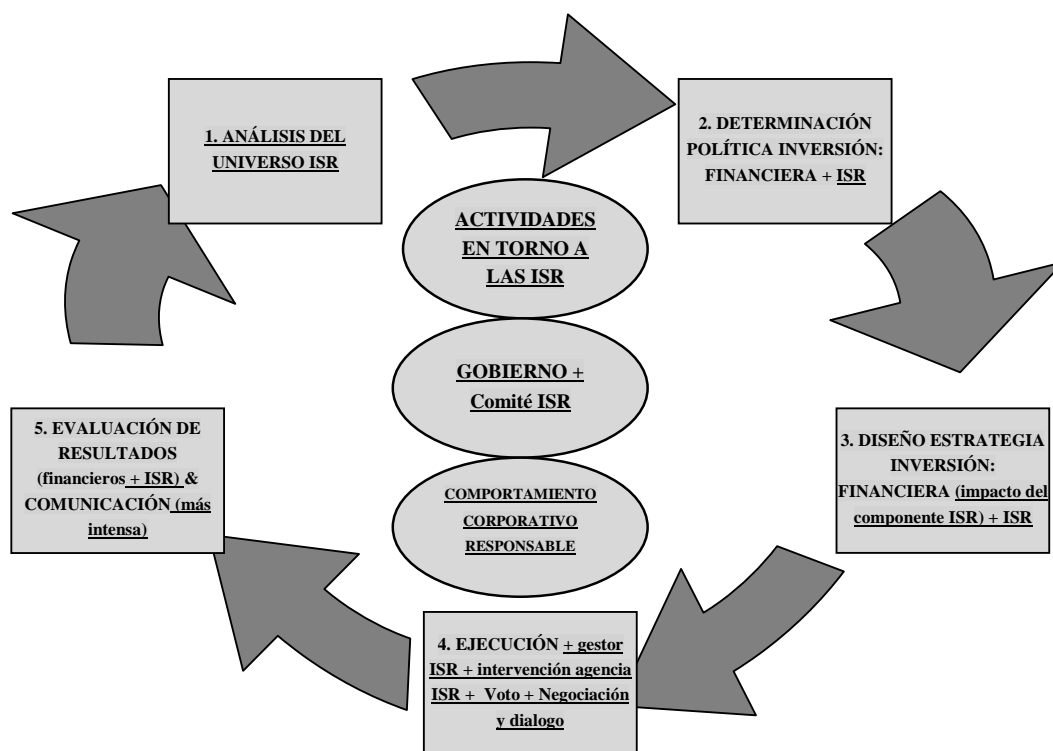
Al mismo tiempo, se establecen hipótesis sobre el origen de las diferencias entre ambos procesos, es decir, si el componente ISR afecta al proceso inversor debido a las particularidades intrínsecas de las ISR o por su estado de desarrollo actual. Esta reflexión permitiría determinar si el impacto observado tenderá a desaparecer cuando el sector se desarrolle con el tiempo o si es preciso contar con él mientras el inversor adopte criterios ISR en la cartera.

El proceso inversor de los Fondos socialmente responsables analizados queda descrito en la siguiente Figura 21, donde se han subrayado las etapas suplementarias y las modificaciones a las etapas tradicionales.

Como puede apreciarse, hay varias etapas anexionadas que no estaban en el proceso inversor tradicional (véase Figura 8) como, en primer lugar, el **Análisis del universo ISR**, referido al momento en el que el inversor examina las posibilidades que ofrece el sector de las ISR. Esta etapa se sitúa al inicio ya que los inversores necesitan conocer adecuadamente este universo de inversión relativamente nuevo y, en ocasiones, desconocido que puede llegar a condicionar todo el proceso. En esta etapa, básicamente se analiza el estado de la cuestión de las inversiones ISR para conocer aspectos tales como: la definición del término, las estrategias disponibles, la oferta de análisis y productos, las prácticas de otros inversores ISR, la rentabilidad y los costes.

Otra etapa adicional es la **Participación en actividades en torno a las ISR**. Consiste básicamente en asociarse con otros inversores ISR y contribuir a iniciativas lanzadas por estos colectivos, así como a conferencias, concursos e investigación académica relacionados con la ISR. Esta etapa está situada en la parte central de la Figura 21 debido a que este tipo de acciones se realiza paralelamente al resto del proceso.

Figura 21. Proceso inversor socialmente responsable



Fuente: Elaboración propia basada en la información publicada por los Fondos y por las organizaciones.

Adicionalmente, es habitual que las instituciones que administran y gestionan los Fondos se autoimpongan determinados comportamientos ligados a los principios de las ISR. Estos denominados **Comportamientos corporativos responsables** suponen una acción adicional y paralela a su actividad inversora (es por ello que la situamos en el centro del proceso) y es otra de las fases suplementarias observadas dentro del proceso inversor ISR.

Junto a las etapas adicionales surgidas apuntadas, se ha observado que el componente ISR afecta en mayor o menor medida a prácticamente todas las fases del proceso inversor en los Fondos analizados. Así, desde la estructura de gobierno hasta la evaluación y publicación de resultados se ven influenciados por las ISR:

Gobierno. Las estructuras de gobierno suelen incluir un Comité relacionado con las ISR. Su principal función consiste en definir la política y la estrategia ISR. A su vez, participan en mayor o menor medida en la implementación junto con los equipos de gestión que también cuentan con personal especializado en las ISR.

Determinación de la política de inversión. Al estudiar la política de inversión, como primera etapa del proceso inversor (tradicional) donde se definían los objetivos a alcanzar con las inversiones, se ha constatado que el establecimiento de objetivos en términos de ISR se añade al de los objetivos financieros ya existentes. Sin embargo, ambas tareas se realizan de manera independiente.

Diseño de la estrategia de inversión. El siguiente paso en el proceso de inversión afectado por las ISR se corresponde con el diseño de una estrategia de inversión. El componente ISR afecta a esta etapa, en primer lugar, al incorporar la tarea de plantear la estrategia ISR. En segundo lugar, aparte de las estrategias de Integración que combinan explícitamente los factores ISR y los financieros, las estrategias financieras se ven afectadas por el componente ISR en diferentes aspectos tales como:

- Algunas estrategias temáticas, como las tecnologías limpias o las micro finanzas, pueden dar lugar a una categoría de activo adicional e independiente con parámetros de rentabilidad y riesgo propios. Por su parte, la gestión socialmente responsable se considera, en general, un estilo de gestión y no da lugar a categorías de activos independientes.
- Las estrategias financieras suelen construirse con hipótesis de rendimiento y riesgo relacionadas con los activos tradicionales, aunque en ocasiones pueden integrar ciertos factores ligados a la sostenibilidad.
- En cuanto al estilo de gestión (activa / pasiva), la introducción de criterios de responsabilidad social en las inversiones genera la cuasi obligación de invertir de forma activa, ya que la mayoría de las estrategias ISR se basan en la selección (activa) de inversiones. Incluso cuando la estrategia ISR no comporta la selección de inversiones sino que se trata, por ejemplo, del activismo accionarial o de la Negociación y el diálogo, estas estrategias tienen mayor peso cuando existe la amenaza de la exclusión, lo que implica una gestión activa.
- Las limitaciones que presenta la industria de las ISR pueden llevar a la modificación de las estrategias financieras obligando, por ejemplo, a la eliminación de ciertas categorías de activos donde no existe una oferta conveniente de análisis y productos ISR. Esta salvedad puede superarse con la creación por parte del inversor de análisis y productos a medida que correspondan a su política ISR. No obstante, esta restricción, así como su eventual remedio, tienen importantes implicaciones por el lado de la

rentabilidad y de los costes. En todo caso, puede tratarse de una cuestión de medios, ya que los grandes Fondos disponen de los recursos necesarios para crear productos financieros o análisis ISR a medida. Algo que no sucede en los inversores más pequeños que, para ser ISR, deben adaptar la estrategia financiera de sus carteras a la disponibilidad de productos.

Implementación. Una vez establecidas la política y la estrategia de inversión que definen la cartera modelo, el proceso inversor se adentra en la construcción de la cartera, es decir, la Implementación / Ejecución de la estrategia. Esto implica la definición de la estructura de la cartera y la compra-venta de productos financieros.

En general, en aquellas categorías de activos donde el sector de las ISR está más desarrollado, la implementación es más simple y menos onerosa, ya que, por un lado, al existir una oferta completa de análisis y productos de inversión, ésta se facilita y abarata. Por otro lado, la disponibilidad de análisis de diversas fuentes y la experiencia, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, ayudan a contrastar las decisiones, facilitando el proceso.

En la implementación, antes de la intervención en los mercados financieros, los inversores seleccionan el vehículo de inversión, la localización de la gestión (si se hará interna o externamente) y, en caso de gestión externa, la gestora:

- En la elección del vehículo de inversión, la escasez de productos de inversión colectiva en algunas categorías de activos ISR obligará a los Fondos a crear productos a medida en forma de mandatos o fondos personalizados.
- La decisión sobre la localización de la gestión tiene cierta relación con el componente ISR, puesto que se recurrirá a gestores externos para ciertas categorías de activos ISR muy especializadas como, por ejemplo, las inversiones medioambientales.
- En la selección de la gestora, la calidad del análisis extra-financiero y la capacidad de adaptación a las necesidades de los Fondos en materia ISR, así como de ejercer el voto, constituyen criterios importantes. Además de otros aspectos más tradicionales relativos a la solidez de la organización o la calidad de su gestión, el control de riesgo y los costes.

En relación al recurso a proveedores externos, cabe destacar la contratación de agencias especializadas en análisis ISR. Estas agencias pueden intervenir en distintas fases del proceso inversor: creación y evolución del referencial de valores de la

política ISR, diseño de la estrategia ISR, provisión de análisis ISR a los gestores (internos o externos), prevención de posibles incumplimientos de los requerimientos ISR por parte de las empresas de la cartera, participación en la creación de los informes de evaluación extra-financiera o evaluación de la huella medioambiental de las inversiones.

La relación entre el componente financiero y el ISR durante la ejecución de las estrategias muestra que, por un lado, al igual que en la definición de la estrategia de inversión, el tipo de estrategia ISR influye en la correspondencia entre ambos componentes. Así, en las estrategias de Selección positiva, en la Integración y en las Inversiones temáticas, la ejecución de ambos componentes (financiero e ISR) se lleva a cabo en paralelo. No obstante, las Exclusiones, el Activismo accionarial y la Negociación y diálogo permiten una mayor separación entre la ejecución del componente financiero y el ISR.

Evaluación y presentación de resultados. Esta etapa, que cierra el círculo ISR recogido en la Figura 21, permite valorar las consecuencias de las decisiones tomadas a lo largo del proceso por los diferentes agentes intervinientes.

Se ha observado que, durante la evaluación, no suele analizarse el componente ISR en función de su contribución a la rentabilidad o al riesgo financiero. Aunque sí es habitual hacer un seguimiento de los resultados obtenidos por las estrategias ISR respecto a unos objetivos marcados de antemano.

Los inversores ISR analizados en este trabajo son grandes comunicadores, por lo que suelen realizar la presentación de resultados distribuyendo gran cantidad de información y de publicaciones relacionadas con esta categoría de inversiones. Esto puede ser consecuencia de la relevancia o del carácter público de algunos de los Fondos estudiados, aunque no cabe duda de que el componente ISR de la estrategia también tiene su influencia. Se considera que las inversiones socialmente responsables son sinónimo de transparencia y ésta suele estar presente en diferentes ámbitos de este tipo de inversores: publicación de resultados y de estudios realizados sobre las ISR, distribución de información relativa a su experiencia inversora, por citar algunos ejemplos. Sin embargo, la excepción son las actividades de Negociación y diálogo que, en algunos casos, se guardan en secreto al suponer una precondition clara para poder obtener resultados satisfactorios.

Una vez analizado cómo el proceso de inversión se ve afectado por la introducción de factores ISR, **es posible concluir que la introducción de una política ISR influye y modifica todas las etapas del proceso inversor tradicional, a la vez que añade otras nuevas.**

Otra conclusión interesante relacionada con el impacto del componente ISR en el proceso inversor consistiría en determinar si las causas de esta influencia, es decir, si el componente ISR afecta al proceso inversor debido a las particularidades intrínsecas de las ISR o por su estado de desarrollo actual. Esta reflexión permitiría establecer si el impacto observado tenderá a desaparecer cuando el sector se desarrolle a lo largo del tiempo o si es preciso contar con él mientras se adopten criterios ISR en la cartera.

Por el lado de las características intrínsecas de las ISR, se ha observado que la subjetividad, quizá su rasgo más importante, dificulta el diseño de la política de inversión, ya que no permite la aplicación de un estándar único. Así mismo, la subjetividad de las ISR dificulta su aplicación en ciertas categorías de activos como, por ejemplo, la renta fija o el inmobiliario. Vimos también que los factores ISR son difíciles de aplicar en algunos productos financieros. Así, en renta fija, los criterios de selección de inversiones no aceptan fácilmente el componente ISR. El corto horizonte de inversión de la tesorería parece estar en desacuerdo con la perspectiva a largo plazo de las inversiones ISR. Los fondos *hedge* y las materias primas, considerados como especulativos, carecen de interés para los inversores ISR, contrarios, en general, a este tipo de prácticas por considerarlas poco acordes al interés de la sociedad. Por último, en las inversiones inmobiliarias, la dificultad para encontrar un acuerdo sobre la definición de inversión inmobiliaria socialmente responsable dificulta su desarrollo. Esto provoca una carencia de productos que llega a limitar la diversificación de las carteras.

Por otro lado, dentro de las peculiaridades propias de las ISR, encontramos que consisten en una selección de inversiones. Esto condiciona la elección del estilo de gestión durante la etapa de construcción de la estrategia y fuerza a los inversores a la gestión activa aumentando los costes y el riesgo relativo con respecto a los objetivos de inversión.

Por último, dentro de las características intrínsecas de las ISR, tenemos la transparencia, que obliga a los inversores a publicar y distribuir una gran cantidad de información y justifica, en parte, la última etapa del proceso inversor ISR: la participación en actividades en torno a las ISR.

Además de constatar cómo las ISR, por su propia naturaleza, afectan al proceso inversor, la descripción del estado de la cuestión de la industria de las inversiones socialmente responsables nos ha mostrado una industria deficitaria sobre todo por el lado de la oferta, lo que tiene consecuencias para el proceso inversor. Concretamente, en renta fija, tesorería, inmobiliario, capital riesgo, fondos *hedge* y mercados emergentes, la oferta de análisis y productos ISR está muy limitada o es prácticamente inexistente. Esta escasez puede tener implicaciones en la rentabilidad neta de las inversiones al limitar la diversificación. También, esta penuria aumenta los costes por la necesidad de crear productos a medida y extender la etapa de implementación.

Probablemente, esta escasez de oferta se resuelva para las categorías de activos renta fija, tesorería, inmobiliario, capital riesgo y mercados emergentes cuando la industria ISR madure. Las inversiones ISR en mercados emergentes tienen un potencial a desarrollar una vez se alcance un tamaño crítico que volverá rentable la investigación y el desarrollo y, por tanto, la expansión de la oferta. En algunos casos, como de nuevo en los mercados emergentes y en el capital riesgo, es la novedad del interés de los inversores en esta categoría de activo (incluso en su versión tradicional) lo que ha retrasado el avance de la versión ISR de la misma. Por último, aunque hemos visto que el desarrollo de las inversiones socialmente responsables inmobiliarias y de renta fija / tesorería ISR está limitado por la subjetividad del análisis, pensamos que esta subjetividad tenderá a diluirse a medida que el sector avance y los inversores ISR encuentren criterios de evaluación lo más imparciales posible. De hecho, los inversores ISR analizados, líderes del sector por el lado de la demanda, poseen un alto grado de aplicación de estrategias responsables, por ejemplo, en sus inversiones inmobiliarias.

Finalmente, merece la pena señalar **dos consecuencias muy importantes de la introducción del componente ISR en el proceso inversor tradicional: el aumento del riesgo financiero y de los costes**. Por un lado, el incremento en los costes es consecuencia, en primer lugar, de las etapas añadidas al proceso inversor: estudio del sector ISR, actividades en torno a las ISR y comportamiento corporativo responsable. Además, existen costes directos derivados de la ejecución de las estrategias de Activismo accionarial y de Negociación y diálogo, a menudo diluidos gracias a las asociaciones con otros inversores. En segundo lugar, este aumento de costes proviene también de los medios suplementarios que hay que emplear para la búsqueda por parte del inversor de productos ISR compatibles con sus criterios financieros y de responsabilidad social (Osthoff, 2008) o, en su ausencia, de la necesidad de

crear análisis y productos a medida. Tercero, la contratación de equipos especializados en ISR y la comunicación precisa para cumplir con el deseo de transparencia ligado a su perfil ISR aumenta los costes de manera directa. Por último, la necesidad de aplicar las estrategias ISR con una gestión activa incrementa también los costes respecto a una gestión tradicional indexada a la que no es posible acceder desde la perspectiva ISR. La gestión activa requiere un mayor análisis de la economía, los mercados y las empresas y, en general, un mayor número de transacciones.

Por otro lado, el aumento del riesgo tiene su origen, en primer lugar, en la carencia de productos y análisis ISR en ciertas categorías de activos. Esto limita las posibilidades de la conveniente diversificación para reducir el riesgo de mercado. En segundo lugar, se ha constatado que la selección de inversiones, característica de las ISR, obliga al inversor a gestionar activamente la cartera. Esto conlleva un mayor riesgo tanto porque al gestor activo se le permite tomar posiciones más arriesgadas, como porque puede equivocarse y generar una menor rentabilidad que la esperada y el alejamiento de los objetivos de inversión.

La pretensión de este trabajo se ha centrado en tratar de facilitar la tarea de adaptar el proceso inversor a aquellos inversores que deseen incorporar criterios ISR en su cartera, así como evaluar el esfuerzo necesario para llevarlo a cabo. En definitiva, puede concluirse que, con el estado actual de desarrollo de este tipo de inversiones, incorporar una política ISR modifica prácticamente todo el proceso inversor, aumentando el riesgo y los costes. La cuantificación del impacto en los costes y el riesgo constituye una de las posibles líneas de investigación futura, junto con el análisis de la relación entre la rentabilidad producida por las ISR y la posibilidad de que compense el supuesto aumento del riesgo y de los costes.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTEDIA INVESTMENT CONSULTING (2010), *Fonds actions responsables et durables – IRD: Performances, risque et encours*, París: AIC Research.
- AMBACHTSHEER, K., CAPELLE, R. y SCHEIBELHUT, T. (1998), “Improving Pension Fund Performance”, *Financial Analysts Journal*. Noviembre – diciembre, vol. 54, núm. 6, pp. 15-21.
- AMENC, N. y LE SOURD, V. (2008), *Les performances de l’investissement socialement responsable en France*, Niza: EDHEC Risk and Asset Management Research Center.
- ANDERSON, S. C. (2006), *Investment management and mismanagement - History, Findings and Analysis* (1ª ed.), New York: Springer.
- ARBEJDSMARKEDETS TILLAEGSPENSION (ATP). (Consulta: 2 de diciembre de 2014).
www.atp.dk/en
- AFIC (ASOCIACION FRANCESA DE INVERSORES EN CAPITAL RIESGO) (2008), *Charte des investisseurs en capital*, París: Association Française des Investisseurs en Capital.
- BALDRIDGE, J. (1999), “Roadmap for fiduciary risk management: the importance of an effective investment management program”. En: Russel Investments (2010), *Risk management: A fiduciary’s guidebook* (pp. 113-126). Seattle: Russel Investments.
- BASKIN, J. y GORDON, K. (2005), “Corporate Responsibility Practices of Emerging Market Companies”. *OECD Working Papers on International Investment*, OECD Publishing, núm. 2005/03.
- BAUER, R., KEES K. y OTTEN, R. (2005), “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, pp. 1751-1767.
- BAYON, R., CHENG J. y DE SOUSA-SHIELDS, M. (2003), *Towards Sustainable and Responsible Investment in Emerging Markets*, Washington: International Finance Corporation and Enterprising Solutions Global Consulting.

- BIRGDEN, H., GUYATT, D. y XINTING, J. (2009), *Gaining ground. Integrating environmental, social and governance factors into investment processes in emerging markets*, Washington, DC: International Finance Corporation.
- BOSTON CONSULTING GROUP (2010). (Consulta de la información publicada en FINANCIAL TIMES el 17 de octubre del 2010).
- CADMAN, D. y TOPPING, R. (1995), *Property Development* (4ª edición), Londres: Spon Press (Taylor & Francis Group).
- CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM (CALPERS). (Consulta: 3 de febrero de 2015). www.calpers.ca.gov
- CAMEJO, P. (2002), *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially* (1ª ed), Gabriola Island (Canadá): New Society Publishers.
- CANADIAN PENSION PLAN (CPP). (Consulta: 3 de febrero de 2015). www.cppib.com
- CAÑAL FERNÁNDEZ, V., PÉREZ GLADISH, B. M., RODRÍGUEZ URÍA, M. V., BILBAO TEROL, A. y ARENAS PARRA, M. (2008), *Inversión Socialmente Responsable*, Oviedo: Grupo de Decisión Multicriterio de la Universidad de Oviedo.
- CHANG, E. y WITTE, D. (2010), "Performance Evaluation of U.S. Socially Responsible Mutual Funds: Revisiting Doing Good and Doing Well", *American Journal of Business*, vol. 25, núm. 1, pp. 9-24.
- COMISIÓN DE CONTROL. PLAN DE PENSIONES DE LOS EMPLEADOS DE TELEFÓNICA (2014), *Boletín informativo*, núm. 85.
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES. (Consulta al *Documento de preguntas y respuestas*. Consulta el 22 de diciembre del 2014).
- CORDES, R., O'TOOLE, B. y STEINY, R. (2004), *The Art of Investing and Portfolio Management: A Proven 6-step Process to Meet Your Financial Goals*, Nueva York: McGraw-Hill.
- CORPORACION FINANCIERA INTERNACIONAL, ETHOS INSTITUTE y SUSTAINABILITY (2002), *Developing Value: The Business Case for Sustainability in Emerging Markets* (1ª ed.), Londres: SustainAbility Ltd.

- DANISH CENTER FOR CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (2008), *The Promise of Socially Responsible Investing. Conference Report. A roundtable jointly hosted by Bendheim Centre for Finance, Princeton University and the Danish Ministry of Economic and Business Affairs*, New Jersey: Princeton University and the Danish Ministry of Economic and Business Affairs
- DERWALL, J., GUENSTER, N., BAUER, R. y KOEDIJK, K. (2005), “The Eco-Efficiency Premium Puzzle”, *Financial Analysts Journal*, Marzo-Abril 2005, vol. 61, núm. 2, pp. 51-63.
- ECONOMISTAS SIN FRONTERAS (2010), *Problemas y retos de la Inversión Social: Integrando la Responsabilidad Social Corporativa en las decisiones de inversión*, Madrid: Economistas Sin Fronteras.
- EDHEC (2009), *A long road ahead for portfolio construction: Practitioners’ views of an EDHEC survey*, Francia: EDHEC Risk & Asset Management Research Centre.
- EDHEC (2008), *The EDHEC European Investment Practices Survey 2008*, Francia: EDHEC Risk & Asset Management Research Centre.
- EMERGING MARKETS DISCLOSURE PROJECT y EIRIS (2009), *Emerging Markets Investor Survey Report: An Analysis of Responsible Investment in Emerging Markets*, Londres: EIRIS.
- ENVIRONMENT AGENCY PENSION FUND (EAPF). (Consulta: 3 de marzo de 2015). www.eapf.org.uk/
- ENVIRONMENT AGENCY PENSION FUND (2012), *Active Pension Fund. Statement of Investment Principles*, Londres: The Stationery Office.
- ESCOLANO, C. (2010), “Análisis cualitativo de los fondos de inversión socialmente responsables comercializados en España”, *Papers de l’Observatori de les Finances Ètiques*, núm. 7, pp.1-70.
- ESTICHTING PENSIOENFONDS (ABP). (Consulta: 3 de enero de 2015). www.abp.nl/en/
- ETABLISSEMENT DE LA RETRAITE ADDITIONNELLE DE LA FONCTION PUBLIQUE (ERAFF). (Consulta: 20 de diciembre de 2014). www.rafp.fr

- EUROSIF (2012), *European SRI Study 2012*, Bruselas: European Sustainable Investment Forum.
- EUROSIF (2010), *European SRI Study 2010*, Bruselas: European Sustainable Investment Forum.
- EUROSIF (2007), *Venture Capital for Sustainability / 2007*, Bruselas: European Sustainable Investment Forum.
- EVCA (EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) (2002), *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Zaventem (Bélgica): EVCA Research Paper.
- FABOZZI, F. J. y MARKOWITZ H. M. (2002), *The Theory and Practice of Investment Management*, New Jersey: John Wiley & Sons.
- FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES (FRR). (Consulta: 10 de noviembre de 2014). www.fondsdereserve.fr/fr
- FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES (2012), *Rapport Annuel 2012*, París : FRR.
- FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES (2010), *Bilan à mi-parcours de la stratégie d'investissement responsable 2008-2012*, París : FRR.
- FONDO DE PENSIONES DE LOS EMPLEADOS DE TELEFÓNICA ESPAÑA (Consulta: 30 de noviembre de 2014). <http://www.pensetel.com/quienes.jsp>
<https://www.fonditel.es/Portal.aspx>
- FRESHFIELDS BRUCHAUS DERINGER (2005), *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment. Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative*, Ginebra: United Nations Environment Programme Finance Initiative.
- GERARD, J. B. (1997), "Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing?", *Journal of Investing*, vol. 6, núm. 2, pp. 11-18.
- GECZY, C., STAMBAUGH, R. F. y LEVIN, D. (2003), *Investing in Socially Responsible Mutual Funds*, Philadelphia: Wharton School of the University of Pennsylvania.

- GIL-BAZO, J., RUIZ-VERDÚ, P. y SANTOS, A. A. P. (2010), “The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies”, *Journal of Business Ethics*, vol. 94, núm. 2, pp. 243-263.
- GILL, A. (2002), *Corporate Governance in Emerging Markets: Make Me Holy... But Not Yet*, Hong Kong: CLSA Emerging markets - CG Watch.
- GILL, A. (2001), *Corporate Governance in Emerging Markets: Saints and Sinners, Who's got religion?*, Hong Kong: CLSA Emerging markets - CG Watch.
- GOLTZ, F. (2009), *A Long Road Ahead for Portfolio Construction: Practitioners' Views of an EDHEC Survey*, Niza: EDHEC Risk and Asset Management Research Center.
- GOVERNANCE METRICS INTERNATIONAL (2006), *GovernanceMetrics International releases ratings on 3800 global companies. Emerging market companies pose greatest risk*. New York: GovernanceMetrics International.
- HAMILTON, S., HOJE, J. y STATMAN, M. (1993), “Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, vol. 49, núm. 6, pp. 62-66.
- INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (2008), “Supervisory Oversight of Pension Fund Governance”, *IOPS Working Paper*, Núm. 8.
- JIN, H. H., MITCHELL, O. S. y PIGGOT, J. (2005), “Socially Responsible Investment in Japanese Pensions”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Núm. 11747.
- JPMORGAN CHASE & CO. (2007), *JPMorgan and Innovest Launch "GREEN" Bond Index*, New York: JPMorgan Chase.
- KIERMAN, M. (2002), “Socially Responsible Investing: From the Margins to the Mainstream”. En CAMEJO, P. (2002), *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially* (1^a ed), Gabriola Island (Canadá): New Society Publishers.
- KPMG (2012), *European Responsible Investing Fund Survey*, Luxemburgo: KPMG Luxembourg.

- KREIDER, J. (2008), *Responsible Investments – An Analysis of Socially Responsible U.S. Funds*, Lipper Fiduciary Research, New York: Thomson Reuters.
- KRITZMAN, M. (1999), “Toward defining an asset class”, *The Journal of Alternative Investment*, vol. 2, núm. 1, pp. 79-82.
- L’AGEFI HEBDO (2011), “Dossier Investissement vert – Les grands clients restent à convaincre”, *L’Agefi Hebdo*, Núm. 7, pp. 26-32.
- LOVE, I. y KLAPPER, L. F. (2002), “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, *World Bank Policy Research Working Paper*, núm. 2818, pp. 1-38.
- LUCK, C. (2002), “Factoring Out Sector Bets”. En CAMEJO, P. (2002), *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially* (1^a ed), Gabriola Island (Canadá): New Society Publishers.
- MAGINN, J.L., TUTTLE, D.L., McLEAVEY, D.W. y PINTO, J.E. (2007), “The Portfolio Management Process and the Investment Policy Statement”. En J.L. Maginn, D.L. Tuttle, J.E. Pinto y D.W. McLeavey, *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process* (3^a edición) (pp. 1-19). New Jersey: CFA Institute – Investment Series.
- MANAGEMENT BOARD OF THE PENSION RESERVE FUND OF THE COUNCIL OF EUROPE (2014), *Second Report for 2014 of the Management Board to the Committee of Ministers*, Estrasburgo: Council of Europe.
- MARGOLIS, J. D. y WALSH, J. P. (2001), *People and Profits?: The Search for a Link Between a Company's Social and Financial Performance* (1^a ed.), Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- MICHELSON, G., WAILES, N., VAN DER LAAN, S. y FROST, G. (2004), “Ethical Investment: Processes and Outcomes”, *Journal of Business Ethics*, núm. 52(1), pp. 1-10.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA (2002), “Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones”. *Boletín Oficial del Estado*, núm. 298 (13/12/2002), pp. 43361-43383.

- NORGES BANK (2014), *2013 Government Pension Fund Global. Annual Report*, Oslo: Norges Bank Investment Management.
- NOVETHIC (2009a), Note de travail: Où en est l'intégration des enjeux ESG par les métiers du private equity?, Paris: Novethic.
- NOVETHIC (2009b), Note de travail: Quels enjeux pour les fonds monétaires ISR?, Paris: Novethic.
- NOVETHIC (2010), Note de travail: ISR: Comment noter et sélectionner les États?, Paris: Novethic.
- NOVETHIC y AXA PRIVATE EQUITY (2009), *Que pensent les gérants du "private equity" de l'intégration des critères ESG ? : une enquête du centre de recherche ISR*, Paris: Novethic.
- OBSERVATORI DE LES FINANCES ETHIQUES (2010), "Análisis cualitativo de los fondos de inversión socialmente responsables comercializados en España", *Papers de l'Observatori de les Finances Ètiques*, núm. 7, pp. 1-70.
- OECD (2009a), *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*, Paris: OECD publications.
- OECD (2009b), *OECD Private Pensions Outlook 2008*, Paris: OECD publications.
- OECD (2009c), "Overview of selected initiatives and instruments related to Corporate Social Responsibility". En: OECD (2009), *Annual Report on the OECD Guidelines for Multinational Enterprises 2008 Employment and Industrial Relations*, Paris: OECD publications.
- OECD (2005), *Private Pensions: OECD Classification and Glossary*, Paris: OECD publications.
- ORLITZKY, M. y BENJAMIN, J. D. (2001), "Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review 2001", *Business & Society*, vol. 40, núm. 4, pp. 369-396.
- OSTHOFF, P. (2008), "What Matters to SRI Investors?", *Centre for Financial Research - Working Paper*, núm. 08-07, pp. 1-47.
- OXFORD BUSINESS KNOWLEDGE (2006), *Recent Trends and Regulatory Implications of Socially Responsible Investment for Pension Funds*, Paris: OECD publications.

- PENSIOENFONDS ZORG EN WELZIJN (PFZW). (Consulta: 13 de diciembre de 2014).
www.pfzw.nl
- PENSIOENFONDS ZORGIWELZIJN (2012), *Quarterly Report. First Quarter of 2012*, Zeist: PFZW.
- PENSION RESERVE FUND (Council of Europe). (Consulta: 14 de diciembre de 2014).
www.coe.int
- PERSAUD, A. (2003), *Socially Responsible Investment*, Gresham Lecture, disponible en:
www.gresham.ac.uk. (Consulta el 22 de diciembre del 2014).
- PIONEER INVESTMENTS (2011), *Pioneer Funds – Pioneer Fund Story. Searching for Value Today and Tomorrow*, Boston: Securities offered through Pioneer Funds Distributor, Inc.
- PIVO, G. (2008), “Exploring Responsible Property Investing: A Survey of American Executives”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 15, núm. 4, pp. 235-248.
- PORTER, M. E. y VAN DER LINDE, C. (1995), “Green and Competitive: Ending the Stalemate”, *Harvard Business Review*, vol. 76, núm. 5, pp. 119-134.
- RICHARDSON, B. J. (2008), *Socially Responsible Investment Law: Regulating the unseeing polluters*, Oxford: Oxford University Press.
- RUSSO, M. y FOUTS, P. A. (1997), “A resource-based perspective on Corporate Environmental performance and profitability”, *Academy of Management Journal*, vol. 40, núm. 3, pp. 534-559.
- SAM & PRICEWATERHOUSECOOPERS (2009), *The Sustainability Yearbook 2009*, Róterdam: SAM and PricewaterhouseCoopers.
- SCHROEDER, M. (2004), “The Performance of Socially Responsible Investments: Investment Funds and Indices”, *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 18, núm. 2, pp. 122-142.

- SOCIAL INVESTMENT FORUM FOUNDATION (2012), *Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States 2012*, Washington: Social Investment Forum.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM (2000), "Fund Performance Update: Socially Responsible Funds Continue to Get Top Marks in 2000", *News Release*, Washington: Social Investment Forum.
- STATENS PENSJONSFOND UTLAND (SPU). (Consulta: 11 de diciembre de 2014).
www.regjeringen.no www.nbim.no www.norges-bank.no
- STATMAN, M. (2007), "Socially Responsible Investments", *Journal of Investment Consulting*, núm. 8(2), pp. 17-36.
- STANDARD & POOR'S (2009), *Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, Year End 2008*, New York: Standard & Poor's.
- STENSTRÖM, H. C. y THORELL, J. J. (2007), *Evaluating the Performance of Socially Responsible Investment Funds: A Holding Data Analysis*, Estocolmo: Stockholm School of Economics.
- TEACHERS INSURANCE AND ANNUITY ASSOCIATION – COLLEGE RETIREMENT EQUITIES FUND (TIAA–CREF). (Consulta: 24 de enero de 2015). www.tiaa-cref.org
- THOMSON REUTERS DATASTREAM. (Consulta: 30 de septiembre de 2014).
<http://financial.thomsonreuters.com>
- TOZER, D. (2006), *Broadening horizons for responsible investment: an analysis of 50 major emerging market companies*, Londres: EIRIS.
- TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2010), *Índice de Percepción de la Corrupción 2010*, Berlín: Transparency International.
- TSCHAMPION, R. C., SIEGEL, L. B., TAKAHASHI, D. J. y MAGINN, J. L. (2007), "Managing Institutional Investor Portfolios". En: MAGINN, J. L., TUTTLE, D. L., MCLEAVEY, D. W. y PINTO, J. E. (2007), *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process* (3ª ed.), CFA Institute – Investment series, New Jersey: John Wiley & Sons.

- TURBAN, D. B. y GREENING, D. W. (1997), "Corporate Social Performance and Organisational Attractiveness to Prospective Employees", *Academy of Management Journal*, vol. 40, núm. 3, pp. 658-672.
- UNEPFI PROPERTY WORKING GROUP (2004), *Commercial Real Estate. Unlocking the energy efficiency retrofit investment opportunity*, Ginebra: UNEPFI.
- UNEPFI y MERCER (2007), *Demystifying Responsible Investment Performance. A review of key academic and broker research on ESG factors*, París: UNEPFI/MERCER.
- UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME (USS). (Consulta: 5 de febrero de 2015). www.uss.co.uk
- VICSUPER FUND. (Consulta: 15 de diciembre de 2014). www.vicsuper.com.au
- WALKER, D. (2007), *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, Londres: Walker Working Group.