

# ¿Acabará siendo lo “new normal” la Inversión Socialmente Responsable (ISR)?

JOAQUÍN GARRALDA RUIZ-DE-VELASCO

Decano de Ordenación Académica de IE University. Presidente de Spainsif

El crecimiento de la ISR en España es muy destacable como se puede ver en el gráfico adjunto extraído del informe: “La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2019”, que incluye en el año 2018 el capital español gestionado por entidades internacionales.

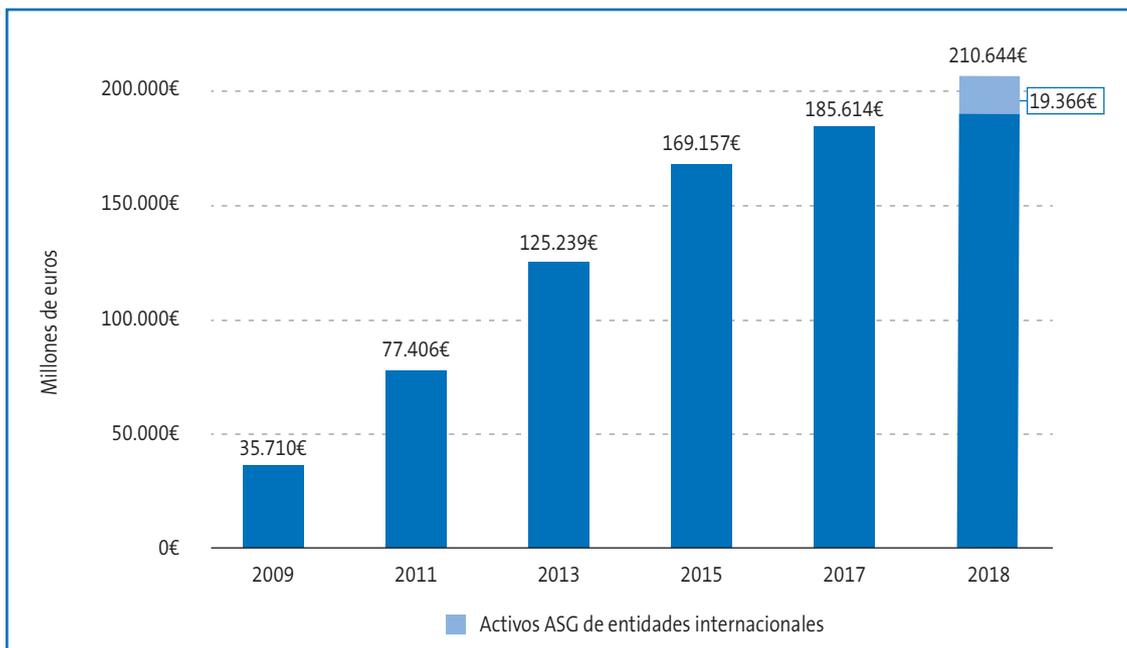
Sin embargo, la pregunta que nos podemos hacer es: ¿es atribuible todo el crecimiento a que los inversores se están transformando, y que, en vez de estar sólo preocupados por la rentabilidad y el riesgo, tienen en cuenta asuntos más “filantrópicos”? Es decir, ¿se están convirtiendo muchos inversores en personas que no se podrían incluir dentro del egoísmo del homo *economicus*? Y, relacionado con el título de la figura, ¿es lo mismo ISR que ASG?

1 ASG se corresponde con Ambiental, Social y de buen Gobierno o Gobernanza. Aunque muchas veces, sobre todo en ámbitos financieros, se usa ESG, que el acrónimo en inglés “Environment, Social and Governance”.

Como siempre, conviene entrar en los detalles para comprender las razones de su crecimiento y los elementos que la componen.

La ISR ha mostrado una evolución con varias etapas en su dinámica de crecimiento. Inicialmente, los inversores que tenían en cuenta sus principios a la hora de invertir, estando dispuestos a ceder parte de la rentabilidad por ello, eran aquellos que estaban muy cercanos a colectivos religiosos como los cuáqueros o aquellos que, en la época de las manifestaciones en Estados Unidos por la guerra de Vietnam, tenían una actitud muy reivindicativa contra las empresas que suministraban armamento y las que tenían negocios en Sudáfrica en tiempos del *apartheid*. En las numerosas manifestaciones estudiantiles se exigía que las donaciones que recibían las universidades no se invirtiesen en las compañías citadas. En el mismo sentido, la opinión pública presionaba a los gestores de los fondos

FIGURA 1. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG<sup>1</sup> en España



de pensiones de colectivos sensibles, como funcionarios y profesores, para que no invirtieran en esas compañías.

Aproximadamente a partir del año 2000 la situación evoluciona, ya no es tanto castigar o no ser cómplice de algunas empresas, sino que empieza una tendencia hacia premiar a las empresas que actúan en línea con las preocupaciones sociales. Empiezan a crearse fondos que de alguna manera incluyen “valores sociales” para tomar decisiones de inversión. Como muestra de ello, en esos años, se crean unos índices “sostenibles” que tienen en cuenta, además de los aspectos económicos, criterios sociales y sobre todo medioambientales en el análisis de las empresas para incluirlas o no en el índice. Es el caso de índices tan relevantes, por el volumen de fondos que les siguen, como FTSE4Good en el entorno financiero británico y el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) en el norteamericano.

## Desde el mundo académico se han realizado múltiples investigaciones para comprobar si existía relación entre la RSC y el desempeño económico y financiero de la empresa

En España, INVERCO define en el año 1999 los fondos solidarios y los fondos éticos. Los primeros son aquellos que parte de su comisión de gestión la dedican a financiar alguna ONG y los segundos son aquellos en los que en la selección de activos tienen una limitación especificada en su folleto aprobado por la CNMV. Es posible que estas denominaciones hicieran pensar a muchos inversores y gestores de inversión, que esos fondos eran poco atractivos desde el punto de vista de la rentabilidad. Al fin y al cabo, reducir el universo de valores sobre los que invertir, teóricamente produce que no se aprovechen todas las oportunidades del mercado, siendo, por tanto, su rendimiento menor que los fondos sin restricciones.

Las razones del lento crecimiento en España, se pueden concretar en el desconocimiento de la existencia de esos fondos para los ahorradores, por el escaso esfuerzo en su comercialización de los intermediarios financieros –pocas veces el gestor de sus inversiones les hablaba de esos fondos, ya que no se sentía cómodo en su argumentación y el banco no le había dado formación en ese tema– y, sobre todo, por el convencimiento generalizado de que invertir en esos fondos suponía un coste –una pérdida de rentabilidad– elevado. Se asociaba casi a una donación, en vez de una inversión a largo plazo para afrontar un futuro incierto.

Ante el retraso de nuestro país con respecto a nuestros pares europeos, se funda Spainsif en el año 2009 para

impulsar el desarrollo de la ISR en España. Al ser una asociación sin ánimo de lucro, la clave era la composición de sus miembros. Con el fin de ser una organización “multistakeholder” en la que se vieran representados los principales agentes involucrados, se establecieron 5 categorías de socios: 1) Bancos, como distribuidores de vehículos financieros; 2) Gestoras de inversión, como ejecutoras de las decisiones de inversión; 3) Suministradores de información y conocimiento, como entidades especializadas en análisis de aspectos ASG e investigadores universitarios; 4) ONGs, como organizaciones cercanas a las distintas dimensiones de la sostenibilidad; y, 5) Sindicatos, como grupos que participan en las Comisiones de Control de los Planes de Pensiones de Empleo. Su propósito es impulsar la ISR mediante la difusión del conocimiento e influir en el buen desarrollo normativo en los ámbitos de supervisión y regulación. Más de 10 años después, con 80 asociados y unas buenas relaciones con los agentes e instituciones involucradas, se puede decir que está cumpliendo su misión.

Desde el mundo académico se han realizado múltiples investigaciones para comprobar si existía relación entre la RSC y el desempeño económico y financiero de la empresa. En el artículo académico publicado en el 2015 por investigadores de la Universidad de Oxford y Arabesque Partners<sup>2</sup>, basándose en un meta-estudio de 200 distintas fuentes, comprobaron que mayoritariamente sí existía correlación entre la RSC y un menor coste de capital (en un 90% de los estudios sobre el tema), una mejor cotización bursátil (en un 80% de los estudios sobre el tema), entre otras conclusiones. Estos estudios hacían perder parte del miedo de tener un retorno negativo; sin embargo, sólo parte del miedo, ya que haya una correlación no quiere decir que exista causalidad; por ello tampoco esos estudios tuvieron un fuerte impacto en los gestores de inversión de los fondos. Como casi todas las investigaciones académicas utilizaban los datos de grandes empresas, se podía argumentar que la causalidad era contraria, que como esas empresas tenían muy buenos resultados, dedicaban sin gran esfuerzo parte de sus “excedentes” a aspectos sociales o medioambientales.

Tratando de demostrar la causalidad, son destacables dos investigaciones recientes. Por un lado, la realizada por Guido Guido Giese y Linda-Eling Lee<sup>3</sup> en abril de 2019, mediante la que demuestra que sí existe causalidad en la dirección ASG => mejores resultados. En su estudio consideran dos factores, a) el rating ASG, medido por MSCI (MSCI ESG Ratings) –empresa en la que trabajan–, y, b) los cambios experimentados por las empresas

2 [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2508281](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281), accedido en marzo 2020.

3 <https://www.msci.com/documents/10199/9aec76d8-376f-91ef-a575-b2b0ea65061a>. Accedido en marzo 2020

en ese rating ASG, a lo largo de 10 años (su estudio abarca del 2010 al 2017). El resultado de su investigación les permitía afirmar que las empresas que sí tenían un buen rating y su trayectoria era positiva en cuanto a sus sucesivas valoraciones en el rating, sí era indicativo de unos buenos resultados económicos y un riesgo financiero reducido (incluyo la fuente a pie de página para quien quiera profundizar sobre su metodología).

Por su parte, en una investigación<sup>4</sup> realizada por siete analistas e investigadores de AMUNDI, publicada en noviembre de 2018 y que abarca del 2010 a 2017, se demuestra que un portafolio de inversión que incluya empresas que tienen una alta valoración ASG obtienen una mayor rentabilidad, menor volatilidad y menor riesgo, en el entorno europeo reciente, que las que obtienen una valoración baja en ASG en la segunda mitad del período estudiado. Sin embargo, en años anteriores no se podía demostrar esta causalidad, dándose la situación que podía ser poco relevante o incluso negativa. Conclusión que también se producía en el entorno de capital de Estados Unidos. ¿Cómo se puede explicar este comportamiento en U en el entorno europeo?

Se puede responder que en parte por el mayor crecimiento actual de los ahorradores finales y, sobre todo, por los cambios regulatorios en muchos países europeos que obligan a los fondos de pensiones de empleo a informar sobre estos temas ASG.

La respuesta también se puede encontrar parcialmente en que ahora existe una demanda “consciente” por parte del ahorrador; por un lado, porque las otras opciones de inversión que no tienen en cuenta la sostenibilidad, tampoco tienen una rentabilidad apreciablemente superior en el entorno actual de bajos tipos de interés y casi nula inflación; y, por otro, porque las empresas emisoras de deuda y acciones están informando más sobre estos temas y los analistas los están considerando en sus recomendaciones.

Finalmente y continuando con lo que se apuntaba al inicio del artículo, ¿es lo mismo ISR que ASG?

En primer lugar, últimamente con el acrónimo ISR se está denominando a la “Inversión Sostenible y Responsable”, el objetivo es incluir aspectos medioambientales que en la denominación anterior de “Socialmente Responsable” no se apreciaban tanto. Esa denominación se correspondía más con la primera etapa en la que los temas éticos estaban muy asociados a la ISR.

En segundo lugar, la tendencia actual entre los inversores institucionales está claramente orientada a considerar los temas relacionados con la sostenibilidad como factores de riesgo a medio/largo plazo, a la vez que origen de oportunidades. En la medida en que los bancos centrales y las multilaterales financien generosamente este tipo de vehículos, como se puede comprobar en el crecimiento de los “bonos verdes”, su crecimiento se acelerará. Evidentemente, el factor sectorial determinará en gran medida la integración de las dimensiones ASG en los análisis financieros a largo plazo. Por ello, los analistas incluyen esos factores de riesgo para alcanzar sus conclusiones respecto a la inclusión o no de un valor en la cartera de inversiones. A la hora de valorar las tres dimensiones –ASG–, la dimensión G, es la que más consideran “material”<sup>5</sup> todos los analistas; sin embargo, las empresas de rating y de suministro de información a los gestores de inversión, están incluyendo en sus valoraciones, cada vez más, aspectos medioambientales “materiales”, la dimensión A; en cambio la dimensión S todavía no es un factor generalmente considerado por la falta de criterios generalmente aceptados respecto a su valoración. Sin embargo, algunas de las “Inversiones de Impacto”, inversiones que consideran a la vez la rentabilidad y el impacto social/medioambiental que produce esa actividad, sí están muy centradas en la dimensión Social.

Ahora existe una demanda “consciente” por parte del ahorrador; por un lado, porque las otras opciones de inversión tampoco tienen una rentabilidad apreciablemente superior; y, por otro, porque las empresas emisoras de deuda y acciones están informando más sobre estos temas y los analistas los están considerando en sus recomendaciones

El impulso más decisivo para integrar los aspectos ASG en la valoración de las compañías, se producirá cuando se acepte internacionalmente un estándar de temas ASG que sea compartido tanto por las empresas emisoras de acciones y deuda, como por los inversores y que sean considerado por los reguladores financieros para que en sus normativas tengan en cuenta ese estándar. En este sentido, el actual proceso normativo en la Unión Europea para definir una “taxonomía” de las actividades sostenibles, es una pieza fundamental para esta integración de la sostenibilidad en las decisiones de inversión privada ayuden a conseguir el objetivo de neutralidad de carbono en 2050.

4 [https://research-center.amundi.com/ezjscore/call/ezjscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=dl\\_MjcxZGQxOGJkMGEyYmMwZTdINGY1ODNiMjMyMzdiN2I](https://research-center.amundi.com/ezjscore/call/ezjscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeId=dl_MjcxZGQxOGJkMGEyYmMwZTdINGY1ODNiMjMyMzdiN2I). Accedido en marzo 2020

5 Un tema es “material” cuando puede afectar sustancialmente a la cuenta de resultados.