

MÁSTER EN DIRECCIÓN EMPRESARIAL DESDE LA INNOVACIÓN Y LA  
INTERNACIONALIZACIÓN.

# La Inversión Socialmente Responsable en los Fondos y Planes de Pensiones y en las EPSV de empleo

---

¿Pueden ser palanca del cambio en la economía  
actual?

Autora: Agar Morales Bustinduy

Directora: Dra. Rosa María Ahumada Carazo  
Departamento de Economía Financiera II  
rosamaria.ahumada@ehu.es  
Campus de Bizkaia (Leioa)

En Bilbao, a 12 de Septiembre de 2014



# Índice

---

1. Objetivos del trabajo.....	1
2. Interés general del proyecto.....	3
3. Metodología .....	4
4. La Inversión Socialmente Responsable. Una visión temporal.....	7
4.1. Inversión Socialmente Responsable: Concepto. ....	7
4.2. Historia de la Inversión Socialmente Responsable.....	8
4.3. Organismos Internacionales para el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable.....	10
4.4. Objetivo de la Inversión Socialmente Responsable .....	17
4.5. Estrategias de Inversión .....	18
5. Sistemas de Pensiones en Europa en términos de Inversión Socialmente Responsable.....	21
5.1. Unión Europea. ....	21
5.2. Planes y Fondos de Pensiones en España y EPSV en el País Vasco. Regulación y relación con la Inversión Socialmente Responsable.....	26
5.3. Beneficios y dificultades en la aplicación de los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno .....	35
5.4. Obstáculos en la implantación de la Inversión Socialmente Responsable y posibles soluciones. ....	41
6. Análisis empírico (entrevista).....	47
7. Conclusiones .....	52
8. Futuras líneas de investigación.....	54
9. Bibliografía. ....	56
9.1. Libros .....	56
9.2. Revistas .....	56
9.3. Legislación.....	58
9.4. Webs.....	58

## 1. Objetivos del trabajo

El Objetivo de este trabajo es primeramente concretar el estado actual de la Inversión Socialmente Responsable dentro del ámbito de los Planes y Fondos de Pensiones y Entidades de Previsión Social Voluntaria de empleo en España, analizando sus características y su desarrollo hasta ahora para poder identificar los retos a los que se enfrenta. Para conocer la cuestión desde un punto de vista más práctico queremos realizar una serie de entrevistas en profundidad, con cuestiones derivadas de estudio previo de la cuestión, a los presidentes de las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo y a los secretarios de las juntas de gobierno de las EPSV de empleo para conocer, desde su perspectiva, las razones por las que se ha desarrollado tan poco esta técnica de elección de inversiones en España en comparación con el resto de países europeos y qué ayudaría a su implantación, si es que esta resulta conveniente.

Por último se presentarán nuevas líneas de investigación con las que seguir analizando este amplio y poco explotado campo en el futuro.

**Palabras clave: Planes y Fondos, Pensiones, EPSV, Inversión Socialmente Responsable (ISR), Criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG).**

The Aim of this paper is, firstly, to analyze the current state of the Socially Responsible Investment within the scope of the Plans and Pension Funds and Social Voluntary Welfare Entities in Spain, analyzing its characteristics and its development until now and identifying the main challenges to deal with. In order to learn more about this issue from a more practical point of view, I would like to conduct a series of interviews, with questions arising from previous study of the issue, to pension fund committees' presidents and to EPSV governing board's clerks , so we can get to know the reasons why this technique of investments choice has been developed so little in Spain compared with other European countries and what economic changes or institutional decisions could be helpful for its implementation, if appropriate.

Finally, new lines of research will be proposed to further analyze this vast and untapped field in the future.

**Key words: Plans and Pension Funds, Social Voluntary Welfare Entities, Socially Responsible Investment (SRI), Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) issues.**

Lan honen helburu nagusia pentsio funtsen eta EPSV-en esparruan Gizartearekiko Inbertsio Arsduratsuaren (GIA) gaur eguneko egoera astertzea da. Euren ezaugarriak eta garapena astertuz, GIAk aurre egin behar dien errokak identifikatuko ditut. Ikerketaren konklusioak balioztatu nahian, pentsio funtsen comisioetako presidente eta EPSVen batzarretako idazkariei egin beharreko hizketaldiaren eskema proposatuko dut. Iragan batean, elkarrizketen bidez Estatuan GIAk Europako beste herrialde batzuekin konparatuz duen garapen eskasaren arrazoiak jakietara espero dut.

**Hitz gakoak: Pentsio funtsa, EPSV, Gizartearekiko Inbertsio Arsduratsua, irizpide soziala, ingurumena eta empresa gobernu arduratsua.**

## 2. Interés general del proyecto.

La crisis financiera que comenzó en 2007 ha dejado a la vista graves problemas en los mercados financieros a nivel mundial. La forma de entender la gestión empresarial y la carencia de ética en las finanzas han acabado con la confianza social en el capitalismo actual, que se centra en la obtención de resultados a corto plazo que respondan a las exigencias de los shareholders, como único grupo de interés válido.

En esta tesitura se ha visto reforzada la idea de que un cambio es necesario y que otros criterios han de tenerse en cuenta para recuperar la confianza de la sociedad. Estos criterios son los recogidos por la Inversión Socialmente Responsable (en adelante ISR), que trata de premiar la gestión de aquellas empresas e instituciones que tengan en cuenta normas medioambientales, sociales y de buen gobierno (en adelante criterios ASG).

En este cambio tienen un papel preferente las grandes instituciones inversoras entre las que se encuentran los Fondos de Pensiones y las Entidades de Previsión Social Voluntaria (en adelante EPSVs). Además sus características, sus planes estratégicos y sus expectativas de resultados responden al largo plazo, lo que ayudaría a afianzar una economía sostenible y a fomentar la innovación.

La aportación de este trabajo es determinar los factores que han frenado el desarrollo de la ISR en España y elaborar una entrevista que sirva para recoger la opinión de los expertos a este respecto y sobre el futuro de la misma.

### 3. Metodología

La Economía de la Empresa es una ciencia, por desarrollar las funciones que se le asignan como disciplina científica; y además es autónoma, al disponer de un objeto formal propio. Ahora bien, el otro elemento que define a una ciencia es el método, y, en este sentido, se constituye en ciencia al elaborar un método práctico de integración de diversas materias de conocimiento, categorías conceptuales y técnicas de investigación.

Lo dejó claro Emilio Soldevilla cuando dijo que es fácil delimitar el objeto de investigación a los fenómenos empresariales, pero no es tan sencillo determinar el método que hay que seguir para analizar la Economía de la Empresa debido a que está conformada por múltiples materias y técnicas. Por tanto, es necesario un método, o conjunto de métodos, para estudiar y conocer su objeto formal; y, así, llegar a formular aquellas leyes de equilibrio en el mundo interno de la empresa. Estos métodos son el inductivo, el hipotético -deductivo y el analítico-sintético, que ahora paso a describir brevemente:

1. Método inductivo: consiste en el establecimiento de leyes generales a partir de las regularidades obtenidas, bien por experimentación, bien por observación, de manera que sea posible pronosticar sucesos venideros. Es decir, se pueden establecer leyes generales partiendo de registros reiterados de ciertos hechos, que permiten predecir el comportamiento futuro en circunstancias similares.
2. Método hipotético-deductivo: consiste en formular hipótesis deducidas de teorías previas, y posteriormente contrastar esas hipótesis con la realidad. Existen dos formas de emprender el camino hipotético-deductivo. La primera procede por eliminación: se proponen diversas hipótesis para explicar un fenómeno dado y a continuación se van excluyendo aquellas que muestran una falta de correspondencia con la realidad. La segunda se denomina "convergencia de inducciones": consiste en aceptar una hipótesis cuando ésta ha alcanzado resultados positivos en circunstancias muy diversas y alejadas de las que sirvieron como punto de partida para su formulación.

3. Método analítico-sintético: aunque pueden ser tratados separadamente, guardan entre sí una relación de complementariedad tan estrecha que resulta mucho más clarificador considerarlos de forma conjunta.

El método analítico se basa en la descomposición del fenómeno en los elementos que lo integran, estudiando cada una de las partes en sí misma para llegar a interpretar el todo a través de cada elemento esencial. Por ejemplo, en el ámbito empresarial el ciclo de explotación puede descomponerse en los períodos de aprovisionamiento, almacenamiento, producción, etc.

Por el contrario, el método sintético consiste en la reunión de elementos heterogéneos de un fenómeno para considerarlo de forma unitaria: sintetizar significa la unificar las partes dispersas de un fenómeno en el todo individualizante de su realidad. Ahora bien, esta concepción global de los fenómenos no se obtiene por la simple suma de las partes integrantes, sino por la comprensión del hecho en su unidad singular, que le distingue de otras.

El método específico de las ciencias experimentales es el sintético, ya que las leyes generalizadoras se construyen por síntesis a partir de los hechos observados; siendo lo analítico el proceso derivado del conocimiento a partir de los principios y leyes.

Delimitado el objeto de estudio considero que la metodología más apropiada para este proyecto es la analítica-sintética, ya que voy a analizar individualmente las partes del problema concretando los puntos más importantes en cada una para finalmente unir las, ver la situación en su conjunto y sintetizarlo en las conclusiones.

Primeramente se analizará el estado de la cuestión en cada una de las partes que componen la situación. Veremos que el concepto de Inversión Socialmente responsable se acuñó en EE.UU durante los años 70 y 80 del siglo pasado como una forma de diferenciar inversiones que eran éticamente responsables y cómo importantes organismos internacionales se han fijado en ella y han determinado los criterios que contiene. Por otro lado estudiaremos el funcionamiento de los Planes y Fondos de Pensiones en España y las EPSV de empleo en el País Vasco y si existe evidencia legal que las relacione con la ISR.

Aunque en estos años la ISR ha sido objeto de numerosos estudios (sobre su aplicabilidad, sobre sus riesgos, especialmente sobre su rentabilidad, etc.) el nexo de unión entre este concepto y los instrumentos de previsión social se encuentra aún poco explorado.

En esta primera etapa el objetivo es recopilar la información existente sobre la ISR y los Planes y Fondos de pensiones y EPSV de empleo por separado.

Segundo, vamos a tratar de localizar los puntos de unión entre esas dos partes. ¿Qué tienen en común la ISR y los Planes y Fondos de Pensiones y EPSV de empleo? Pues como veremos en el desarrollo de este trabajo los elementos se unen por la idea de la Economía Sostenible y la gestión en el largo plazo.

En tercer lugar vamos a analizar cuáles son los beneficios y los obstáculos para su aplicación aportando soluciones a los mismos.

En cuarto lugar vamos a elaborar el esquema de una entrevista. Un instrumento útil que sirva para conocer el punto de vista de los responsables de los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo para, en un futuro, comprobar si la situación que se describe sobre este tema desde el punto de vista académico coincide con la realidad que observan los presidentes de las comisiones de control y los secretarios en las juntas de gobierno.

Por último el proyecto terminará con un apartado en el que se recogen las conclusiones sintetizando las ideas principales obtenidas durante el análisis y dando una valoración del conjunto del problema observado, y otro en el que se recomiendan nuevas líneas de investigación en este mismo campo.

Las limitaciones del proyecto han sido el tiempo para llevarlo a cabo, ya que en un principio mi objetivo era llegar a realizar las entrevistas, y las dificultades que he encontrado para conseguir información sobre las EPSV en el País Vasco, ya que no hay datos públicos sobre la aplicación de la ISR en las EPSV.



## 4. La Inversión Socialmente Responsable. Una visión temporal.

Este trabajo va a centrarse en los Fondos y Planes de Pensiones y EPSV de empleo y su efecto sobre la ISR. A lo largo de estas páginas veremos cuál ha sido su influencia, si es que la ha habido, las razones de la misma, e intentaremos prever que se espera que pase en el futuro.

### 4.1. Inversión Socialmente Responsable: Concepto.

Antes de comenzar con la historia de la ISR sería conveniente revisar su concepto. Para ello he seleccionado las definiciones que le han dado los principales organismos internacionales que se han dedicado a su estudio, y que son las más aceptadas. Dichos organismos son: el Foro Europeo para la Inversión Sostenible o Eurosif, la división de asuntos financieros de la ONU o UNEP FI y la definición que da el Libro Verde sobre la responsabilidad social de las empresas de 2001.

En 2010 EUROSIF<sup>1</sup> (European Sustainable Forum) definió la ISR como el proceso de inversión que combina objetivos de inversión financiera (liquidez, rentabilidad y riesgo) y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) en la toma de decisiones de inversión. Bajo estos parámetros, las metodologías para evaluar la rentabilidad y el riesgo en la ISR se están expandiendo hacia todos los campos de la inversión, tanto para la realización de ratings, como para la gestión y comunicación de la información. Se podría decir que la ISR combina los objetivos financieros del inversor con su interés por los problemas sociales, medioambientales y éticos.

Por otro lado la United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)<sup>2</sup> define la ISR como una aproximación a la inversión que reconoce

---

<sup>1</sup> El **European Social Investment Forum (EUROSIF)** nace en el año 2001 con el propósito de crear una red de alcance europeo y potenciar la Inversión Socialmente Responsable entre las empresas, aquella en la que se contemplan no sólo criterios de rentabilidad empresarial, sino factores medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo. La asociación está formada por fondos de pensiones, operadores financieros, centros académicos y de investigación, y ONG; en concreto, la entidad cuenta con diferentes SIF (o asociaciones que promueven ISR) representantes de un área concreta de Europa (Bélgica, Francia, Gran Bretaña, Italia y Países Bajos).

<sup>2</sup> **UNEP FI**. Fundada en 1992 en el contexto de la Cumbre de la Tierra en Río, y con sede en Ginebra, Suiza, la Iniciativa para el Medio Ambiente Finanzas de las Naciones Unidas (UNEP FI) fue establecido como una plataforma de la asociación de las Naciones Unidas y el sector financiero a nivel mundial. La necesidad de esta asociación única de las Naciones Unidas surgió del creciente reconocimiento de los vínculos entre las finanzas y el medio ambiente, sociales y de gobierno (ESG) los desafíos y el papel que podría desempeñar las instituciones financieras para un mundo más sostenible.

explícitamente la relevancia que tienen para el inversor los factores ambientales, sociales y de buen gobierno, y la estabilidad y salud del mercado en su conjunto a largo plazo. Reconoce que la generación de rendimientos de manera sostenible a largo plazo depende de la estabilidad, el buen funcionamiento y el buen gobierno de los sistemas social, medioambiental y económico.

Y por último me gustaría añadir la definición que se da en el Libro Verde relativo a la responsabilidad de las empresas<sup>3</sup> (2001) publicado por la Unión Europea sobre lo que es ser socialmente responsable: "Ser socialmente responsable no solamente significa cumplir plenamente las obligaciones jurídicas aplicables, sino también ir más allá e invertir «más» en capital humano, en el entorno y en las relaciones con las partes interesadas. La experiencia adquirida con la inversión en tecnologías y prácticas comerciales respetuosas con el medio ambiente sugiere que ir más allá del cumplimiento de la legislación permitiría aumentar la competitividad de las empresas, además de tener un impacto directo en la productividad". Que no sólo define lo que considera socialmente responsable sino que además afirma que serlo es beneficioso para las empresas.

La ISR podría definirse como un proceso de inversión que tiene a bien considerar no sólo criterios financieros (liquidez, rentabilidad y riesgo) sino también factores ambientales, sociales y de buen gobierno, así como la estabilidad del mercado a largo plazo, lo que permite aumentar la competitividad y productividad de las empresas.

## 4.2. Historia de la Inversión Socialmente Responsable

El origen de la ISR se fecha en la década de los 60 en EEUU. Fue un período convulso a todos los niveles ya que coincidieron movimientos sociales como el encabezado por Martin Luther King en favor de los derechos civiles de los afroamericanos, el movimiento hippy, la guerra fría que mantenía EEUU con Rusia

---

<sup>3</sup> **Libros Verdes** son documentos de discusión sobre un tema de política específica publicada por la Comisión. Estos documentos son los primeros que se dirigen a todos los organismos-tanto públicos como privados-que participan en el proceso de consulta y debate. El objetivo del libro verde publicado en 2001 es plantear un amplio debate sobre el modo en que la Unión Europea podría promover la responsabilidad social de las empresas, tanto a nivel europeo como internacional y, en particular, sobre el modo de aprovechar al máximo las experiencias existentes, fomentar el desarrollo de prácticas innovadoras, aumentar la transparencia e incrementar la fiabilidad de la evaluación y de la validación de las diversas iniciativas realizadas en Europa.

para impedir el avance del comunismo (que tuvo su momento álgido con la crisis de los misiles de Cuba), la revolución comunista en China, la guerra de Vietnam, el Apartheid en Sudáfrica, la revolución de Mayo del 68 en Francia, la Primavera de Praga, la carrera espacial,...(Sparkes y Cowton, 2004)

Todos estos sucesos tuvieron reflejo en la conciencia de la sociedad y también en el ámbito económico, ya que fue en esta época en la que surgían los primeros fondos de inversión éticos promovidos por grupos religiosos que lo que perseguían era evitar financiar con sus inversiones actuaciones que consideraban irresponsables y contrarias a sus valores como lo eran la guerra de Vietnam o el Apartheid. Así aparece en 1971 el primer fondo de inversión ético, Pax World Fund<sup>4</sup> (Moneva y Royo, 2003)

Esta idea se ha ido desarrollando en los últimos 30 años. Prueba de ellos es la creación de índices bursátiles específicos que usan la responsabilidad social como criterio de selección. Ejemplo de ello los índices creados por Financial Times Stock Exchange ([www.ftse.com](http://www.ftse.com)) y Dow Jones ([www.djindexes.com](http://www.djindexes.com)):

- Índice Dow Jones de Sostenibilidad: fue creado en 1999 para seguir el desempeño de las acciones de una serie de empresas líderes en sus respectivos sectores, a través de criterios económicos, ambientales y sociales. Contribuyeron a promocionar la idea de una visión empresarial establecida en torno al desarrollo sostenible.
- FTSE4Good: Se creó en 2001 para medir de forma objetiva el comportamiento de las empresas que reconocen regirse por estándares globales de responsabilidad corporativa.
- FTSE4Good IBEX: Este indicador, creado en 2008, estará integrado por empresas españolas de mediana y gran capitalización, y caracterizadas por sus inversiones y prácticas de negocio "socialmente responsables".
- FTSE Environmental Opportunities: se creó en 2010 para medir de forma objetiva la actuación de compañías relacionadas con actividades medioambientales, incluyendo energías alternativas y renovables, eficiencia energética, agua y tecnología y residuos y contaminación.

---

<sup>4</sup> Pax Mundial Management LLC ("Pax World") es una empresa estadounidense de gestión de inversiones que busca ofrecer un rendimiento competitivo a largo plazo a sus inversores a través de un proceso llamado Inversión Sostenible - la plena integración de factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG) en el análisis y la toma de decisiones para la inversión.

El uso de este proceso para la toma de decisiones de inversión, que comenzó en los Fondos de Inversión, se ha expandido hasta alcanzar a otros instrumentos financieros entre los que se encuentran los Planes y Fondos de Pensiones y las Entidades de Previsión Social Voluntaria.

Otra razón de su desarrollo ha sido la aparición de estudios avalando la rentabilidad de la ISR, es decir, la publicación de investigaciones que demuestran que la ISR es al menos tan rentable como la inversión clásica e igual o menos arriesgada (Simpson y Kohers, 2002; Hoepner, Rezac y Siegl, 2011). A esto se une el creciente compromiso de los inversores con los problemas sociales y medioambientales. Con estos factores se explica este crecimiento, ya que existen estudios que avala la idea de que la expansión y el éxito de la ISR dependen en gran medida de los inversores y de la presión que ejercen en los gestores (Lewys y Webley, 1994).

El uso de este proceso de selección de inversiones se ha desarrollado sobre todo a nivel de los Fondos de Inversión. Pero las numerosas investigaciones que avalan su rentabilidad así como el compromiso de los inversores con problemas sociales y ecológicos, hacen que su aplicación se esté extendiendo a otros instrumentos financieros como lo son los Fondos de Pensiones.

### **4.3. Organismos Internacionales para el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable**

Durante estos años de evolución diversos organismos internacionales han demostrado un gran interés por la ISR y han tratado de facilitar su camino desarrollando planes y tratados que solventen las dificultades para la implantación de este proceso de inversión en la economía actual.

#### **4.3.1. United Nations Environmental Programme Finance Initiative**

Así la Organización de las Naciones Unidas (ONU) creó un programa llamado United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) en 1993 para, entre otras cosas, determinar los 6 principios (conocidos como Principles for Responsible Investment o PRI) por los que deberían regirse los agentes económicos a la hora de evaluar si una inversión es socialmente responsable o no

(2006). Además a cada uno de los 6 PRI les ha asignado unas medidas ambientales, sociales y de buen gobierno específicos que marcan la pauta a seguir para que una inversión sea considerada ISR. (Eccles, 2010) Estos principios son los siguientes:

- **PRI 1:** La cuestión ASG será incorporada en los procesos de análisis y adopción de decisiones a la hora de invertir.
- **PRI 2:** Propiedad de activos e incorporación de la cuestión ASG a la práctica y a la política.
- **PRI 3:** Petición de información sobre las cuestiones ASG a las empresas en las que se invierta.
- **PRI 4:** Promover la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global
- **PRI 5:** Colaborar para mejorar la eficacia en la aplicación de los Principios.
- **PRI 6:** Informar sobre las actividades y progresos en la aplicación de los Principios.

Este organismo ha seguido funcionando con el compromiso de expandir y captar adeptos a su causa. Sus últimos movimientos están consistiendo en asentar la idea de que una economía de largo plazo es necesaria (Long Term Mandates, septiembre de 2013), además de seguir con sus proyectos y planes para dar a conocer las bondades de los PRI.

Los PRI se han visto respaldados por un gran número de signatarios desde su aparición en 2006. Ese primer año contaron con 40 signatarios. A día de hoy son 1274, de ellos 29 son españoles, siendo el Fondo de Pensiones de Empleados de BBVA el pionero ([www.unpri.com](http://www.unpri.com)).

La UNEP FI es la organización más prestigiosa y la que más ha desarrollado tanto el concepto como el contenido de la ISR. En lo que se refiere a Planes de Pensiones de Empleo en España, los que han adoptado criterios ISR se rigen por alguno de los 6 principios de este organismo.

### 4.3.2. Global Compact

Además de estos principios, la ONU puso en marcha la iniciativa del “Pacto Mundial” (1999)<sup>5</sup>. Esta es una iniciativa voluntaria en la que “las empresas se comprometen a alinear sus estrategias y operaciones con diez principios universalmente aceptados en cuatro áreas temáticas: derechos humanos, estándares laborales, medio ambiente y anti-corrupción”.

Esta es la iniciativa de ciudadanía corporativa más grande del mundo con 12.000 participantes originarios de 145 países del mundo. Las empresas que se adhieren a él comparten la idea de que las prácticas empresariales basadas en los principios universales secundados por el pacto contribuyen a la construcción de un mercado global más estable, equitativo e incluyente, y que fomentan sociedades más prósperas. Los firmantes de este pacto entienden pues que las empresas, el comercio y la inversión son pilares fundamentales para la paz y la prosperidad; y que las acciones empresariales responsables aportan confianza, crean capital social, y contribuyen a la sostenibilidad de la economía (Ruggie, 2001).

El Pacto Mundial parte de 2 objetivos básicos:

1. Incorporar los 10 principios a la actividad empresarial, tanto en el país donde se encuentra la empresa como en todos aquellos en los que opere.
2. Ejecutar acciones que apoyen los objetivos de desarrollo de la ONU.

Los 10 principios a los que se refiere, comprenden el respeto a los derechos humanos, el cumplimiento de estándares laborales, el respeto al medio ambiente y la lucha contra la corrupción.

---

<sup>5</sup> El Pacto Mundial (Global Compact) es un instrumento de las Naciones Unidas (ONU) que fue anunciado por el secretario general de las Naciones Unidas Kofi Annan en el Foro Económico Mundial (Foro de Davos) en su reunión anual de 1999. Su fin es promover el diálogo social para la creación de una ciudadanía corporativa global, que permita conciliar los intereses de las empresas, con los valores y demandas de la sociedad civil, los proyectos de la ONU, sindicatos y Organizaciones no gubernamentales (ONGs), sobre la base de 10 principios en áreas relacionadas con los derechos humanos, el trabajo, el medio ambiente y la corrupción.

- Principio 1: Las Empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos fundamentales reconocidos universalmente, dentro de su ámbito de influencia.
- Principio 2: Las Empresas deben asegurarse de que sus empresas no son cómplices de la vulneración de los derechos humanos
- Principio 3: Las empresas deben apoyar la libertad de Asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva.
- Principio 4: Las Empresas deben apoyar la eliminación de toda forma de trabajo forzoso o realizado bajo coacción
- Principio 5: Las Empresas deben apoyar la erradicación del trabajo infantil.
- Principio 6: Las Empresas deben apoyar la abolición de las prácticas de discriminación en el empleo y ocupación.
- Principio 7: Las Empresas deberán mantener un enfoque preventivo que favorezca el medio ambiente.
- Principio 8: Las empresas deben fomentar las iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental.
- Principio 9: Las Empresas deben favorecer el desarrollo y la difusión de las tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
- Principio 10: Las Empresas deben trabajar en contra de la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno.

En los últimos años el Pacto Mundial ha puesto en marcha proyectos económicos sostenibles sobre todo en los países en vías desarrollo, sobre todo de Sudamérica y África. Y al igual que la UNEP FI sus esfuerzos se están centrando en concienciar a los poderes económicos en la necesidad de un cambio en la gestión hacia el largo plazo y la economía sostenible.

Aunque importante por su carácter global y por sus objetivos de diálogo empresarial y compromiso institucional, el carácter no vinculante de los principios hace que, en mi opinión, los proyectos de este organismo no tengan tanta repercusión como los de la UNEP FI.

#### 4.3.3. Organización Internacional del Trabajo

Otra de las entidades que se ha interesado por la ISR ha sido la Organización internacional de los trabajadores (OIT)<sup>6</sup> que publicó la Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social, adoptada por el Consejo de Administración de la Oficina Internacional del Trabajo en su 204 reunión (Ginebra, noviembre de 1977), en la forma enmendada en su 279 reunión (Ginebra, noviembre de 2000). En esta declaración se aglutinan principios dirigidos tanto a gobiernos como a empresas para llevar a cabo una buena gestión de los mismos, abarcando diversos ámbitos desde temas de política general, pasando por la calidad del empleo, las relaciones laborales y temas de formación.

El objetivo de esta Declaración tripartita de principios consiste en fomentar la contribución positiva que las empresas multinacionales pueden aportar al progreso económico y social y minimizar y resolver las dificultades a que pueden dar lugar las operaciones de estas empresas. Todas las partes a que se refiere esta Declaración deberían respetar la Declaración Universal de Derechos Humanos y los Pactos Internacionales correspondientes adoptados por la Asamblea General de las Naciones Unidas, la Constitución de la Organización Internacional del Trabajo y sus principios, y contribuir a hacer realidad la Declaración de la OIT relativa a los principios y derechos fundamentales.

Conforme a la constitución y al reglamento de los principios fundamentales, los miembros de la OIT tienen que elaborar informes anuales sobre el cumplimiento de sus obligaciones. En caso de infringir las obligaciones asumidas en la constitución o la declaración de principios, cada miembro puede presentar una queja ante la Oficina Internacional del Trabajo tanto contra Estados miembros

---

<sup>6</sup> La Organización Internacional del Trabajo (OIT) es un organismo especializado de las Naciones Unidas que se ocupa de los asuntos relativos al trabajo y las relaciones laborales. Fue fundada el 11 de abril de 1919, en virtud del Tratado de Versalles.



como contra empresas. Como consecuencia se instala una comisión investigadora que elabora un informe con recomendaciones y una ruta crítica para su aplicación.

La OIT está consagrada a promover la justicia social y los derechos humanos y laborales reconocidos a nivel internacional. En la actualidad la OIT favorece la creación de trabajo decente y las condiciones laborales y económicas que permitan a trabajadores y a empleadores su participación en la paz duradera, la prosperidad y el progreso. Su estructura tripartita ofrece una plataforma desde la cual promover trabajo decente para todos los hombres y mujeres. Sus principales objetivos son: fomentar los derechos laborales, ampliar las oportunidades de acceder a un empleo decente, mejorar la protección social y fortalecer el diálogo al abordar temas relacionados con el trabajo. Esta declaración de la OIT abarca básicamente temas que afectan a los trabajadores y sus relaciones con la empresa. La organización sigue trabajando por velar por los derechos de los trabajadores en todo el mundo y luchando contra las injusticias y las violaciones de derechos humanos, especialmente preocupados por la explotación infantil y por las consecuencias que la crisis mundial está teniendo en las condiciones laborales de los trabajadores. (Boiral, 2003).

La OIT se centra más en el aspecto social de la ISR. Da un enfoque diferente al basar su declaración en tres pilares que son los sindicatos, el gobierno y las empresas. Pero la pérdida de poder de los primeros y la difuminación de la frontera entre los otros dos (al menos en nuestro entorno) me hacen dudar de su efectividad.

#### 4.3.4. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

Por último, en el año 2000 la OCDE<sup>7</sup> adoptó una serie de Líneas Directrices para Empresas Multinacionales. Se trata de recomendaciones de los gobiernos para

---

<sup>7</sup> OCDE. Fundada en 1961, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) agrupa a 34 países miembros y su misión es promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo. La OCDE ofrece un foro donde los gobiernos puedan trabajar conjuntamente para compartir experiencias y buscar soluciones a los problemas comunes. Trabajamos para entender que es lo que conduce al cambio económico, social y ambiental. Medimos la productividad y los flujos globales del comercio e inversión. Analizamos y comparamos datos para realizar pronósticos de tendencias. Fijamos estándares internacionales dentro de un amplio rango de temas de políticas públicas.

empresas multinacionales que operan en o desde países que han firmado la Declaración sobre Inversión Internacional y Empresas Multinacionales. Brindan asesoramiento para la conducta corporativa responsable en ámbitos como: los derechos laborales, los derechos humanos, el medio ambiente, la divulgación de información, la lucha contra la corrupción, los intereses del consumidor, la competencia, las cuestiones tributarias y los derechos de propiedad intelectual.

Las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales son recomendaciones dirigidas por los gobiernos a las empresas multinacionales que operan en países adherentes o que tienen su sede en ellos. Contienen principios y normas no vinculantes para una conducta empresarial responsable dentro del contexto global, conformes con las leyes aplicables y las normas reconocidas internacionalmente. Las Directrices constituyen el único código de conducta empresarial responsable, exhaustivo y acordado multilateralmente, que los gobiernos se han comprometido a promover.

Las Directrices tienen como objetivo promover la contribución positiva de las empresas al progreso económico, medioambiental y social en todo el mundo. Están respaldadas por un singular mecanismo de implementación: los Puntos Nacionales de Contacto (PNC), que son organismos constituidos por los gobiernos de los países adherentes con el fin de promover e implementar las Directrices. Los PNC ayudan a las empresas y a las partes interesadas a tomar las medidas adecuadas para impulsar la aplicación de las Directrices. También constituyen una plataforma de mediación y conciliación para resolver los problemas prácticos que puedan plantearse.

El día 4 de mayo de 2010, los gobiernos de 42, países miembros y no miembros de la OCDE, adherentes a la Declaración de la OCDE sobre Inversión Internacional y Empresas Multinacionales comenzaron a trabajar en la actualización de las Directrices a fin de que reflejen los cambios ocurridos en el ámbito de la inversión internacional y las empresas multinacionales desde la última revisión realizada en el año 2000. Las modificaciones acordadas tienen como objeto garantizar la continuidad de las Directrices en su papel de principal instrumento internacional para la promoción de conductas empresariales responsables.

Las Directrices y la Declaración Tripartita son por el momento las iniciativas normativas más elaboradas desde el punto de vista de sus contenidos y del control de su aplicación. Aunque carecen de fuerza jurídica obligatoria ambos dan lugar a una jurisprudencia para la búsqueda de elementos constitutivos de responsabilidad de las empresas transnacionales. (Daugareilh, 2009)

La Directrices de la ODCE al igual que la Declaración Tripartita de la OIT tienen como característica más interesante que tienen mecanismos de control e inspección que pueden crear jurisprudencia.

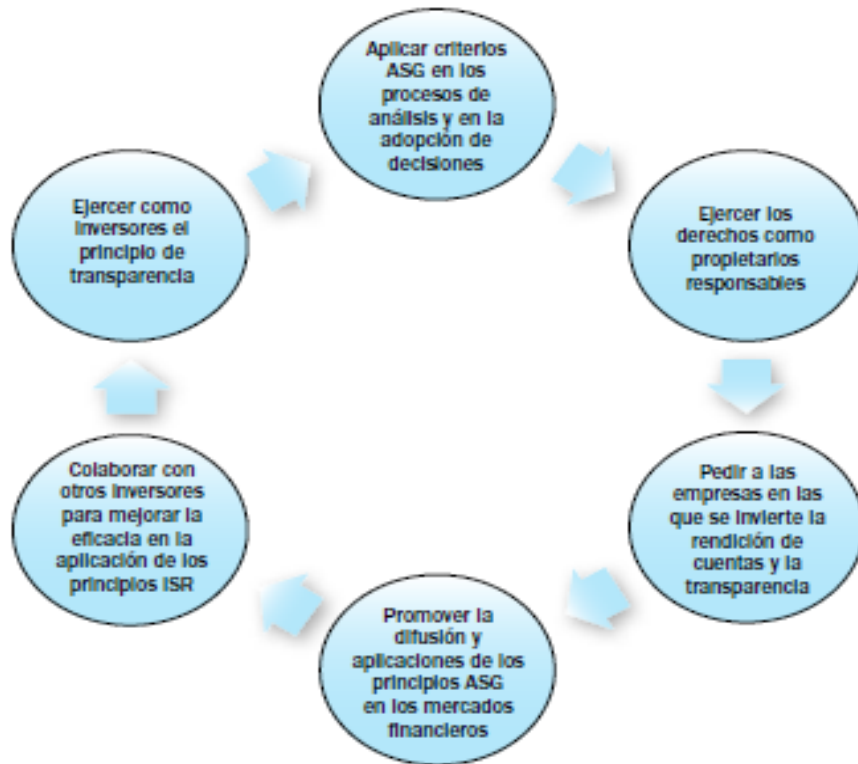
#### 4.4. Objetivo de la Inversión Socialmente Responsable

En los comienzos de su aplicación, durante los 70, las inversiones socialmente responsables se caracterizaban por excluir ciertas actividades. La política del Apartheid en Sudáfrica y la posterior guerra de Vietnam provocaron que algunos inversores no quisieran que sus ahorros fueran relacionados con empresas relacionadas con dichas actividades. Así surgió la ISR que permitía a los inversores decidir dónde no invertir. Este concepto de exclusión sigue asociado a la ISR y hoy en día su aplicación deja fuera a empresas por motivos diferentes: no financiar la producción de armamento, tabaco o alcohol, etc. (Harte, Lewis y Owen, 1991). Con el tiempo a la idea de excluir a empresas que llevan a cabo actividades de ética dudosa (discriminación negativa) se le unió la de incluir a empresas modélicas (discriminación positiva) premiándolas por sus buenas prácticas, ya fuera en el ámbito de la gestión, en lo medioambiental o en lo social.

A día de hoy no se habla de discriminación negativa, sólo de positiva, y se trata de seleccionar a las mejores empresas en cada sector y en todas las áreas, teniendo en cuenta en su evaluación el entorno de la empresa y premiando su sostenibilidad.

Además de como estrategia de selección, existe también la idea de que la ISR puede ser un instrumento para influir en la actividad empresarial y alcanzar el desarrollo sostenible, respondiendo no sólo al interés accionario de crear valor económico, sino también al interés social y ambiental (Sombría y Cies, 2005).

## Proceso de aplicación de la ISR:



Fuente. Principios para la Inversión responsable de Naciones Unidas

Aunque el criterio de discriminación negativo aún está presente, hoy en día la ISR trata de premiar a las empresas que destacan en su gestión bajo criterios ASG. Unido a esto encontramos que cada vez más, los grandes inversores tratan de influir en las empresas haciendo valer sus derechos de voto para que estas se ajusten a los criterios ASG

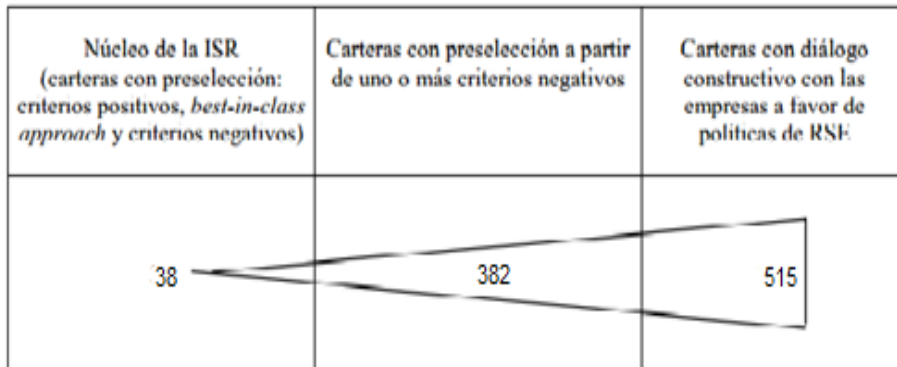
### 4.5. Estrategias de Inversión

En un principio las estrategias aplicadas fueron excluyentes, es decir, había actividades vetadas para la inversión como el tabaco, el alcohol, la pornografía, o las armas. En una primera evolución se tomaron en cuenta criterios positivos incluyendo en la selección a empresas con buenas prácticas en el ámbito social, ambiental y de gestión. Después se dejó de lado la discriminación negativa por la positiva, y se seleccionaba a las empresas que mejor lo hacían en cada sector de actividad. En los últimos años la selección se ha guiado por criterios positivos y negativos, pero también por informes de auditorías llevadas a cabo por empresas

externas, así como por la estrategia denominada "shareholder advocacy" por la cual los inversores toman parte activa como accionistas y tratan de presionar a la empresa para que se comprometa con una política de desarrollo sostenible (Sanchez et al, 2004).

Con el siguiente cuadro podemos hacernos una idea de cómo se divide el patrimonio invertido por inversores institucionales en Europa:

#### El mercado institucional de la ISR en Europa



Fuente: Elaboración propia y datos de Eurosif "European ISR Study. 2011"

La mayor parte del patrimonio se invierte guiándose por el criterio "shareholder advocacy", es decir, que los inversores pretenden influir en la actividad de la empresa para que esta se ajuste a criterios socialmente responsables.

En España la estrategia dominante es la de criterios negativos. En los últimos años los datos demuestran que la ISR ha crecido en España, destacando las inversiones según criterios negativos y criterios de compromiso y voto.

Estrategias	2009	2011	Incremento
Positiva	1.100	1.558	42%
Negativa	27.611	56.226	104%
Compromiso y voto	3.112	11.094	256%

En millones de €

\*Fuente: INVERCO

Creo que la diferencia se debe a que en España la ISR aún es novedosa y que no se dispone de profesionales cualificados ni de productos que se ajusten a los criterios ASG en el mercado. El mercado financiero español se está acostumbrando a este nuevo término y a su funcionamiento, pero los datos muestran que poco a poco la aplicación de la ISR se está volviendo más sofisticada. Además, el hecho de que la tasa de sustitución del sistema público sea de las más altas de Europa ha contribuido a que el sector privado de Planes y Fondos y de EPSV se haya desarrollado, en general, menos y más tarde. El caso de la ISR no es una excepción.

En Europa cada vez es más común la estrategia de compromiso y voto como vía para que las empresas que no aplican criterios ASG lo hagan y las que lo hacen mejoren. En España debido al desarrollo del sector privado y a que el concepto ISR es novedoso, las estrategias ISR son aún simples, predominando la aplicación de la discriminación negativa.

## 5. Sistemas de Pensiones en Europa en términos de Inversión Socialmente Responsable

En este punto vamos a analizar los cambios normativos que se han producido al respecto de la Inversión Socialmente Responsable en Europa, empezando por las medidas tomadas en la Unión Europea, las adoptadas por los distintos países europeos a título personal y finalmente los cambios en la regulación española de los Fondos y Planes de Pensiones y los de las EPSV en Euskadi.

### 5.1. Unión Europea.

A nivel comunitario la única referencia que se puede encontrar es el artículo 12 de la Directiva comunitaria 2003/41/CE del Parlamento Europeo y el Consejo del 3 de junio de 2003, que obliga a los estados miembros a que velen por que las instituciones de sus respectivos países publiquen una declaración de principios al menos cada 3 años. Dice así

*“Cada Estado miembro velará por que todas las instituciones domiciliadas en su territorio elaboran y, como mínimo cada 3 años, revisen una declaración escrita de los principios de la política de inversión. Dicha declaración deberá revisarse sin demora después de que se produzcan cambios significativos en la política de inversión. Los Estados miembros dispondrán que en dicha declaración se traten, al menos, cuestiones como los métodos de medición del riesgo de inversión y los procesos de gestión de control de riesgos empleados, así como la colocación estratégica de activos con respecto a la naturaleza y duración de sus compromisos en concepto de pensiones.”*

Aunque la Unión Europea ha dejado en manos de los países miembros el desarrollo legislativo, cabe destacar su papel en la promoción de la ISR con la publicación del “Libro Verde” para promover la responsabilidad social entre las empresas (2001) y la creación de Eurosif, Foro Europeo para la Inversión Socialmente Responsable, que tiene por objetivos el desarrollo del concepto ISR y su aplicación.

En Europa cada país ha desarrollado su propia normativa y se puede observar una gran distancia entre los pasos dados en los países más septentrionales y los de la

franja mediterránea. Por ejemplo Reino Unido, Alemania, Bélgica y Holanda han aplicado medidas para favorecer las inversiones en proyectos medioambientales (Eurosif). La legislación más amplia y desarrollada la tiene el Reino Unido, pero los demás han tomado ejemplo y poco a poco van incluyendo medidas como la de informar de si tienen en cuenta los criterios ASG en sus procesos para invertir.

### 5.1.1. Reino Unido

De hecho es Reino Unido el Estado más evolucionado en lo que a finanzas sostenibles y responsabilidad Social corporativa se refiere, siendo también el país con una normativa más moderna y con un apoyo a la ISR por parte de las instituciones más patente.

Los Fondos de Pensiones en el Reino Unido son una forma de fideicomiso legal controlados por depositarios que tienen como deber principal actuar de forma prudente por el bien de los beneficiarios. Aunque delegan la gestión diaria a un gestor de fondos, los depositarios tienen la obligación de cerciorarse de que dichas inversiones son gestionadas de forma adecuada y prudente en favor de los beneficiarios. Este deber de los depositarios está sujeto a regulación y control por parte del gobierno.

En septiembre de 2010 se estimó que el valor de los Fondos de Pensiones en Reino Unido ascendía a 1.780 billones de euros.

En 1995 se produjo la reforma en la Pension Act (capítulo 26, 19 July 1995) impulsando la transparencia informativa, obligando a hacer pública la política en ISR en el "Statement of Investment Principles"<sup>8</sup>. UK Social Investment Forum realizó una encuesta para su informe "Responsible Business: Sustainable Pensions" tras la aprobación de la reforma, de la que se desprendía que el 59% de los fondos de pensiones estaba aplicando ISR en sus políticas de inversión y que sólo el 14% ignoraba por completo la ISR. La implantación de dicha ley supuso un incremento significativo del patrimonio invertido en Fondos y Planes de Pensiones con políticas socialmente responsables (UKSIF, 2011).

La reforma de 1995 se ha ido complementando mediante disposiciones en las leyes de 2004 y 2008.

---

<sup>8</sup> **Statement of Investment Principles**: es una declaración que los Fondos de Pensiones están obligados a publicar, en el cual se fija la política de inversiones indicando: tipos de inversión, gestión y actitud ante el riesgo, expectativas de rendimiento y los criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno tenidos en cuenta.



Desde julio de 2000 la regulación de la ISR obliga a los fondos de pensiones a indicar en su "Statement of Investment Principles" sus políticas respecto de:

- En qué medida se están teniendo en cuenta criterios sociales, medioambientales o éticos en la selección, conservación y realización de sus inversiones.
- La política aplicada en el ejercicio de sus derechos (incluido el derecho a voto) en relación con sus inversiones.

La principal asociación de fondos de pensiones es la *National Association of Pension Funds*<sup>9</sup>, cuyos socios proveen de ingresos durante la jubilación a 15 millones de personas. La institución está controlada por la *UK Financial Services Authority*<sup>10</sup>.

### 5.1.2. Bélgica

El sistema de pensiones belga se fija en tres pilares. El primero es un sistema público que se basa en el salario medio durante la vida laboral. El segundo es un sistema ocupacional financiado por el empleador a sus asalariados, que debe ser gestionado por vía externa, ya sea por un fondo de pensiones o una aseguradora. Y el tercero es el ahorro privado destinado a complementar la jubilación que además tiene un tratamiento fiscal ventajoso. Este último es voluntario y puede llevarse a cabo mediante compañías de seguros o productos bancarios.

En enero de 2004 entró en vigor la nueva ley de Fondos de Pensiones, por la cual los Fondos de Pensiones del segundo pilar tienen que explicar en su informe anual cómo se evalúan los criterios sociales, medioambientales y éticos en la estrategia de inversión. Este informe es facilitado a los responsables del fondo pero no a los beneficiarios, aunque pueden obtenerlo bajo petición.

No existen mecanismos de control ni sanciones relacionadas con la regulación de la ISR, lo que explica el resultado de un estudio llevado a cabo por Forum Ethibel en colaboración con BelSIF en 2009, en el que se afirmaba que los efectos de la ley de 2004 habían sido nulos.

---

<sup>9</sup> The **National Association of Pension Funds** (NAPF) es el principal organismo que provee representación y otros servicios para todos aquellos relacionados con el diseño, gestión, consejo e inversión de los fondos de Pensión de empleo en el Reino Unido. ([www.nspf.co.uk](http://www.nspf.co.uk))

<sup>10</sup> **UK Financial Services Authority**: institución semi-judicial creada como responsable del sector de servicios financieros en el Reino Unido. ([www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk))

### *5.1.3. Alemania*

El sistema de pensiones alemán se divide en tres pilares idénticos a los de Bélgica (EuroSIF, 2011). En Alemania existen 30 fondos de pensiones de empleo gestionadas y operan 152 Compañías de Pensiones que están controlados por el Federa Financial Supervisory Authority (BaFin).

En 2002 el gobierno alemán aprobó la reforma de la ley de planes y fondos de pensiones-Gesetz zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung- por la cual los fondos de pensiones están obligados a incluir en sus informes anuales sus criterios ASG a la hora de invertir. En 2005 extendieron la obligación a las compañías de seguros e incluyeron la obligación facilitar de dicha información a sus clientes anualmente.

### *5.1.4. Holanda*

En Holanda el sistema de Fondos de Pensiones está formado por 3 pilares iguales a los de Alemania y Bélgica.

El Banco Central de Holanda (DNB) tiene bajo su supervisión 484 Fondos de Pensiones que gestionan un patrimonio de 725'9 billones de euros, lo que hace del que el sector de Fondos de Pensiones holandés sea un grupo muy importante entre los inversores institucionales.

No existe una regulación específica para la ISR en Holanda pero el propio sector de Fondos de Pensiones se encargó de publicar un manual de inversión responsable en 2007 que se actualiza periódicamente. Además la VBDO (equivalente a Spainsif) se encarga de realizar estudios sobre la ISR en los Fondos de Pensiones anualmente.

Un ejemplo de la aplicación de dicho manual es la acción llevada a cabo por la industria metalúrgica, que ha invertido 14 millones de euros en un fondo de pensiones socialmente responsable.

### *5.1.5. Francia*

El sistema de Pensiones francés es único en Europa. Los planes privados son complementarios al sistema público que combina dos pilares. Por un lado un sistema básico asegurado por la administración pública y controlada por el Estado, y por otro lado un sistema adicional gestionado por Fondos de Pensiones privados.

Además la legislación francesa ha permitido desarrollarse a planes dedicados a la jubilación en el sector privado como complemento a su sistema de tres pilares.

Este es el país europeo donde más ha crecido la ISR (EuroSIF, 2011). El gobierno galo aprobó la reforma de la ley de Fondos de pensiones en 2001, obligándoles a hacer públicas a Fondos y Planes de Pensiones sus políticas sociales y medioambientales en la selección de las inversiones que llevan a cabo. Pero además, aprobó otra ley por la que las empresas están obligadas a presentar anualmente una memoria de sostenibilidad.

Estos cambios han empezado a reflejarse en decisiones como la del fondo de reserva para jubilados de Francia que ha introducido una política de integración de la sostenibilidad en la gestión.

En mi opinión:

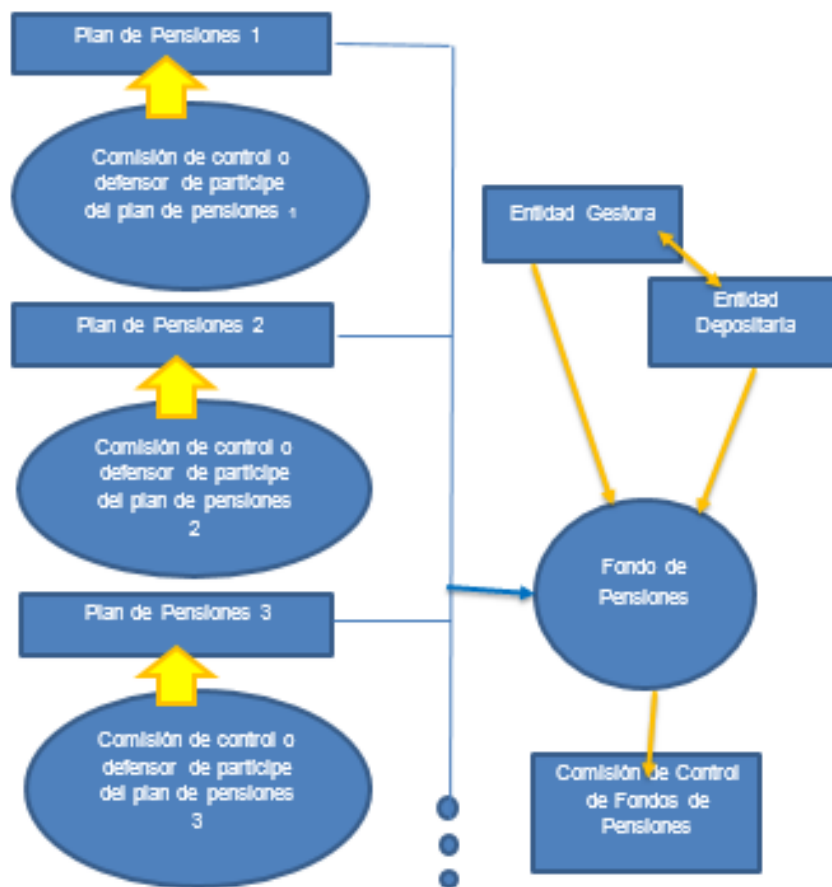
El país más avanzado en lo que a ISR se refiere es Reino Unido. Sus reformas han servido como guía a los demás. Creo que el mayor desarrollo de la ISR en Europa se debe a que su sector privado está más evolucionado que en España, debido a que los sistemas públicos no garantizan un porcentaje de renta tan alta como aquí.

## **5.2. Planes y Fondos de Pensiones en España y EPSV en el País Vasco. Regulación y relación con la Inversión Socialmente Responsable.**

La primera ley que reguló los planes y fondos en España fue la Ley 8/1987, de 8 de junio, vigente hasta el 14 de diciembre de 2002, cuando entró en vigor la Ley de Fondos y Planes de Pensiones 1/2002 del 29 de noviembre. Esta ley establece que los planes de pensiones son contratos privados y voluntarios (complementarios a la Seguridad Social) que definen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, orfandad o invalidez y dependencia, las obligaciones de contribución a los mismos y, en la medida que permita la presente ley, las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio que al cumplimiento de los derechos que reconoce han de afectarse. El patrimonio creado al objeto exclusivo de dar cumplimiento a los Planes de Pensiones es lo que se denomina Fondo de Pensiones, y su gestión, custodia y control se realiza de acuerdo con la presente ley.

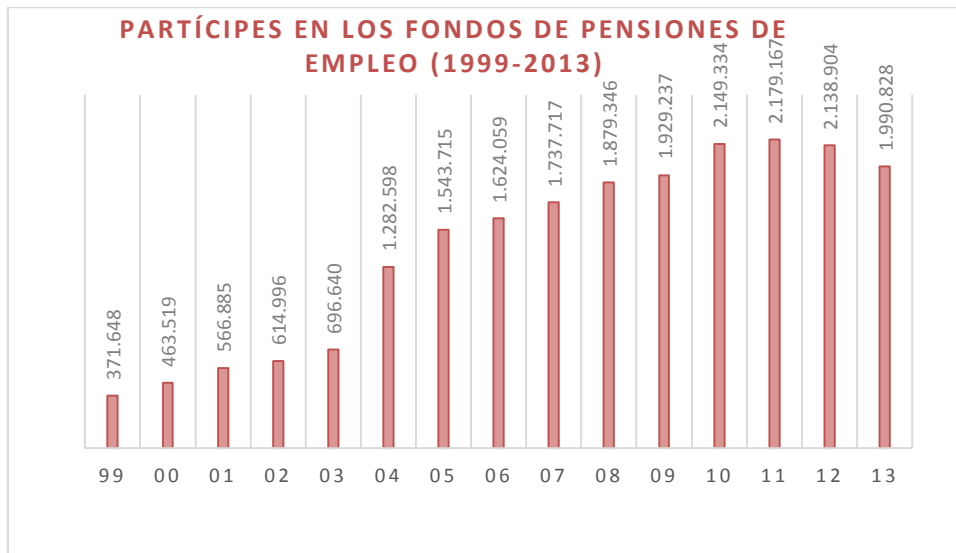
La relación existente entre los fondos y los planes de pensiones puede verse representada en el siguiente esquema, donde el patrimonio o fondo lo componen las aportaciones de las personas a cuyo favor se constituye el contrato o plan. Estos están regulados por la ley y controlados por comisiones y defensores.

## Relación entre los Planes y los Fondos de Pensiones



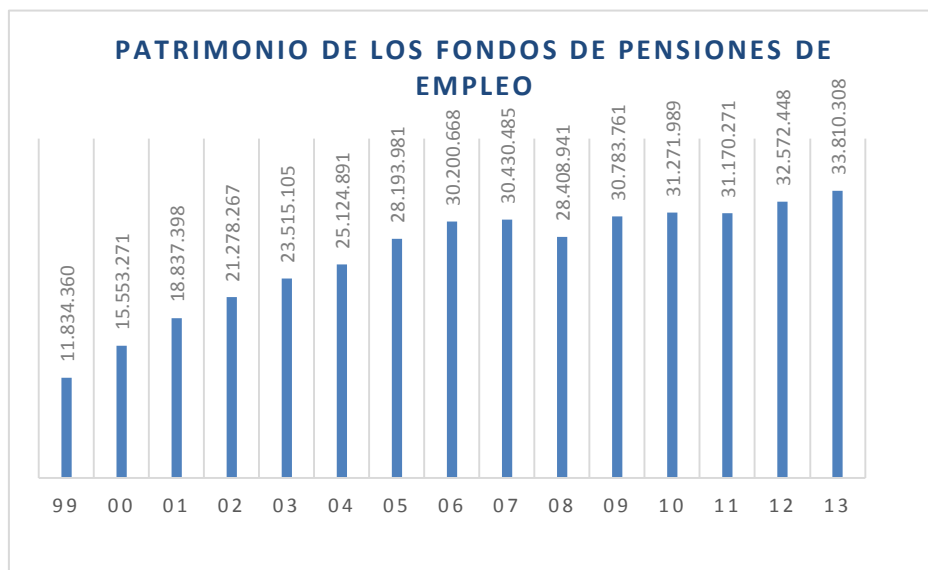
Fuente: elaboración propia

Los planes y fondos de pensiones de empleo en España han ido cobrando importancia durante los últimos 15 años (INVERCO) principalmente debido a la brusca caída de la tasa de natalidad y al incremento en la esperanza de vida. La unión de estos dos factores y la alta tasa de sustitución (un 73,9% en 2013 según datos de la OCDE) hacen que se ponga en riesgo la sostenibilidad del sistema de prestaciones públicas. Además este problema se ha visto acentuado por las altas tasas de paro provocadas por la crisis financiera que comenzó en 2007. El reto demográfico y de sostenibilidad hace que los instrumentos de previsión social voluntaria hayan cobrado importancia en los últimos años. Esto se ha visto reflejado en el incremento del patrimonio y del número de partícipes en los mismos.



Fuente: Inverco

En el gráfico superior podemos ver la evolución que ha tenido el número de partícipes en Fondos de Pensiones en 20 años. Se ve como a partir de 2011 parece que a crisis empieza a notarse más y se pasa de un estancamiento a una reducción del número de partícipes.



Fuente: Inverco

En este otro gráfico podemos observar como el patrimonio de los Fondos ha ido creciendo, exceptuando algunos años puntuales como el 2008. Esto se debe a que son productos fuertemente indexados que reproducen el resultado de los mercados financieros, y aunque ha tenido caídas durante el 2008 y 2011 parece que se recuperan.

Estos datos facilitados por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en su informe anual de 2013 dejan constancia de la evolución que han tenido los fondos de pensiones en la economía española, y como han ganado peso en los últimos años.

Una vez vista la evolución de los Fondos y Planes de Pensiones en España la pregunta es ¿está presente la ISR en la legislación actual?

La Proposición de Ley presentada por el grupo Parlamentario Socialista ante el Congreso de los Diputados el 17 de abril de 2002, incluía apartados referentes a la obligación de informar sobre criterios de Responsabilidad Social Empresarial (RSE) en la gestión de fondos de pensiones de forma similar a la legislación británica o alemana, y en 2004 el gobierno socialista nombró un comité de expertos para la redacción de una Ley de RSE.

Pero los únicos avances legislativos reales en España en materia de ISR en Fondos y Planes de Pensiones han sido, por un lado la incorporación del artículo 69.6 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (RD 304/2004) que establece que “la comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales”. Esto implica que en el informe de gestión anual del fondo debe de explicitarse la política de la comisión del control del fondo (o de la entidad gestora) con relación a al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el fondo de pensiones. (Entró en vigor el 1 de enero de 2008). Este nuevo artículo pretende fomentar la participación activa de los gestores del fondo haciendo valer los derechos políticos de los activos en los que invierten lo que facilita la aplicación de modelos ISR no excluyentes, ampliando muchísimo el universo inversor en caso de que los Planes y Fondos de Pensiones decidan regirse por dicho criterio.

Por otro lado el artículo 14 de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones (Real Decreto Legislativo 1/2002) en el que se incorpora un séptimo apartado por el cual “la comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su

política de inversión”. Los fondos y planes están obligados a dar publicidad a dicho informe en el que declararán las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los activos del fondo. (Entró en vigor el 1 de enero de 2013).

*“En esta declaración, en el caso de fondos de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones.*

*De la misma manera, la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, o en su caso la entidad gestora, deberá dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los **criterios de inversión socialmente responsable** anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento”.*

En una reciente reforma por la que se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero) mediante la aprobación del Real Decreto 681/2014 del 1 de agosto de 2014, se han recogido las siguientes actualizaciones en el reglamento de los Planes y Fondos de Pensiones:

*“5. En el caso de fondos de pensiones de empleo, la declaración deberá mencionar si se tienen en consideración o no, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros que afectan a los diferentes activos que integran la cartera del fondo de pensiones debiendo recogerse, entre otros:*

- a) Los principios específicos que se aplican para la consideración de la existencia de riesgos extrafinancieros en una inversión incluyendo los criterios éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno empleados.*
- b) Las categorías de activos de fondo de pensiones sobre los que se efectuará el análisis en relación con la consideración de riesgos extrafinancieros.*



- c) *El porcentaje mínimo de la cartera que se invertirá en activos que tengan en consideración criterios extrafinancieros.*
- d) *El procedimiento seguido para la implantación, gestión y seguimiento de los principios definidos. Deberán señalarse específicamente las medidas establecidas para la comprobación, por parte de la comisión de control o de la entidad gestora, del cumplimiento de los principios específicos definidos en las inversiones del fondo que tengan en consideración riesgos extrafinancieros.*

*El informe anual de gestión del fondo de pensiones de empleo deberá recoger la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable. Deberá recoger específicamente el procedimiento seguido para su implantación gestión y seguimiento e indicar el porcentaje de la cartera del fondo que se invierte en activos que tengan en consideración este tipo de criterios.”*

A lo largo de este apartado se concreta qué datos tienen la obligación de aportar los Fondos de Pensiones de Empleo con respecto a los criterios ASG tenidos en cuenta en su política de inversión en el punto quinto y obliga a las comisiones de control a ejercer su derecho a voto (directamente o en su nombre pero siempre en interés de los beneficiarios) a no ser que existan razones de peso para lo contrario, y si las hubiere, está obligada a comunicarlo en su informe anual de gestión en el punto séptimo.

*“Dichos derechos los ejercerá la comisión de control del fondo, directamente o a través de la entidad gestora, que seguirá las indicaciones de dicha comisión o lo dispuesto en las normas de funcionamiento del fondo.*

*En el caso de los derechos de participación y voto en las juntas generales también se deberán ejercer en caso de relevancia cuantitativa y de carácter estable de los valores integrados en el fondo, salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe de gestión anual del Fondo de Pensiones.*

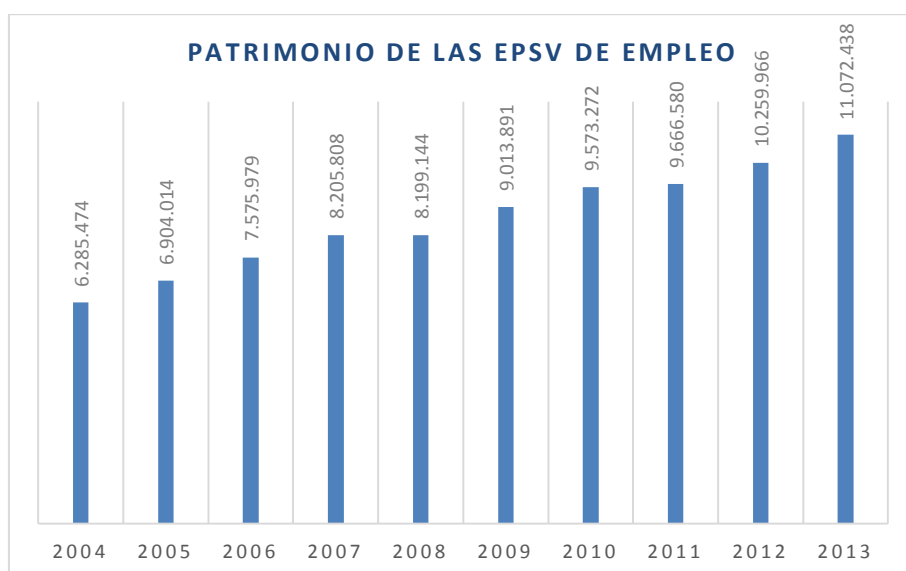
*En cualquier caso, en el informe de gestión anual del fondo de pensiones se deberá dejar constancia de la política de la comisión de control del fondo, o en su caso de la entidad gestora, con relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el fondo de pensiones.”*

Desde su creación y hasta la crisis, los partícipes y el patrimonio de los Fondos de Pensiones de empleo no ha dejado de crecer. Y en mi opinión, dado que el sistema público está viendo peligrar su sostenibilidad, habrá un cambio que posibilite el desarrollo del sector privado en este ámbito. Es por eso que creo convenientes las modificaciones de la legislación y el reglamento adelantándose a una expansión de la ISR.

En Euskadi existe una figura similar a la de los Fondos de Pensiones conocida como EPSV. Se crearon hace 30 años en el marco de desarrollo del Estatuto de Gernika. Tiene como finalidad la previsión social complementaria de la seguridad social obligatoria. Las contingencias que cubre son variadas y similares a las de los Fondos de Pensiones, y su principales diferencia con estos últimos son las siguientes:

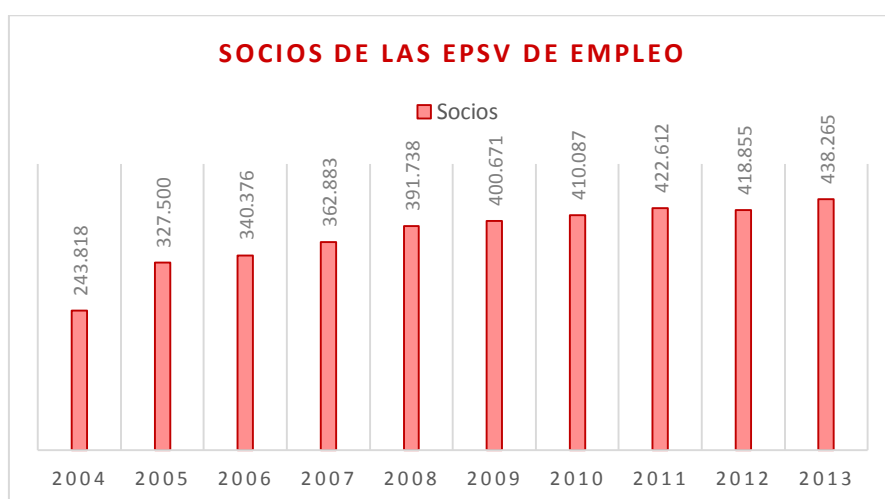
- Tienen personalidad jurídica propia, con socios en lugar de partícipes, y con una participación de estos socios, a diferencia del carácter pasivo de los Fondos.
- La supervisión compete al Gobierno Vasco.
- Existe una federación de EPSV.

En este gráfico podemos observar la evolución del patrimonio de las EPSV en los últimos 10 años. En los años anteriores a la crisis su incremento anual era mayor, pero aun así (exceptuando del año 2008) ha seguido creciendo hasta situarse en 2013 por encima de los 21.000 millones de euros, que representan un 33,65% del PIB vasco (muy por encima del dato español).



\*Datos de la Federación de Entidades de Previsión Social

El número de socios por otro lado ha sufrido un estancamiento considerable, supongo que por los efectos de la crisis financiera.



\*Datos de la Federación de Entidades de Previsión Social

La previsión para este año, aunque el contexto económico no es favorable, se espera que el resultado sea positivo.

Respecto de la ISR, el Gobierno Vasco incluyó un artículo en la Ley reguladora de las EPSV, concretamente el artículo 60.2 de la Ley 5/2012 que obliga a las entidades a redactar y publicar unos principio de inversión consensuados en los que se detalle la política de inversiones socialmente responsables o las razones por las cuáles no existen. Dice así:

*“La junta de gobierno, en su caso a propuesta de la comisión de seguimiento, deberá aprobar y, periódicamente, revisar una declaración escrita de principios de inversión, en la que se incluirá la política sobre **inversiones socialmente responsables** o las razones de su ausencia, cuyos contenidos se establecerán reglamentariamente siguiendo los principios básicos establecidos en la presente Ley. En el citado desarrollo se regularán, para las entidades de escaso volumen de fondos o por las características de su actividad, las excepciones a esta obligación.”*

Es similar al artículo incluido en la ley de Fondos de Pensiones, pero algo más estricto, ya que obliga no sólo al consenso de gestores y junta de gobierno, sino al seguimiento y revisión del cumplimiento de dicha política.

Dado el carácter de estos patrimonios y las contingencias que están destinados a cubrir, un proceso de inversión como el planteado por la ISR resulta muy apropiado. Hay estudios que se han encargado de contrastar el interés de los inversores en el cumplimiento de los criterios ASG por las empresas en las que los Fondos y Planes contratados invierten su dinero. Pero no es menos cierto que debido a una promoción inadecuada o a la falta de conocimiento, a menudo se han unido esos criterios a una falta de rentabilidad. Lo que probablemente haya sido uno de los factores que han entorpecido la creación de un marco jurídico apropiado.

Al igual que en el caso del Estado, las EPSV también han visto crecer el número de socios y su patrimonio. Cabe destacar que en el caso de Euskadi la importancia de las EPSV es mayor que la de los Fondos de Pensiones en el Estado, en lo que a porcentaje PIB se refiere. Aun estando lejos de la media europea, la tasa vasca cuadruplica la estatal.

Al igual que a nivel estatal, se ha modificado la normativa dando relevancia a la ISR, lo que considero positivo para su expansión.

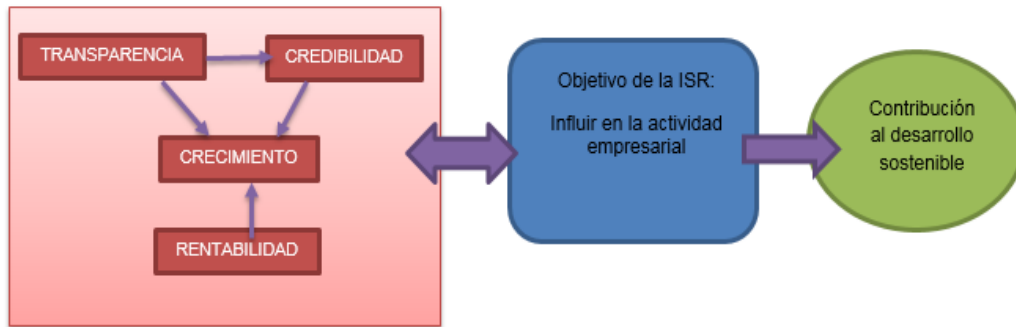
### 5.3. Beneficios y dificultades en la aplicación de los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno

Los Planes y Fondos de Pensiones y las EPSV son un grupo de presión importante debido al volumen patrimonial que poseen, y pueden jugar un papel esencial en el cambio de la economía. Pero para ello es necesario que se den cuenta de este poder y adquieran la responsabilidad que les corresponde cambiando sus estrategias de inversión y adoptando una *shareholder advocacy* (Sánchez, Rodríguez, Ricart, Capdeville y Gay, 2004) o actitud de propietario, tomando parte activa de las decisiones que toman las empresas en las que invierte. Si los Planes y Fondos de Pensiones y EPSVs cambiaran sus estrategias de inversión utilizando la ISR, premiarían a las empresas que lo están haciendo bien e influirían en otras para que lo hicieran mejor, sirviendo como ejemplo de buenas prácticas a las demás (Barton y Wiseman, 2014). Además, aunque para las empresas de algunos sectores ajustarse a los criterios ASG requiera una inversión y no puedan observar resultados inmediatos, a largo plazo los beneficios son claros (Lozano y Albareda, 2002). De hecho estudios como el llevado a cabo por Fombrun para Corporate Reputation Institute, o el de Vergin y Qoronfleh, demuestran que los cambios en la reputación de la empresa afectan a su valor de mercado. Así una empresa que cambie para mejorar su reputación ajustándose a estos criterios se verá recompensada viendo crecer su valor de mercado en una relación 1 a 3.

Pero, ¿cuáles son las razones para considerar a la ISR como algo beneficioso?

1. Detrás de la ISR y de sus criterios ASG encontramos el concepto de **economía sostenible**, que no sólo resuelva las necesidades de hoy, sino que también tenga en cuenta el derecho de las siguientes generaciones a satisfacer las suyas, es decir, que tenga una visión a largo plazo (Barton, 2014).

Para que esto sea posible es necesario que el mercado y las empresas sean lo más transparentes posible y que la información, tanto financiera como extrafinanciera, sea creíble. El efecto puede verse en el siguiente esquema:



Fuente: Sánchez et al. (2004) "La inversión Socialmente Responsable: Evolución, Tendencias e Implicaciones" P 28

Pero la economía de hoy en día está basada en el corto plazo. No se toman en consideración los efectos que las decisiones de hoy puedan tener en el futuro. Esto se ve reflejado en los sistemas de remuneración de los directivos de las empresas y de los gestores de los Planes y Fondos de Pensiones y EPSV, que reciben primas o bonus dependiendo del resultado anual de la gestión que llevan a cabo.

La consultora McKinsey pudo comprobarlo en un estudio en el que los directivos afirmaban recibir presiones de la junta directiva y de los accionistas para la obtención de beneficios en el menor plazo posible, lo que entorpece la idea de sostenibilidad en el tiempo.

2. Los **criterios medioambientales** contenidos en la ISR tratan de hacer frente al problema de la sobreexplotación de los recursos naturales y el calentamiento global.

Los Fondos y Planes de Pensiones y EPSV podrían favorecer el respeto al medioambiente si aplicasen criterios ISR en la selección de inversiones.

No obstante las decisiones del gobierno no favorecen estos intereses. Se ha dedicado a eliminar las ayudas al sector de las renovables, ayudando a otras como las nucleares o hidroeléctricas y ha suprimido las subvenciones que existían para que las empresas implantaran procesos más ecológicos.

Además, al menos en nuestro país, algunos desastres ecológicos ocurridos han demostrado que las empresas prefieren enfrentarse a sanciones antes que realizar las inversiones necesarias para evitarlas. Pruebas recientes son el desastre del Prestige que se hundió en 2002 en las costas gallegas y ha

supuesto un coste directo al gobierno español de 800 millones de euros, sin tener en cuenta los costes para la sociedad gallega que vive del mar. El gobierno aún está litigando con la naviera y la empresa que certificó la navegabilidad del buque, y después de más de 12 años aún no se han depurado responsabilidades.

3. Otro de los beneficios de invertir guiados por los criterios ASG es garantizar el respeto a los derechos humanos, a los derechos adquiridos por los trabajadores y a los derechos de la sociedad en general.

Las empresas han puesto el foco en este criterio y lo han usado para lavar su imagen como explotadores, aunque de una manera cuestionable a mi entender.

La impermeabilidad de los empresarios a los derechos laborales está patente en España donde tanto las decisiones del Gobierno como las declaraciones de los representantes de los empresarios dejan clara su postura. Entienden que su función social es crear empleo y que la cubren sobradamente, sin plantearse la calidad ni las condiciones en que lo ofrecen.

Como dijo Melvin Anshen "existe un contrato social implícito entre la empresa y la sociedad. La sociedad establece los objetivos y las responsabilidades de la empresa conforme a los intereses sociales prevalecientes". Ya es hora de que se den cuenta de que la sociedad no son solo los accionistas de su empresa, y empiecen a tener en cuenta los intereses de la sociedad de la que forman parte: de los trabajadores, proveedores, clientes, etc. (Köhler, 2007).

Los Planes y Fondos de Pensiones y EPSV de empleo tienen aquí un papel importante ya que cuentan con representantes sindicales en sus consejos que comparten este ideal.

4. Por último nos encontramos con la buena gestión empresarial. El objetivo de que las y los Fondos de Pensiones tengan en consideración este criterio a la hora de invertir es premiar la transparencia y el buen hacer en la gestión empresarial, ayudando a evitar fugas de capitales, estafas, alzamientos de bienes y problemas tan graves y tristemente habituales

como el blanqueo de capitales o la evasión fiscal (Cowton y Sandberg, 2012).

Aunque la actual situación no fomenta esta idea. Las empresas no encuentran grandes dificultades para actuar de manera fraudulenta. Un ejemplo es la existencia de paraísos fiscales donde las empresas pueden ocultar sus capitales evadiendo así las obligaciones fiscales correspondientes. Otro lo encontramos en la Unión Europea, donde las multinacionales facturan desde países con tipos impositivos más bajos (como Google o Zara en Irlanda) que no es ilegal, pero sí éticamente cuestionable.

En España las relaciones del Estado con el sector privado han dado lugar a más de un escándalo, salpicando a representantes de casi todos los partidos políticos, con escasas consecuencias para los mismos.

Para visualizar mejor el proceso que intento explicar quiero presentar varios casos de Fondos de Pensiones que influyeron en las decisiones de algunas empresas participando en las juntas de accionistas y haciendo uso de su derecho a voto:

**CalPERS (Californian Public Employees Retirement Fund, [www.calpers.ca.gov](http://www.calpers.ca.gov))**, el mayor fondo de pensiones de Estados Unidos y uno de los mayores del mundo (pionero en el empleo de la ISR y todo un ejemplo a seguir), consiguió que la empresa farmacéutica GlaxoSmithKline (GSK), uno de los mayores productores de medicamentos contra el VIH, revisara su **política de precios** y sus programas humanitarios para facilitar el acceso a las medicinas en los países en vías de desarrollo. A lo que la farmacéutica respondió rebajando los precios un 47%. Todo comenzó cuando AIDS Health Foundation<sup>11</sup>, se puso en contacto con la comisión del fondo de pensiones de los empleados públicos de California para que esta exigiera a la empresa farmacéutica GSK que diera explicaciones sobre su política de precios para los países en vías de desarrollo, bajo la amenaza de que la falta de respuesta se vería reflejada en el valor de las acciones en el mercado e incluso que CalPERS vendería sus acciones en caso de no responder a la solicitud.

---

<sup>11</sup> **AIDS Healthcare Foundation (AHF)** es una organización sin ánimo de lucro creada en 1987 con base en Los Ángeles (California, Estados Unidos) cuyo propósito es proveer de servicios para la prevención del VIH.



**Massachusetts Laborers' Pension Fund** presentó en la Junta General de Accionistas del Federal Realty Investment Trust de mayo de 2010 una propuesta de resolución de accionistas para que la empresa publicara anualmente un informe de sostenibilidad basado en las líneas directrices de la Global Reporting Initiative. Tuvo un apoyo del 44,6% de los votos de los accionistas. Los accionistas pedían que el Consejo de Administración preparase una memoria de sostenibilidad que describiera las estrategias de la empresa para **reducir el impacto de los gases de efecto invernadero** y otros impactos medioambientales y sociales, como el uso del agua, la política laboral y las relaciones con la comunidad. Se esperaba que la primera memoria de sostenibilidad se publicara en diciembre de 2010.

**Cajasol Empleados FP** ([www.ccoo-servicios.es/cajasol/pagweb/1230](http://www.ccoo-servicios.es/cajasol/pagweb/1230)) intervino en la Junta General de Accionistas de Telefónica España de mayo de 2011 para proponer un voto en contra de una de las propuestas o resoluciones de aprobación. Cajasol Empleados FP basó su intervención en la preocupación de los accionistas por la sostenibilidad de la empresa en el futuro. En su intervención, Cajasol Empleados pidió a la empresa que adoptara una política retributiva equilibrada y coherente que fuera acorde con el Código unificado de buen gobierno de las empresas cotizadas (CNMV, 2006). Cajasol Empleados argumentó que existía una clara contradicción entre los resultados financieros de la empresa, la **política de retribución** de los directivos y cargos ejecutivos y el plan de ajuste de la plantilla que se había presentado para 2011-2013. Argumentó la contradicción entre los favorables resultados financieros de la empresa (obtuvo unos beneficios de 5.403 millones de euros) y la presentación del plan de incentivos para consejeros en los próximos cinco años de 450 millones de euros, frente al anuncio de presentar un plan de ajuste de plantilla que podía suponer la reducción del 20% de los trabajadores (5.600 trabajadores de telefonía fija y móvil) a lo largo de los próximos tres años. Cajasol Empleados consideró que esta propuesta **no era socialmente responsable**. El fondo de pensiones argumentó que, de acuerdo con el Código unificado de buen gobierno de la CNMV, este asunto, sustancialmente independiente, debía ser sometido a votación separada y no a votación conjunta.

Cajasol Empleados y otros fondos de pensiones del sistema de empleo –como los fondos de pensiones de la Administración General del Estado, del Grupo Caja

Madrid, de Telefónica, de Bridgestone Firestone, del Banco Santander y de Seguros Bilbao–, como propietarios de más de tres millones de acciones de Telefónica y en representación del 32% de los partícipes (700.000 personas), ejercieron además sus derechos políticos emitiendo un voto no favorable a los planes de incentivos sometidos a votación en los puntos 8 y 9 del orden del día en la Junta General de Accionistas.

En mi opinión:

Todo cambio requiere un esfuerzo y soporta cierta resistencia, pero a mi modo de ver la ISR puede aportar cohesión social, económica y medioambiental, y creo que merece la pena. Si todos los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo fueran conscientes del poder que ostentan y lo pusieran en práctica podrían evitarse actuaciones cuestionables y que sólo benefician a unos pocos, en favor de un beneficio global mayor.

## **5.4. Obstáculos en la implantación de la Inversión Socialmente Responsable y posibles soluciones.**

Tras lo visto hasta el momento he comprobado que desde la aparición del concepto de ISR en los años 70 en Estados Unidos representada en los primeros fondos de inversión éticos, y hasta el día de hoy, esta ha evolucionado y se ha integrado en otros instrumentos financieros como entidades de previsión, mutuas, seguros e incluso algunos bancos. Evidencia de su desarrollo y expansión es el interés creciente que han demostrado organismos internacionales como la Organización de las Naciones Unidas o la Unión Europea. Tanto que se ha desarrollado un marco normativo para su aplicación.

Si existe ya un marco normativo, si los gobiernos lo están incluyendo en sus leyes y reglamentos y existe una opinión generalizada de las bondades de aplicar la ISR como método de toma de decisiones de inversión, ¿por qué no se está aplicando?

La existencia de diversos grupos que tienen que ponerse de acuerdo y remar en la misma dirección para que la ISR sea efectiva, pero que a su vez tienen intereses contrapuestos, hace de su aplicación algo realmente complicado.

### **5.4.1. Gestores de Fondos y Planes de Pensiones y EPSV.**

Estos profesionales se enfrentan a un gran dilema. Mientras que la lógica indica que dada la característica del instrumento financiero que gestionan deberían centrarse en el largo plazo, sus honorarios dependen de los resultados a corto plazo. Este esquema de remuneración les desincentiva a la hora de aplicar un proceso de selección de inversiones como el que requiere la ISR. Además, en España la aparición de la ISR aún es reciente y se nota la falta de formación de profesionales en este ámbito.

Que el mercado ISR en España sea aún incipiente y las posibilidades de encontrar productos que se ajusten a estos criterios sean escasas (ESADE, 2006), unido a una persistente resistencia a aplicar este novedoso criterio y el desconocimiento de la rentabilidad de la ISR, hacen que su puesta en marcha resulte dificultosa (Albareda y Balaguer, 2004).

Las soluciones para esta situación pasan por un cambio en el modo en que se evalúa y se premia a los gestores por su trabajo. Un modelo de remuneración

basado en el largo plazo y que tuviera en cuenta la innovación y la eficiencia en la gestión acabaría con el problema. También habría que dar más importancia a los proyectos de formación (como los llevados a cabo por SpainSIF o Economistas Sin Fronteras). Otra iniciativa sería crear sellos o empresas calificadoras que ayuden a los profesionales a identificar las inversiones que cumplen las exigencias de la comisión de control del fondo. Y por último, facilitar la movilidad dentro del espacio europeo ampliando así el abanico de inversiones posibles.

En mi opinión es su responsabilidad mantenerse formados en el ámbito de su profesión, y si la ISR se expande deberían encargarse de estar preparados. Además, ya que gestionan un producto a largo plazo, creo que su política de complementos por el resultado deberían ser en consecuencia.

#### 5.4.2. Comisiones de Control

Por otro lado tenemos a las comisiones de control de los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo. El problema fundamental en estas comisiones es la falta de compromiso de sus miembros con respecto a la ISR. A día de hoy la falta de compromiso de las instituciones y la falta de demanda por parte de los inversores institucionales (ONG, fundaciones, iglesia, colectivos religiosos, fondos de pensiones) no hace más que trabar el desarrollo de la ISR (ESADE, 2006).

Para que pueda aplicarse y expandirse el uso de la ISR es necesario que los miembros se comprometan a pedir cuentas a los gestores sobre la aplicación de los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno de las empresas en las que invierten, así como a ejercer los derechos de voto surgidos de dichas inversiones para favorecer así la implantación de los criterios en esas empresas. Es decir es necesaria una estrategia "shareholder advocacy" que lleva aparejado el compromiso del accionista en la empresa para encaminarla a la adopción de medidas que cumplan con los criterios ISR mediante el ejercicio de su derecho a voto. (Sánchez et al., 2004). Además, convendría fomentar los proyectos de difusión, como el del sindicato Comisiones Obreras y el de entidades sin ánimo de lucro como Economistas Sin Fronteras, que tratan de hacer públicas las bondades de este método y también, dar a conocer los diferentes estudios que avalan su

rentabilidad, como el de Margolis y Walsh (2001), el de Orlitzky (2003), el de Bello (2005) o el de Hopner, Rezec y Sielg (2011).

Creo que la influencia de los sindicatos y su trabajo en favor de la ISR es fundamental para que las comisiones de control adopten este criterio y se comprometan cada vez más con el ejercicio del derecho a voto en las juntas de las empresas en las que invierten, para influir en las mismas.

### 5.4.3. Empresas

Quizás el grupo más reticente a la aplicación de la ISR. Para empezar a los directivos de las empresas, al igual que a los gestores de los Fondos de Pensiones se les paga por sus resultados anuales unas cifras desorbitadas que rompen también con los criterios de comportamiento éticos (los consejeros ejecutivos ganan 70 veces más que el salario medio de los trabajadores de las empresas del Ibex), y sufren una gran presión por parte de los accionistas para que esto sea así (Barton y Wiseman, 2014).

Además, cambiar la gestión de la empresa y ajustarse a los criterios ASG puede suponer una inversión en la empresa que, dependiendo del tamaño y del sector en el que desarrolla su actividad, puede resultar considerable

Un cambio en el método de retribución, basándolos en parámetros distintos al resultado anual, como las evaluaciones trianuales y la obligación de invertir en la empresa que están gestionando, garantizaría una gestión responsable y un giro hacia el largo plazo.

Sería conveniente, además, incentivar las inversiones para que las empresas se ajusten a los criterios ASG exigidos por los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo con ayudas o ventajas fiscales por parte de las instituciones públicas.

También sería conveniente exigir de las empresas informes que avalen sus actuaciones en materia de ISR. Los escándalos que han salpicado a multinacionales como Inditex o Benetton (expropiación de tierras y desgracias en centros de producción en condiciones infrahumanas) hacen patente esta necesidad.

Para que se produzca el cambio es necesario que se empiece a dar más importancia al buen gobierno empresarial. La regulación del gobierno corporativo es fundamental para clarificar el papel y la responsabilidad de las empresas, de los consejos de administración y de los accionistas. Un buen estándar de gobierno corporativo permite una mayor comunicación entre accionista y dirección empresarial, y así el consejo de administración se convierte en un elemento clave en la supervisión y aprobación de las decisiones del equipo directivo (Hermalin y Weisbach, 1991).

Sólo mediante la transparencia y el buen hacer en la gestión empresarial la ISR puede empezar a ser tomada en serio (Miller et al., 2005).

A día de hoy y gracias a la crisis creo que la empresa ha perdido su sitio en la sociedad. La mala gestión y las políticas sociales con ánimo publicitario que han resultado falsas no les hacen ningún favor. Escuchar al presidente de los empresarios españoles confirma mi idea de que se han hecho impermeables al entorno en el que se encuentran. Por eso creo que la presión que pueden ejercer los Fondos de Pensiones y las EPSV de empleo es tan importante para cambiar este comportamiento.

#### 5.4.4. Gobierno

Por último nos encontramos con el Gobierno. Es un elemento importante en este puzzle y uno de los más influyentes por su capacidad legislativa. Pero en los últimos años, escudados en la crisis, han deshecho el camino recorrido.

Han recortado en ayudas a las empresas de energías renovables y eliminando las subvenciones para implantar procesos más eficientes y respetuosos con el medio ambiente (Rafael Méndez, El País, 2010), a menudo en contra de los consejos dados por la Unión Europea.

Han "flexibilizado" el mercado laboral, provocando la anulación de convenios laborales sectoriales y facilitando la suspensión de derechos laborales.

Incluso sus medidas fiscales se han dirigido a condonar delitos de evasión de impuestos (amnistía fiscal fomentada por el ministro Cristóbal Montoro) pensando en un aumento de la recaudación a corto plazo. Pero al no ir

acompañadas estas medidas de una profunda reforma fiscal en la que se refuercen las acciones contra la evasión ni de un endurecimiento de las penas por delitos fiscales, esta amnistía ha quedado en nada (sólo consiguieron recaudar la mitad de lo que habían predicho, y eso después de haber rebajado el gravamen de un 10 a un 3% para las cantidades a regularizar).

El gobierno debería hacer público su compromiso con la ISR dando, por ejemplo, prioridad a empresas que cumplan estos requisitos a la hora de asignar las obras públicas y reestableciendo las ayudas a las empresas de energía renovable.

Pero la insana unión entre lo público y lo privado y vistos los escándalos de corrupción en los procesos de adjudicación de obras públicas esto se ve muy complicado.

A día de hoy en España se requiere de una reforma profunda de las instituciones públicas y de una regeneración del sistema que se traduciría en un aumento en la confianza y en el prestigio del Estado. No olvidemos que como cualquier empresa también emite deuda y necesita de inversores. Sería bueno que marcara la diferencia y diera ejemplo ajustando su gestión a los criterios ASG.

El Estado no deja de ser muy similar a una gran empresa. Ofrece servicios, cobra por ello e incluso se financia en el mercado emitiendo deuda. Sería un gran impulso que el Estado mismo aplicara criterios ambientales, sociales y de buen gobierno para dar ejemplo. Pero no lo veo posible a corto plazo. Me parece increíble que el gobierno se muestre tan pasivo. Tiene una capacidad para cambiar la realidad económica que no tiene nadie más, pero permanece impasible. Así que de momento, el impulso y la implantación de la ISR están en manos de los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo.

En el siguiente cuadro se muestra un resumen con los problemas y las soluciones en la implantación de la ISR:

	PROBLEMAS	SOLUCIONES
GESTORES DE EPSV Y FONDOS DE PENSIONES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corto plazo.</li> <li>• Formación.</li> <li>• Productos.</li> <li>• Agencias de rating.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Largo plazo.</li> <li>• Formación.</li> <li>• Movilidad.</li> <li>• Agencias de rating.</li> </ul>
COMISIONES DE CONTROL	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Compromiso.</li> <li>• Demanda.</li> <li>• Rentabilidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Voto.</li> <li>• Publicitar ISR.</li> <li>• Rentabilidad.</li> </ul>
EMPRESAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corto plazo.</li> <li>• Inversión.</li> <li>• Transparencia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Largo plazo.</li> <li>• Fiscalidad/subvención.</li> <li>• Informes y auditorías.</li> </ul>
GOBIERNO	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ISR.</li> <li>• Crisis.</li> <li>• Corrupción.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apoyar la ISR.</li> <li>• Criterios ASG.</li> <li>• Reforma.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia

En mi opinión, y vista la situación actual, creo que si alguien puede cambiar la realidad económica son los Fondos de Pensiones y EPSV de empleo mediante la influencia que los sindicatos tienen en sus comisiones de control y juntas de gobierno, pero no va a ser un camino sencillo ante la impasividad del gobierno y la posible oposición de las empresas.



## 6. Análisis empírico (entrevista)

El objetivo de las entrevistas es conocer la realidad a la que se enfrentan los planes de pensiones que han decidido adoptar una política ISR.

Por ello he identificado a los 17 planes de pensiones de empleo que a día de hoy han aprobado en su comisión de control una política de ISR.

El objetivo es contactar, vía email explicando el objeto del proyecto y solicitando cita, con los presidentes de esas comisiones y realizar una entrevista semiestructurada con 2 partes. La primera de ellas se encargará de recoger los datos básicos del plan y las actuaciones llevadas a cabo en materia ISR en el último año (la fuente es el Observatorio 2011 de la ISR, ESADE). En la segunda se les realizará una serie de preguntas abiertas sobre su experiencia en la implementación de su política (con preguntas de elaboración propia, derivadas de la revisión de la literatura).

Con respecto a las EPSV primero sería necesario ponerse en contacto con algún representante de la Federación de Entidades de Previsión Social Voluntaria de Euskadi, ya sea el presidente, el señor Ignacio Javier Etxebarria Etxeita, o alguna persona que pudiera facilitarnos datos sobre la ISR en las EPSV de empleo, ya que a día de hoy no hay nada publicado al respecto.

En esta tabla recojo los 17 Fondos de Pensiones de empleo que aplican políticas ISR

<u>PLANES DE PENSIONES</u>	<u>FONDOS DE PENSIONES</u>
Personal de Bancaja, plan de pensiones	Futurcaval, FP
Plan de Pensiones Cajasol Empleado	Cajasol Empleados
Plan de pensiones de empleo de BBVA	Fondo 23
Plan de pensiones de los empleados de Ferrocarrils Metropolitans de Barcelona	Pensions Caixa 10
Plan de pensiones de los empleados de Transports Metropolitans de Marcelona	Pensions Caixa 10
Plan de pensiones de trabajadores de "La Caixa"	Pensiones Caixa 30
Plan de pensiones de los empleados de Caixa Galicia	BIA 10

Plan de pensiones de empleados de EON España	BancSabadel 25 FP
Plan de pensiones de empleados de Iberdrola	Empleados de Iberdrola FP
Plan de pensiones de los empleados públicos DGA Aragón	Fondo de pensiones de los empleados de CA de Aragón
Plan de pensiones de empleados de Repsol	Repsol II
Plan de pensiones de empleados de Grupo Caja Madrid	Fondo de pensiones Caja Madrid 23
Plan de pensiones de empleados de Telefónica	Fondo de pensiones de Telefónica España
Plan de pensiones de empleados de Midat Cyclops	MIDAT Cyclops FP
Plan de pensiones de empleados de Universitat Jaume I	Pensioval III
Plan de pensiones para el personal de la Generalitat de Catalunya	Fondo de pensiones para el personal de la Generalitat de Catalunya
Plan de Pensiones Santander Empleados	Santander Empleados Pensiones FP

A continuación presento la estructura de la entrevista, que contiene 2 partes:

1. Una parte con cuestiones breves para conocer las características de la política ISR aplicada por el plan (criterios que siguen, porcentaje en el que se aplica, compromiso y voto, etc.)
2. Y una segunda en la que las preguntas se centran en los problemas a los que se han enfrentado para poner esa política en marcha y cómo ven la realidad de la ISR y los Fondos de Pensiones.

### **Cuestionario sobre la aplicación de las políticas ISR en los Planes de Pensiones:**

<b>Nombre del plan:</b>
<b>Nombre de fondo:</b>
<b>Año de creación:</b>
<b>Institución de gestión</b>
<b>Distribución de la cartera:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Renta fija</li><li>• Renta variable</li><li>• Otros</li></ul>
<b>Número de partícipes</b> <b>Número de beneficiarios</b>
<b>Actividades vinculadas a la ISR durante el último año:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Incorporamos criterios ASG en el análisis de la cartera y procesos de decisión de inversión. PRI 1</li><li>• Ejercemos como accionistas activos incorporando los criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en el ejercicio de los derechos políticos (voto en las asambleas de accionistas). Principio 2 PRI.</li><li>• Adoptamos políticas de transparencia para seleccionar las empresas en las que invertimos (reportes de sostenibilidad, códigos de conducta). Principio 3 PRI.</li><li>• Promovemos la adopción de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo entre los inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones. Principio 4 PRI.</li><li>• Trabajamos conjuntamente con otros inversores socialmente responsables en la implementación de iniciativas y criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la preselección de la cartera. Principio 5 PRI.</li><li>• Publicamos información y una memoria de nuestras inversiones y del avance en la implementación de los criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la preselección de la cartera. Principio 6 PRI.</li></ul>
<b>Política ISR. Año de inicio de la aplicación: (ideario ético)</b>
<b>Principales valores sociales, medioambientales y de gobierno corporativo de la política ISR</b>
<b>Porcentaje de la cartera donde se aplica la ISR:</b>

<p><b>Estrategias de preselección de la cartera. Valores y porcentajes de la cartera de inversión.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Política de exclusión de activos de la cartera.</li> <li>• Desinversión en empresas que han adoptado políticas irresponsables</li> <li>• Best-in-class approach (búsqueda de las empresas de cada sector con mejor impacto social, medioambiental y de gobierno Corporativo)</li> <li>• Uso de rankings de sostenibilidad.</li> <li>• Inversión en fondos de inversión temáticos específicamente responsables.</li> <li>• Otros.</li> </ul>
<p><b>Aplicación de la ISR según temas.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambio climático.</li> <li>• Derechos humanos.</li> <li>• Derechos laborales.</li> <li>• Gobierno corporativo (consejo de administración, bonus y retribuciones, diversidad de género, etc.).</li> <li>• Empresas que publican informes de sostenibilidad.</li> <li>• Mercados emergentes y países en desarrollo.</li> <li>• Otros temas.</li> </ul>
<p><b>Instrumentos de rating y análisis extrafinanciero utilizados para monitorizar los riesgos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Herramientas utilizadas:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Integración en la gestión global de la cartera.</li> <li>• Integración en el proceso de toma de decisiones de los valores donde se invierte.</li> <li>• Utilización de bases de datos.</li> <li>• Utilización de rankings de sostenibilidad.</li> <li>• Servicios de agencias externas.</li> <li>• Otras.</li> <li>• Ninguna.</li> </ul>
<p><b>¿La gestora que gestiona el fondo ha firmado los Principios para la Inversión Responsable de Naciones Unidas (UNPRI)? ¿Cómo ha influido esto en la gestión y los resultados del fondo?</b></p>
<p><b>Políticas de transparencia e información pública.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Información publicada en la web.</li> <li>• Publicación de informes anuales.</li> <li>• Inclusión en publicaciones periódicas que se distribuyen entre los partícipes.</li> <li>• Exposición del impacto de la ISR en las asambleas de partícipes.</li> <li>• Otras:</li> <li>• No se adoptan.</li> </ul>
<p><b>Engagement / diálogo constructivo.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• No se aplica.</li> <li>• Se aplica con todas las empresas de la cartera.</li> <li>• Se aplica solo con algunas empresas.</li> <li>• Objetivos de la política de engagement o diálogo con las empresas de la cartera.</li> <li>• Colaboraciones.</li> <li>• Presión directa a las empresas</li> </ul>

<p><b>Ejercicio de los derechos políticos. Activismo accionarial</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Política de inversión ISR para la preselección de los valores de la cartera.</li> <li>• Ejercicio de los derechos políticos.</li> <li>• Ambos.</li> </ul>
<p><b>Actividades que se han desarrollado durante el último año.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Asistencia a las asambleas de accionistas y ejercicio del derecho al voto.</li> <li>• Ejercicio del derecho al voto, pero sin asistencia a la asamblea de accionistas.</li> <li>• Tipología del voto. Delegación del voto.</li> <li>• Grupo de empresas donde se ejerce el derecho al voto.</li> <li>• Votos relevantes por criterios sociales, medioambientales o de gobierno corporativo.</li> <li>• Votos durante el último año.</li> </ul>
<p><b>Criterios que se utilizan para decidir el voto.</b></p>
<p><b>Redes internacionales de inversores socialmente responsables</b></p> <p><b>Iniciativas:</b></p>
<p><b>Mecanismos de control y supervisión de la política de ISR.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mecanismo para controlar que la política de inversión socialmente responsable sea aplicada por los gestores.</li> <li>• Mecanismo interno o contratación de una institución externa.</li> <li>• Herramienta de control externo.</li> </ul>

**Preguntas abiertas:**

1. ¿Qué les impulsó a aplicar los criterios ISR? ¿De quién surgió la idea?
2. ¿Cuáles son las principales dificultades a las que se han enfrentado a la hora de aplicar los criterios ISR?
3. Los grandes inversores institucionales (entre los que se encuentran los Fondos de Pensiones y EPSV) acaparan un porcentaje importante de los activos a nivel mundial. Por ello que se dice que son un grupo de presión importante y parte de la responsabilidad de cambiar el modo en que funciona el mercado está en sus manos. ¿Está de acuerdo?
4. ¿Qué le sugiere la idea de la economía sostenible y el largo plazo? ¿Lo aplicaría en la gestión del fondo (criterios de remuneración/plazos de evaluación)?
5. ¿Qué opinión le merecen las certificaciones y empresas calificadoras? ¿Son necesarias/efectivas/creíbles?
6. En su opinión, cuáles son las razones para que la ISR no se haya desarrollado en España tanto como en otros países de la Eurozona? ¿Es la estructura del sistema de pensiones públicas español un motivo? ¿Debería cambiarse? ¿Cómo?
7. ¿Cree necesario un impulso a la ISR por parte de las instituciones? ¿Cuál?

## 7. Conclusiones.

He empezado definiendo la ISR como un proceso de inversión que toma en consideración criterios financieros como son la liquidez, la rentabilidad y el riesgo, pero a su vez tienen en otros extrafinancieros: criterios ambientales, sociales y de gobernanza (criterios ASG). También tiene en cuenta la estabilidad del mercado a largo plazo, lo que permite aumentar la competitividad y la productividad de las empresas.

He presentado también como este proceso se ha visto reflejado en normativas de Planes y Fondos de Pensiones diferentes países europeos así como recientemente también se ha incorporado a la normativa española.

Pero los datos indican que en España su desarrollo es menor que en otros países y me he preguntado por qué. Uno a uno he analizado a los diferentes grupos que interactúan en el ámbito de los Planes y Fondos de Pensiones y he citado los obstáculos observados:

1. Para empezar el hecho de que existan diferentes agentes en este ámbito es un problema es sí mismo. La ISR es un proceso que para su desarrollo necesita el consenso de todos, lo que no es fácil debido a los intereses contrapuestos.
2. Los gestores ven como se les premia por los resultados anuales de un producto financiero que por definición requiere un tratamiento a largo plazo. Además de que no se ven preparados y el mercado español ofrece pocas opciones que cumplan con las políticas ISR.
3. Las comisiones de control son el motor de este proceso y sus embajadores con los sindicatos. Pero el desconocimiento en materia ISR y las dudas sobre su rentabilidad hacen que su demanda no despegue.
4. En las empresas los directivos se encuentran con el mismo problema que los gestores: su remuneración depende de los resultados a corto plazo y no pueden implementar las políticas adecuadas que cumplan con el concepto de ISR. Además, en sí las empresas carecen cultura de transparencia y no suelen ser favorables a la publicación de informes que detallen su comportamiento ASG.

5. El gobierno ha incluido la ISR en la legislación, lo cual es un paso importante. Pero al mismo tiempo se ha dedicado a implementar una política de recortes contraria estos criterios.

En mi opinión la ISR es un proceso innovador que ha llegado para quedarse. Creo que en los próximos años veremos una expansión de este proceso. Gracias a la acción de sindicatos y otros organismos como las ONG, la ISR es cada vez más conocida, y la crisis puede ser su trampolín para la expansión. Los recortes del gobierno, las ayudas a los bancos, el desdén de los empresarios,... no hacen más que concienciar a la sociedad de que un cambio es necesario, y la ISR puede hacerlo posible. La idea central es que las comisiones de control adopten políticas ASG y un compromiso de voto, premiando a las empresas que están llevando a cabo políticas bajo los criterios ASG e influyendo en las que no lo hacen para que cambien, creando un efecto en cadena que puede llegar a transformar la economía tal y como la conocemos.

Por supuesto este proceso será más rápido y menos traumático en tanto en cuanto más de los actores que intervienen en él (gobierno, empresas, gestores y comisiones) se pongan de acuerdo. A día de hoy se ve complicado sobre todo por la oposición, por un lado, de los empresarios, que a mi entender, en este país, son muy poco dinámicos y se rigen por ideas retrógradas, aferrándose a sus sillas como si alguien se las fuera a quitar. Y por el otro de gobierno, que no está afrontando la crisis como debería. En lugar de ver la oportunidad de un cambio profundo en la economía española, de dejar de basarla en el ladrillo y el turismo y poder desarrollar industrias punteras que nos conviertan una potencia económica mundial (sabiendo que hay formación y talento de sobra en este país) se centran en el inmovilismo y en volver a dónde estábamos antes de la crisis, sin pensar si deberíamos volver a ese punto.

En conclusión, opino que la ISR en manos de los Fondos y Planes de Pensiones de empleo puede ser una palanca de cambio en la economía. La expansión de su aplicación debe llevarnos en un futuro a una economía sostenible en el tiempo y preocupada por el medio ambiente, donde las empresas están integradas en la sociedad, colaborando con ella.

## 8. Futuras líneas de investigación.

De este proyecto surgen varias líneas para futuras investigaciones. Para empezar sería interesante realizar las entrevistas que estaban previstas para el presente proyecto y poder así corroborar las conclusiones dictadas por la lógica y la información recogidas hasta el momento. De este estudio podrían surgir las líneas de trabajo necesarias para dar un impulso a la ISR en España.

Otra posible investigación sería determinar los requerimientos básicos que tiene que cumplir una inversión para considerarla como ISR, algo en lo que ya están trabajando los institutos de investigación de la ISR de varios países, entre ellos SpainSIF y Eurosif. Esto ayudaría a la evaluación de las inversiones de una forma homogénea, ya que a día de hoy las exigencias para considerar una inversión como apropiada varían según quién y dónde la analice.

También sería interesante comprobar estadísticamente, tal y como Koepner, Rezec y Siegl hicieron con el criterio medioambiental, que la inversión basada en el criterio social o en el criterio de buena gobernanza, no afecta al cumplimiento de la obligación fiduciaria de los gestores de los Fondos de Pensiones. Estos estudios serían la clave para despejar las dudas que puedan quedar sobre la rentabilidad de la ISR.

Otra posibilidad sería realizar un estudio entre las grandes empresas españolas, tomando como referencia el Ibex 35, para conocer los motivos de la gestión a corto plazo llevada a cabo por los directivos y qué sería necesario para cambiarla. Las entrevistas tanto a directivos como gestores de empresas como Inditex, Iberdrola o Banco Santander podrían arrojar luz sobre la realidad en la dirección de las empresas, los motivos del cortoplacismo y en qué basan sus decisiones de inversión.

Con respecto del gobierno, creo que podría analizarse el efecto que la transparencia y la corrupción producen en los inversores extranjeros. No deja de ser una gran empresa que presta servicios, cobra dichos servicios y necesita del mercado para financiarse. Un análisis de cómo afecta la aplicación de criterios de buena gobernanza al prestigio del país podría dar motivos al gobierno para comprometerse con los criterios ASGy servir de ejemplo a la empresa privada, lo



que daría un importante impulso a la ISR. Para ello se podrían comparar los criterios de transparencia de gobiernos de países que consideramos como ejemplo (Alemania, Suecia, Reino Unido,...) y ver cómo los inversores valoran esas diferencias y preguntarles el efecto que la aplicación de esa política produce en sus decisiones.

## 9. Bibliografía.

### 9.1. Libros

Cowton, C.J. y Sanberg, J. (2012) *Socially Responsible Investment*, in R. Chadwick Edition, Encyclopedia of Applied Ethics, vol. 4 (Academic Press, New York, NY) pp 181-190

Margolis, J.D. y Walsh, P. (2001) *People and Profit? The research for link between a company's social and financial performance*. Lawrence Erlbaum Associates Publishers. Mahwah, New Jersey.

Forum Ethibel (2009) Transparency, audit & control within a SRI regulatory framework. Working paper of the Febelfin/Belsif SRI Platform meetings, aiming at detailing the substance and procedures regarding transparency, verifiability and control of SRI products. Indispensable parts for a minimal norm on SRI. Forum ETHIBEL asbl. Bruselas, Bélgica.

### 9.2. Revistas

Albareda, L. (2006) Primeras Jornadas de ISR. Observatorio de la ISR en España. ESADE y Grupo Santander. Madrid, 3 de febrero de 2006. Acceso a través de: [http://www.gruposantander.es/docs/laura\\_albareda.pdf](http://www.gruposantander.es/docs/laura_albareda.pdf) (Acceso: 4/09/2014)

Albareda, L. y Balaguer, M.R. (2004) "Los retos de la Inversión Socialmente Responsable en España: relación entre los Fondos de Pensiones y el Gobierno Corporativo de las Empresas". *Europeana Ethic Business Network*. Acceso a través de la página web: [http://www.eben-spain.org/docs/Papeles/XIV/ALBAREDA\\_LAURA\\_ET\\_AL.pdf](http://www.eben-spain.org/docs/Papeles/XIV/ALBAREDA_LAURA_ET_AL.pdf) (Acceso: 10/08/2014)

Anshen, M. (1970) "Changing Social Contract- Role for Business". *Columbia Journal of World Business*, nº 5, pp 6-14.

Balaguer, M.R.; Albareda, L. y Lozano, J.M. (2008) "La Inversión Socialmente Responsable en España: Screening de los Fondos de Inversión Socialmente Responsables". *Revista de Contabilidad y Dirección*, nº 7, pp 77-101.

Barton, D. y Wiseman, M. (2014) "Focusing Capital on the Long Term". *Harvard Business Review*, January -February 2014, pp 48-55.

Barton, D. (2011) "Capitalism for the Long Term". *Harvard Business Review*, March 2011, pp 69-76.

Bello, Y.Z. (2005) "Socially Responsible Investing and portfolio diversification". *The Journal of Financial Research*, nº 28, pp 41-57

Boiral, O. (2003) "Certificar la buena conducta de la empresas. Retos, problemas, y perspectivas". *Revista internacional del trabajo*, nº 22, pp 351-376.

Daugareilh, I. (2009) "Responsabilidad Social de las Empresas Transnacionales: análisis crítico y prospectiva". *Cuadernos de Relaciones Laborales. Universidad Complutense de Madrid*, nº 27, pp 77-106.

Eccles, N.S. (2010) "UN Principles for Responsible Investment signatories and the Anti-Apartheid Social Responsible Investment movement: a thought experiment". *Journal of Business and Ethics*, nº 95, pp 415-424.

Economistas Sin Fronteras, "Conclusiones de la Jornada: Retos de los planes de pensiones frente a la ISR: Rentabilidad y Transparencia". *Área de Responsabilidad Social Corporativa y Finanzas Éticas*. Madrid.

Harte, G.; Lewis L. y Owen D. (1991) "Ethical Investment and the Corporate Reporting Function". *Critical Perspectives on Accounting*, nº 2, pp 227-253.

Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1991) "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*, nº 20, pp 101-112.

Hoepner, A.; Rezec, M. y Siegl, S. (2011) "Does pension fund's fiduciary duty prohibit the integration of environmental responsibility criteria in investment processes?". Acceso a través de: <http://www.top1000funds.com/wp-content/uploads/2011/09/Does-pension-fund-fiduciary-duty-prohibit-the-integration-of-ESG-in-investment-processes.pdf> (Acceso: 04/09/2014)

Köhler, H. (2007) "Der Unternehmer in der Gesellschaft". *Vortragsreihe des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln*, nº 2.

Lewis, A. y Webley, P. (1994) "Social and Ethical Investing, Beliefs, Preferences and the Willingness to Sacrifice Financial Return". *Ethics and Economic Affairs*, nº 8, pp 171-183.

Lozano, J.M. y Albareda, L. (2002) "Observatorio de Fondos de Inversión éticos, ecológicos y solidarios en España". *IPES-ESADE, Fundació Caixa Sabadell*.

Millar, C.; Eldomiaty, T.; Choi, C. y Hilton, B. (2005) "Corporate Governance and Institutional transparency in emerging markets". *Journal of Business Ethics*, nº 59, pp 163-174

Moneva, J.M. y Royo, J.M. (2003) "La Inversión Socialmente Responsable: especial referencia a los Fondos de Inversión éticos". *Revista Interdisciplinar de Gestión Ambiental*, nº 53, pp 25-36.

Orlitzky, M.; Schmidt, F.L. y Rynes, S.L. (2003) "Corporate social and financial performance". *Organization Studies*, nº 24, pp 403-433.

Ruggie, J.G. (2001) "The Global Compact as a Learning Network". *Global Governance*, nº 7, pp 371-378.

Sanchez, P.; Rodríguez, M.A.; Ricart, J.E.; Capdeville, S. y Gay, E. (2004) "La inversión socialmente responsable: Evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas". *Documento de investigación del IESE*, nº 464.

Simpson, W.G. y Kohers, T. (2002) "The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry". *Journal of Business Ethics*, nº 35, pp 97-109.

Soldevilla, E. (1987): "Posicionamiento actual de la Economía de la Empresa". *Revista de Economía y Empresa*, vol. VII, nos. 17 y 18, enero-abril y mayo-agosto.

Sombria M. (2005) "La Inversión Socialmente Responsable". *Boletín electrónico del CIES*, nº29.

Sparkes, R. y Cowton, C.J. (2004) "The Maturing of Socially Responsible Investment: A review of the developing link with Corporate Social Responsibility". *Journal of Business Ethics*, nº 52, 45-57.

Vergin, R.C. y Qoronfleh M.W. (1999) "La reputación de la empresa y su cotización en la Bolsa". *Harvard Deusto Business Review*, nº 91, pp62-70

### 9.3. Legislación

España. Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de regulación de los Planes y Fondos de pensiones. *Boletín Oficial del Estado*, 13 de Diciembre de 2002, número 298.

España. Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. *Boletín Oficial del Estado*, 26 de febrero de 2004, número 48.

España. Ley 5/2012, de 23 de febrero sobre Entidades de Previsión Social Voluntaria. *Boletín Oficial del País Vasco*, del 6 de marzo de 2012, número 47.

España. Decreto 87/1984, de 20 de febrero, por el que se aprueba el reglamento de la Ley sobre Entidades de Previsión Social Voluntaria. *Boletín Oficial del País Vasco*, del 16 de abril de 1984, número 64.

Unión Europea. Directiva 2003/41/CE del Parlamento y del Consejo, del 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de Fondos de Pensiones de Empleo. *Diario Oficial de la Unión Europea L 235/10* del 23 de septiembre de 2003.

### 9.4. Webs.

Business & Human Rights Resource Centre (2003) "Calpers, largest U.S. pension fund, urges Glaxo to lower AIDS drug prices". *Aids Healthcare Foundation*. Acceso a través de la página web: <http://business-humanrights.org/en/calpers-largest-us-pension-fund-urges-glaxo-to-lower-aids-drug-prices> (Acceso: 13/08/2014)

CalPERS (Californian Public Employees Retirement Fund). Acceso a través de la página web: <http://www.calpers.ca.gov/> (Acceso: 12/09/2014)

Comisión Europea (2011) "Fiscalidad de la energía: la Comisión fomenta la eficiencia energética y productos más respetuosos con el medio ambiente", *European Commission - IP/11/468*. Acceso a través de: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-11-468\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-468_es.htm) (Acceso: 04/08/2014)

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2013) "Informe estadístico de instrumentos de previsión social complementaria" Ministerio de Economía y Competitividad. Madrid. Acceso a través de: <http://www.dgsfp.mineco.es/PlanesFondos/Documentos/Informe%20estad%3%ADstico%20de%20instrumentos%20de%20previsi%C3%B3n%20social%20complementaria%202012/Informe%20estad%3%ADstico.pdf>  
(Acceso: 04/08/2014)

Economistas Sin Fronteras (2006) "Las finanzas éticas en Europa" *Informe elaborado por el área de la RSC e inversiones éticas de Economistas sin Fronteras y editado por SETEM*. Madrid. Acceso a través de: [http://finanzaseticas.org/pdf/01\\_FinanzasEuropa.pdf](http://finanzaseticas.org/pdf/01_FinanzasEuropa.pdf)  
(Acceso: 06/08/2014)

El Economista (2014) "Los consejeros educativos ganan 70 veces más que el salario medio de los trabajadores de las empresas del Ibex"(edición digital). Acceso a través de la página web: <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/aciertoj/empresas-finanzas/noticias/5965856/07/14/Los-consejeros-ejecutivos-ganan-70-veces-mas-que-el-salario-medio-de-los-trabajadores-de-las-empresas-del-ibex-.html#.Kku8Qv4IsMu4hME>  
(Acceso: 13/08/2014)

European Commission (2011) "Libro verde relativo a la responsabilidad social de las empresas" Acceso a través de la página web: [http://europa.eu/legislation\\_summaries/employment\\_and\\_social\\_policy/employment\\_rights\\_and\\_work\\_organisation/n26039\\_es.htm](http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/employment_rights_and_work_organisation/n26039_es.htm)  
Y a través de: [http://ec.europa.eu/green-papers/index\\_es.htm](http://ec.europa.eu/green-papers/index_es.htm)  
(Acceso: 20/08/2014)

Eurosif (2012) European SRI study. Acceso a través de la página web: <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2012/>  
(Acceso: 20/08/2014)

Eurosif (2013) "La inversión socialmente responsable" Acceso a través de la página web: [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)  
(Acceso: 20/08/2014)

Federación de Entidades de Previsión Social Voluntaria (2013) Informe trimestral, Diciembre 2013. Acceso a través de: <http://www.epsv.org/noticias.php>  
(Acceso: 04/08/2014)

Financial Times Stock Exchange. Índex. Acceso a través de: <http://www.ftse.com/products/home>  
(Acceso: 08/09/2014)

INVERCO (2014) *Nota de Prensa. Datos de Fondos de Pensiones. Informe trimestral. Marzo 2014*. A través de la página web: [http://www.inverco.es/documentos/notas\\_prensa/planes\\_pensiones/trimestrales/1403\\_F%20Marzo%202014.pdf](http://www.inverco.es/documentos/notas_prensa/planes_pensiones/trimestrales/1403_F%20Marzo%202014.pdf)  
(Acceso: 29/08/2014)

Massachusetts Laborer's Pension Fund. Acceso a través de la página web: <https://www.mlb.org/pension/fund.shtml>  
(Acceso: 12/09/2014)

McKinsey & Company. Acceso a través de: <http://www.mckinsey.com/>  
(Acceso: 12/09/2014)

Mendez, R. (2012) "Bruselas toma partido por las renovables frente a las grandes eléctricas" *El País, edición digital, mayo 2012*. Acceso por la página web: [http://sociedad.elpais.com/sociedad/2012/05/31/actualidad/1338488140\\_007441.html](http://sociedad.elpais.com/sociedad/2012/05/31/actualidad/1338488140_007441.html) (Acceso: 19/08/2014)

Organización de las Naciones Unidas (1999) "The global Compact" Acceso a través de la página web: [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org) (Acceso: 02-07-2014)

Organización Internacional de Trabajadores (2000) "Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social" Acceso a través de la página web: [www.ilo.org](http://www.ilo.org) (Acceso: 03-07-2014)

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2011) "Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales" Acceso a través de la página web: [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (Acceso: 05-07-2014)

S&P Dow Jones Sustainability Index. Acceso a través de: <http://www.djindexes.com/sustainability/> (Acceso: 08/09/2014)

UN PRI (2005) "The Six Principles". Acceso a través de la página web: [www.unpri.org](http://www.unpri.org) (Acceso: 30-06-2014)

UNEP FI "Socially Responsible Investment". Acceso a través de la página web: [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org) (Acceso: 30-06-2014)

UKSIF (2011) "Responsible Business: Sustainable Pensions 2011" Report on how the UK Pension Funds of Corporate Responsibility Leaders are approaching Responsible Investment. Acceso a través de la página web: <http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/10/UKSIF-Responsible-Business-Sustainable-Pension-2011.pdf> (Acceso: 30-06-2014)