EL MARCO REGULADOR DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN ESPAÑA

Carlos Arenillas Lorente

Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

3 de febrero, 2006

Antes de empezar quisiera agradecer al grupo Santander y a ESADE como organizadores su amable invitación para decir unas palabras en estas primeras Jornadas de Inversión Socialmente Responsable en España.

Tanto como vicepresidente de la CNMV como a título personal, es un placer participar en proyectos como el que hoy nos ha reunido aquí.

En la toma de decisiones de inversión, las demandas por parte de los inversores son cada vez más amplias al incorporar valores sociales al análisis financiero tradicional al que estamos acostumbrados. Esta es una realidad -a pesar de estar en una fase todavía poco desarrollada en España- sobre la que hay un consenso cada vez más amplio respecto a que su importancia será creciente en el futuro próximo. Por ello, considero que es interés de todos, incluida la CNMV, fomentar la reflexión y el debate sobre este amplio tema, tal y como se pretende con el inicio de estas jornadas.

Dicho esto, a lo largo de los próximos minutos quisiera aprovechar para, en primer lugar, hacer unas breves reflexiones sobre el concepto de inversión socialmente responsable y, en segundo lugar, comentar la regulación (más precisamente autorregulación) existente en el mercado español. Concluiré aportando algunas cifras que ilustren sobre el tamaño actual de la inversión socialmente responsable en España, cuya magnitud nos muestra que tenemos todavía bastante camino por recorrer.

I

Reflexiones sobre la ISR

Permítanme empezar, pues, con unas breves reflexiones generales sobre la ISR.

El concepto de Inversión Socialmente Responsable es muy amplio y ha variado de forma sustancial a lo largo de los años. El modo en que actualmente se integran los valores sociales en las decisiones de inversión dista del existente en los primeros años de la aparición de lo que viene en definirse como inversión socialmente responsable.

Comenzó como un alegato social en contra de determinadas actividades que no encajaban con las convicciones del inversor, siguiendo lo que podemos denominar como un enfoque de discriminación negativa. Así, se rechazaba invertir en aquellas empresas cuya actividad estaba relacionada con cuestiones como la vulneración de derechos fundamentales o la fabricación de armamento.

Actualmente, la tendencia a nivel internacional es hacia una selección positiva de las empresas, primando a aquéllas que cumplan con una serie de requisitos o estándares de calidad en la gestión empresarial. Estos criterios valorativos suelen estar relacionados con aspectos como el fomento de la educación y la formación de los trabajadores, políticas activas medioambientales o la promoción de la seguridad laboral entre otros.

La selección de las decisiones de inversión en base a valores sociales o éticos es un mecanismo idóneo para fomentar que las empresas actúen de modo socialmente responsable, pues sólo aquéllas empresas que incorporen políticas sociales o éticas en la gestión empresarial pasarían el escrutinio de los inversores.

Además, la gestión socialmente responsable puede permitir ir un paso más allá en el camino por la mejora del gobierno de las empresas. Como saben ustedes, desde la CNMV se impulsan medidas destinadas a mejorar el gobierno corporativo, buscando mecanismos que garanticen la protección de los intereses de los inversores y la mitigación de posibles conflictos de interés en los consejos de administración. La adopción de prácticas socialmente responsables, por su parte, supone ampliar el concepto más clásico de gobierno corporativo y prestar atención a todos los grupos de interés sobre los que influye la empresa, no sólo los accionistas, sino también los empleados, los clientes, o la sociedad en su conjunto prestando atención, por ejemplo, a los problemas del medioambiente.

La ISR y el buen gobierno corporativo son conceptos no solo compatibles, sino que tenderán a interactuar en el futuro.

Por último, una buena gestión de la responsabilidad social de la empresa puede ofrecer oportunidades de maximización del valor de esta y puede, a su vez, reducir los riesgos

a los que está expuesta la empresa. Existe abundante literatura económica sobre estas tesis.

Adicionalmente, los inversores, en tanto que accionistas, deberían ser activos en el ejercicio de sus derechos de voto. El ejercicio activo del poder de voto es una buena forma de presión para que la empresa adopte una determinada política acorde a los intereses sociales o éticos establecidos por los grupos de inversores. Especial relevancia cobran en este contexto los inversores institucionales. Aquí, quiero recordar que el nuevo reglamento de IIC, recientemente aprobado por el gobierno, establece para las sociedades gestoras de IIC la obligación de ejercer y explicar los derechos políticos de los valores integrados en los fondos que gestionen, siempre y cuando las acciones tengan una antigüedad superior a un año en la cartera del fondo y la participación de los fondistas supere el 1% de la sociedad cotizada.

II

La regulación de la ISR en España

Dicho esto, quisiera revisar de forma breve la regulación en España

En España, las Instituciones de Inversión Colectiva Socialmente Responsables se autorregulan mediante la Circular de INVERCO de finales de 1999 que contó con el visto bueno de la CNMV.

La Circular de INVERCO fue establecida con el objetivo principal de incrementar la transparencia en la información a los partícipes evitando una publicidad engañosa respecto a este tipo de instituciones. De los múltiples aspectos que contempla quisiera destacar los siguientes:

1. La Circular regula los fondos socialmente responsables diferenciándolos de los fondos denominados solidarios, al objeto de evitar su confusión. Los fondos solidarios son aquellos en los que la sociedad gestora cede una parte de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas u organizaciones no gubernamentales, pero eso no significa que seleccionen sus inversiones en función de determinados valores éticos.

Esta distinción, aunque parezca obvia, es importante porque en España es muy frecuente que las IICs socialmente responsables además incorporen un carácter

solidario, que puede ser una opción válida desde un punto de vista comercial y respetable, pero que debe diferenciarse del anterior concepto.

2. La Circular dispone unos requisitos mínimos que deben cumplir las IICs socialmente responsables o "éticas" para ser consideradas como tal, regulando cuestiones como los criterios de calificación o la política de inversiones. Permítanme hacer algunos comentarios al respecto.

Respecto a los criterios de calificación, la Circular distingue entre dos tipos de criterios para determinar si una IIC puede darse a conocer como ética:

- Los criterios negativos, que servirían para excluir inversiones en empresas cuyos ingresos provengan de actividades que entren en conflicto con las convicciones del inversor.
- Y los criterios valorativos, que apoyan las inversiones en empresas que contribuyan positivamente al desarrollo de los valores establecidos.

La mayoría de los fondos éticos combinan ambos criterios y éstos, a su vez, pueden admitir graduaciones.

La política de inversión, por su parte, deberá estar recogida en el folleto y detallará el ideario ético que establece los criterios valorativos y/o negativos que deberán cumplir los valores que representen la cartera del fondo.

3. Otro de los aspectos a destacar de la Circular, es que ésta exige que el universo de los valores en los que invierte el fondo sea determinado:
 - O por una comisión ética
 - O que sean valores que integren índices éticos publicados por terceros,
 - O bien, si se trata de un fondo de fondos, que el subyacente esté calificado como ético por una agencia especializada.

4. Finalmente, la Circular hace especial énfasis en cuestiones relacionadas con la transparencia y la difusión de información. Así, con el objetivo de evitar una publicidad engañosa y evitar que se induzca a error al inversor, se regula la información que se hace llegar a los partícipes sobre las características del producto.

Ahora bien, la autorregulación que tenemos actualmente tiene sus ventajas e inconvenientes.

Por un lado, la Circular concede una amplia flexibilidad al permitir que cada IIC elija sus propios criterios éticos, sin valorar ni concretar cuáles son aceptables y cuáles no lo son. Lo único que se hace es exigir su definición en el folleto informativo a disposición de los inversores.

Sin embargo, también es cierto que la flexibilidad también puede tener sus inconvenientes, pues la Circular no establece una definición clara de lo que se entiende por ético, ecológico o socialmente responsable y tampoco hace ninguna referencia a criterios como el gobierno corporativo.

Desde algunos foros, se ha comentado la necesidad de permitir crear “productos mixtos”, es decir, productos en los que un determinado porcentaje de la cartera cumpla los criterios éticos mientras el resto sólo siga criterios estrictamente financieros. No obstante, no parece una opción válida. No tiene mucho sentido permitir que un fondo “ético”, por ejemplo, invierta un porcentaje en bonos emitidos por una compañía armamentística cuando su ideario ético prohíbe dicha práctica en la parte sometida a ella. El enfoque de la Circular sería en este sentido adecuado y cauteloso.

En definitiva, la autorregulación que tenemos actualmente en España parece razonable en líneas generales y podemos decir que dota al inversor de un adecuado nivel de protección. No obstante, puede ser conveniente preguntarse, y en este sentido dejo la pregunta en el aire, acerca de la necesidad de realizar una revisión de la situación actual. Si así se estimase oportuno, se contaría con todo el apoyo por parte de la CNMV.

III

Situación de la ISR en España

Permítanme a modo de conclusión, hacer un breve repaso de las cifras de cierre del terminado año 2005 en el mercado español tal y como les había anunciado al comienzo.

A finales de 2005, existían en España 17 instituciones de inversión socialmente responsable (14 Fondos de Inversión y 3 SICAVs). De estas 17 IICs, 10 son simultáneamente socialmente responsables y solidarias.

El tamaño de la industria es bastante reducido. El patrimonio apenas ha aumentado durante el año 2005, estando próximo a los 1.040 millones de euros, lo que apenas representa el 0,38% del total del patrimonio invertido en IICs. Si excluimos el fondo de mayor patrimonio, el porcentaje se reduce a tan sólo el 0,08%, lo cual nos informa de una exigua diversificación. Estas cifras están muy por debajo de la situación observada en otros países europeos, como Reino Unido, Suecia, Francia y Bélgica. De hecho, en Reino Unido, país líder en este asunto, la ISR alcanza cifras del 36% sobre el total del patrimonio de las IIC.

Por número de inversores, el resultado no es tampoco satisfactorio, pues éste descendió durante 2005 respecto al año anterior, si bien en una cifra modesta.

No obstante, y para alejar el pesimismo, sí que es cierto que a lo largo de 2005 han surgido algunos datos muy alentadores. Algunas entidades han manifestado un claro interés por este tipo de IICs. Se han registrado en la CNMV 4 nuevos fondos socialmente responsables, cuando hasta el 2004 solo había 10. Uno de ellos pondera positivamente aquellas compañías españolas con buena calificación en su gobierno corporativo. Y se relanzaron con una nueva política dos fondos más.

En lo referente a la política de inversión de estas instituciones en nuestro país, la mayoría son fondos de inversión mixtos -que invierten tanto en instrumentos de renta fija como de renta variable-, y además están destinados al inversor minorista. Quiero destacar que en otros países, por el contrario, los fondos son principalmente de renta variable y sus inversores son más bien institucionales.

En lo que se refiere a los criterios de inversión, en España estos son sobre todo de tipo social, y se suelen combinar con un carácter solidario, es decir, retroceden comisiones a una organización no gubernamental. En Francia e Italia se observan también principalmente los criterios sociales, mientras que en Reino Unido los criterios éticos son los más importantes en la selección de inversiones y, en Alemania, Austria, Suiza y Países Bajos priman los criterios medioambientales.

IV

En definitiva, y para concluir y no apurar mas el tiempo del que dispongo:

- La importancia de la inversión socialmente responsable en España es todavía muy reducida y tenemos aún por delante un importante camino por recorrer.
- La autorregulación existente en España ofrece un marco suficientemente flexible para su desarrollo y, en un principio, no parece que sea un obstáculo para su crecimiento. No obstante, nos debemos cuestionar siempre si existen opciones de mejora, y si así fuese, desde la CNMV se ofrecerá una decidida colaboración y apoyo para su articulación.
- Es muy conveniente trabajar en la difusión del conocimiento de la inversión socialmente responsable y en el aumento del interés por estos productos por parte de todos los agentes que intervienen en el mercado, tanto desde el lado de la demanda como de la oferta. La falta de demanda por parte de los ahorradores está en gran parte condicionada por un déficit de información en torno a este tipo de productos. Su difusión es una tarea colectiva que nos afecta a todos, tanto a instituciones financieras y gestoras como a gobiernos y a reguladores financieros, analistas y estudiosos de la economía, y especialmente a los inversores institucionales, a los que animo a implicarse activamente.
- Estoy convencido que en las próximas jornadas del año 2007 el balance que haremos será más positivo.

Muchas gracias por su atención,