

LAS EMPRESAS DE PARTICIPACIÓN Y LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE: EFECTOS DE LOS CRITERIOS DE REGULACIÓN Y ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

POR

CARMEN VALOR* Y RICARDO J. PALOMO**

RESUMEN

La llamada inversión socialmente responsable tiene cada vez un mayor peso en el conjunto de los productos financieros. Aunque su «cuota de mercado» es todavía pequeña, es uno de los segmentos de productos que más ha crecido en los últimos años.

En España la forma de inversión responsable más popular son los productos denominados éticos (fondos de inversión o de pensiones éticos). Estos productos financieros están empezando a ser comercializados en España por parte de las cooperativas de crédito y, en mayor medida, por parte de las Cajas de Ahorro, si bien su introducción ha provenido mayoritariamente de la banca, de sociedades de valores y de sociedades gestoras de carteras.

Este trabajo analiza la regulación de esta forma particular de inversión responsable: los fondos éticos, de inversión y de pensiones. En primer lugar, se propone como hipótesis que los motivos que conducen a esta regulación es la existencia de asimetrías de información, tanto selección adversa como riesgo moral. En segundo lugar, se analizan las dos vías empleadas para resolver esas asimetrías: el mercado y la existencia de intermediarios. En tercer lugar, se describen las propuestas españolas de regulación (la Circular de INVERCO, de obligado cumplimiento, y la norma de certificación recientemente propuesta

* Universidad Complutense de Madrid.

Grupo de Estudios e Investigación en Economía Social de la Universidad San Pablo-CEU (GEIES-CEU).

** Grupo de Estudios e Investigación en Economía Social de la Universidad San Pablo-CEU (GEIES-CEU).

Miembro de la Escuela de Estudios Cooperativos de la UCM.

por AENOR, voluntaria). Se proponen, por último, líneas de actuación que puedan eliminar dichas asimetrías en el caso de los fondos éticos.

ABSTRACT

For the last few years, we have been witnessing an uprise of socially responsible investment (ISR). Although its share over total funds is still relatively small, the volume invested is increasing more than other conventional products. In Spain, the most popular version of ISR is the so-called «ethical products» (mutual and pension funds).

This paper analysis the current regulation of these particular products. Firstly, it is posited that informational asymmetries, adverse selection and moral hazard, lead to a need for regulation. Secondly, the two measures used to reduce the asymmetries, namely market and intermediaries, are analysed. Thirdly, Spanish regulation is described, both the compulsory rule passed by INVERCO and the voluntary standard approved by AENOR. Finally, further measures to reduce informational asymmetries are suggested.

1. INTRODUCCIÓN

La inversión socialmente responsable tiene un peso creciente en el conjunto de los productos financieros: en concreto, los fondos éticos aumentaron en el periodo 1999-2001 un 36% en volumen de patrimonio, frente al 12,3% de los productos no éticos, aunque su porcentaje relativo respecto a la inversión no responsable suponga aún como media un 0,9% (BARTOLOMEO y DAGA, 2001: 9).

Esta forma de inversión tiene mayor importancia en otros países, y se ha desarrollado en muchos casos al amparo del movimiento cooperativo (cabe destacar así al Cooperative Bank en el Reino Unido). Por su filosofía y misión la ISR debería ser uno de los productos impulsados desde las entidades financieras de la economía social, como es el caso de las cooperativas de crédito, extensible también a las Cajas de Ahorro.

Con el vocablo inversiones socialmente responsables¹ (ISR, en adelante) se designa a una variedad de herramientas utilizadas

¹ También se llaman inversiones éticas. Normalmente, esta segunda denominación se utiliza en Reino Unido asociado a criterios negativos de inversiones. El término inversiones socialmente responsables se prefiere en Estados Unidos y aparece asociado a los criterios positivos. Hoy parece gozar de mayor aceptación la denominación de «socialmente responsables». También se utiliza la expresión inversiones sostenibles, para hacer referencia a las inversiones a largo plazo de la empresa, en las que se asegura un positivo impacto medio ambiental y social.

para promover la responsabilidad social de la empresa, guiadas todas por el objetivo de mejorar la calidad de vida de la sociedad. Estas herramientas buscan un triple objetivo: preservar la coherencia de los inversores, conseguir cambios estructurales en la empresa y financiar iniciativas privadas o públicas beneficiosas para la comunidad.

A cada objetivo le corresponde un tipo de ISR. Este trabajo se centra principalmente en la primera (los productos de inversión ética), por ser la forma más desarrollada de ISR: actualmente se comercializan en España una veintena de fondos éticos (DE LA CUESTA *et al.*, 2002).

Las otras dos formas se describen brevemente a continuación. En muchos casos, los tres tipos de ISR aparecen combinadas:

- El *activismo de los socios o propietarios (shareholders activism)* consiste en mantener un diálogo activo y constructivo con los Consejos de Dirección o Consejos Rectores de las empresas a través del derecho al voto que lleva aparejado la posesión de una participación. Los socios de las empresas de participación o los accionistas de las sociedades por acciones delegan este derecho en alguna organización «activista», que lo ejerce en su nombre. El objetivo común es obtener un número suficiente de votos para cambiar algunas políticas, o por lo menos llamar la atención del Consejo y del resto de propietarios o socios. Con esta modalidad de ISR se pretende trasladar a la Asamblea General (o equivalentemente a la Junta General de Accionistas) las preocupaciones sociales y medioambientales de los accionistas, últimos propietarios de la empresa¹.
- Los *programas de inversión en la comunidad* consisten en el apoyo financiero a una actividad beneficiosa para la comunidad, normalmente en el ámbito del desarrollo sostenible, a cambio de un retorno por esa inversión. No se trata de una donación, ya que, al menos, se recupera el capital invertido. Estos programas van desde las energías limpias y renovables hasta la concesión de microcréditos a grupos excluidos de las fuentes de financiación tradicional para instalar cualquier tipo de empresa.

En este contexto, este trabajo analiza la regulación de una forma particular de inversión responsable: los fondos éticos. En primer lugar, se postula como hipótesis que los motivos que llevan a esta regulación es la

¹ Dos ejemplos de este tipo de ISR se encuentran en www.iccr.org y en www.shareholdersaction.org.

existencia de asimetrías de información. En segundo lugar, se analizan las dos vías empleadas para resolver esas asimetrías: el mercado y la existencia de intermediarios. En tercer lugar, se describen las propuestas españolas de regulación. Por último, se proponen líneas de actuación que puedan eliminar dichas asimetrías en el caso de los fondos éticos.

2. CRITERIOS DE VALORACIÓN DE LOS PRODUCTOS DE INVERSIÓN ÉTICA Y MODALIDADES PRINCIPALES RESULTANTES

Los productos de inversión ética son la forma más extendida de ISR; dentro de ella, los productos más comunes son los fondos de inversión y los fondos de pensiones éticos. En síntesis, estos productos resultan de la combinación de criterios tradicionales financieros (riesgo, rentabilidad, diversificación, gestión profesionalizada) con criterios sociales, medioambientales y éticos. El resultado es la creación de un fondo que invierte en empresas que han superado los criterios fijados, al tiempo que procura una rentabilidad al inversor acorde con el riesgo soportado.

Los criterios empleados en estas herramientas de inversión son de dos tipos:

1. *Criterios negativos (o de exclusión)*: Determinan los requisitos mínimos para incluir o no una empresa en el fondo. Estos criterios pueden ser absolutos (por ejemplo, no incluir ninguna empresa relacionada con la industria tabaquera) o relativos. En este segundo caso, si la empresa obtiene una puntuación superior a la fijada, será excluida del fondo (por ejemplo, si tiene una participación superior al 10% en una empresa relacionada con la industria tabaquera). Los criterios negativos más frecuentes son de dos tipos: algunas industrias (alcohol, tabaco, pornografía, armamento, juego...) o algunas actuaciones (violación sistemática de derechos humanos, experimentación con animales, manipulación genética, contaminación, etc.).
2. *Criterios positivos (o valorativos)*: El pool de empresas que supera la fase anterior es reexaminado, con el fin de seleccionar a las empresas con mejores resultados sociales o medioambientales. Entre los principales criterios positivos se cuentan: productos y servicios, igualdad de oportunidades, política socio-laboral, dirección y gestión, condiciones laborales, política medioambiental, etc.

Según los criterios seleccionados, se distinguen dos tipos de fondos (Mackenzie, 1997): «market-led mutual funds» (fondos que responden a una demanda social) y «deliberate funds» (fondos «deliberadamente éticos»).

- «*Market-led mutual funds*»: La elección de los criterios éticos depende de la percepción de las demandas del mercado, no de una motivación o propósito superior. Estos fondos tratan de posicionarse en el mercado usando criterios éticos, pero sin recurrir a un razonamiento ético.
- «*Deliberate funds*»: La elección de los criterios éticos depende de razones éticas. Implica haber realizado algún tipo de juicio ético. Normalmente, este tipo de fondos nace impulsado por una organización religiosa, ecologista, una ONG, etc.

3. LA CALIFICACIÓN ÉTICA EN LA CONSTITUCIÓN DE UN FONDO DE INVERSIÓN ÉTICO Y LA CONTROVERSIA EN TORNO A LAS ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN

El proceso previo a la construcción de un fondo ético de inversión se denomina «social screening» o calificación ética. Pasa por tres etapas:

1. Elección de los criterios negativos y positivos (por ejemplo, no discriminación por razón de sexo) y determinación del peso relativo de cada criterio. Por ejemplo, un peso relativo de ocho significa que el criterio se está utilizando de forma negativa (si la empresa realiza prácticas discriminatorias no será incluida en el fondo); un peso de 1,3 significa que este criterio se está utilizando de forma valorativa y no como de exclusión.
2. Establecimiento de un indicador y una medida para cada criterio (siguiendo con el ejemplo anterior, podría ser un indicador el número de sentencias perdidas por la empresa en Tribunales por prácticas discriminatorias, el número de mujeres en puestos de responsabilidad, etc.).
3. Recopilación de información para saber si la empresa cumple con los requisitos fijados. Normalmente se acude a la propia empresa, a informes de Organizaciones No Gubernamentales, de organizaciones de consumidores y usuarios, de defensa del medio ambiente, de defensa de la igualdad mujer; a sindicatos, etcétera.

Los principales problemas que se encuentran en cada etapa son:

- *Definición de criterios.* No hay acuerdo sobre qué es empresa ética o empresa socialmente responsable. Cada fondo y cada inversor elige sus propios criterios. Éstos pueden ser más o menos rígidos (lo que está altamente correlacionado con el número de criterios utilizados y el tipo de fondo «market – led» o «deliberate»).
- *Establecimiento de indicadores y medidas para cada criterio.* Incluso cuando se utiliza un buen número de indicadores, la medida puede ser relajada. Por ejemplo, una empresa con más de 10 sanciones por prácticas discriminatorias podría entrar a formar parte del fondo si la medida así lo permite.
- *Localización y análisis de información sobre la empresa.* Normalmente la primera fuente de información es la empresa, a través de cuestionarios. Sus respuestas deberían verificarse mediante agentes terceros independientes, suficientes y fiables: sindicatos, asociaciones de consumidores, notas de prensa, sentencias, etc.

TABLA I
PROBLEMAS EN LA CONSTRUCCIÓN
DE LOS FONDOS ÉTICOS DE INVERSIÓN

Definición de criterios.	Número de criterios. Calidad de los criterios.
Indicadores.	Número de indicadores. Calidad de indicadores y baremo aplicado.
Localización y análisis de información sobre la empresa.	Adecuación y fiabilidad de las fuentes de información.

FUENTE: Elaboración propia.

A la vista de estos problemas podríamos pensar que, en el caso de los productos éticos de inversión, existen asimetrías de información. En concreto, se propone como hipótesis que en el caso de los productos éticos se dan dos tipos de asimetría de información: selección adversa («adverse selection») y riesgo moral («moral hazard»). Se denominan asimetrías, porque una parte tiene más información sobre la otra parte que ésta misma, y esa diferencia puede dar lugar a un comportamiento oportunista por parte del mejor informado (para esta introducción teórica se sigue a MILGROM y ROBERTS, 1992, y a STADLER y CASTRILLO, 1994).

La selección adversa se produce antes del intercambio, cuando el que compra no sabe con seguridad si el producto tiene en verdad las cualidades que el vendedor dice. En el caso de los productos éticos puede ocurrir que, como los inversores no tienen la certeza de que la gestora realmente invierte en empresas socialmente responsables (o incluso que no crean que existan empresas responsables), no elijan este tipo de productos. Es decir, la peor consecuencia de la selección adversa es que no se forme un mercado para esos productos.

Para evitar esta asimetría se suele recurrir a dos estrategias. En la primera, denominada «signaling»¹, la parte mejor informada toma la iniciativa y revela la información que tiene. En la segunda, denominada «screening», la parte peor informada desarrolla alguna conducta con el fin de obtener la información que le falta.

El riesgo moral ocurre después del intercambio. Normalmente se entiende que existe riesgo moral cuando se dan dos condiciones: si alguna de las condiciones de cumplimiento del contrato no es verificable (o lo es incurriendo en un alto coste) y si existe un potencial conflicto de intereses entre las partes. Esto podría ocurrir en los fondos éticos. El cliente participa en un fondo y delega la selección ética en la gestora. Sin embargo, no tiene la seguridad de que se haya invertido conforme a los principios de definición del fondo. El inversor teme el comportamiento oportunista de la gestora: que lance el fondo sólo para aprovecharse de la corriente de ISR y, en consecuencia, no realice bien la selección ética y que, al final, en la cartera aparezcan empresas con resultados sociales negativos. El riesgo moral en las inversiones éticas se deriva de la relación de agencia: el principal (el partícipe) delega en la gestora (agente) la gestión ética del fondo. El riesgo moral aparece cuando agente y principal tienen distintos objetivos y el principal no puede determinar si el agente ha buscado los intereses de aquél.

Las formas de resolver el riesgo moral son, entre otras, el control, la supervisión o los contratos basados en incentivos explícitos.

Estas dos asimetrías no son exclusivas de los productos éticos. En todo intercambio financiero pueden existir asimetrías de información. Precisamente la regulación en este ámbito se justifica por la necesidad de resolver las asimetrías (véase MADURA, 1989). Sin embargo, en el caso de los productos de inversión ética habría dos formas de asimetría: la común a los intercambios financieros y las que se derivan de la especificidad de estos productos. Esas asimetrías deben ser eliminadas, precisamente porque el inversor responsable no

¹ En español no existe un vocablo adecuado para traducir ambos términos, por eso se ha preferido dejarlos en inglés.

debe soportar más riesgo que el financiero: no tiene porqué asumir, además, el riesgo de un posible comportamiento oportunista por parte de la gestora al crear una cartera de empresas responsables.

Este riesgo percibido podría influir negativamente en la contratación de estos productos. El inversor que coloca su ahorro en productos éticos parece buscar sobre todo una rentabilidad social antes que económica, tal como demuestran algunos estudios (MACKENZIE, 1997). Por ejemplo, una investigación sobre el inversor ético en Reino Unido muestra que la baja rentabilidad de los fondos éticos no reduce la inversión de aquéllos en este producto financiero, al contrario, suelen invertir más. Tampoco el hecho de saber que los fondos éticos no sirven para modificar las políticas de la empresa les lleva a retirar su capital, ya tienden a invertir más en este tipo de fondos. Sólo las noticias sobre una mala gestión ética de los fondos (que se invierta en empresas no éticas) les lleva a retirar el capital invertido (WEBLEY *et al.*, 2001).

Cualquier intento de regulación debe tender a eliminar estas dos asimetrías en la relación entre gestores e inversores. Ocurre además que ningún inversor individual tiene incentivos para buscar información e investigar el comportamiento de la gestora, porque los costes de transacción (en concreto, los de búsqueda y control, derivados de esa relación de agencia) son altísimos.

¿Cómo se resuelven entonces estas asimetrías?

1. Por un lado, con la existencia de intermediarios especializados. En general, la existencia de intermediarios se justifica cuando se dan tres circunstancias: los costes de búsqueda de información y control son altos, existen grandes asimetrías de información, ningún agente individual tiene suficientes incentivos para realizar la búsqueda y el control (MADURA, 1989). En el caso de la ISR, los intermediarios son de dos tipos: los que buscan información sobre la responsabilidad social de la empresa y los que controlan los fondos éticos. La existencia (y la labor) de estos intermediarios no es gratuita, sino que dará lugar a costes de agencia.
2. Por otro lado, con la aprobación de normas específicas sobre productos éticos, así como estándares o normas de calidad.
3. En el primer caso, se deja al mercado que resuelva la asimetría. En el segundo, las instituciones intervienen, determinando unos requisitos que permitan eliminar las citadas asimetrías de información.

4. LA FUNCIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Las *agencias de calificación ética* son agentes especializados en proveer de información a los inversores, sean éstos individuales o institucionales. Normalmente, esta información especializada se ofrece de dos formas: bases de datos e índices éticos.

Las bases de datos requieren «pago por uso», pero permiten al inversor definir los criterios y el peso, personalizando de este modo la búsqueda. Las principales agencias y la cobertura de sus bases de datos se ofrece en la Tabla 2.

TABLA 2
PRINCIPALES AGENCIAS Y BASES DE DATOS

País	Agencia (número de empresas)	Cobertura	Página web
Alemania	Scoris GMBH		www.scoris.de
Australia	SIRIS P/L		www.siris.com.au
Bélgica	Stock at Stake NV		www.stockatstake.com
Canadá	MJRA	350	www.mjra-ksi.com
EEUU	Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD)	800 (100 PYMEs)	www.kld.com
España	Fundación Ecología y Desarrollo	IBEX-35	www.ecodes.org
Francia	VIGEO*		
Holanda	Triodos Research	60	www.triodos.com
Italia	Avanzi	Empresas del MIB	www.avanzi-sri.org
Reino Unido	Pensions & Investment Research Consultants Ltd. UK		www.pirc.co.uk
Reino Unido	EIRIS (Ethical Investment Research Service) NO ASOCIADA A SIRI GROUP	1200 británicas, 55 europeas.	www.eiris.org
Suecia	Caringcompany	100	www.caringcompany.se
Suiza	Centre-Info	60 europeas	www.centreinfo.ch

FUENTE: www.sirigroup.org *VIGEO reemplaza a ARESE en la provisión de información social sobre la empresa francesa. Se constituyó a finales de 2002 y dará la misma cobertura que su predecesora: las empresas que componen el French Bourse Index.

Las agencias asociadas a SIRI Group cubren aproximadamente las 1.000 mayores empresas internacionales y 3.000 empresas domésticas. Cada perfil contiene más de 350 criterios y análisis asociados, incluyendo las demandas de todas las partes interesadas (*stakeholders*): comunidad, medio ambiente, relaciones con los empleados, políticas con los clientes, derechos humanos y gobierno corporativo. Ofrecen información detallada sobre cada uno de estos públicos: se analiza la política de la empresa, los sistemas de gestión, los informes y la información que facilita la empresa, junto con sus principales fortalezas y debilidades. Así mismo, se ofrece información sobre prácticas controvertidas, como armamento, tabaco, experimentación animal o manipulación genética. Los perfiles pueden ser comparados entre sí, por empresa, sector y mercado. Facilitan, además, un informe completo sobre el comportamiento de la empresa en cada dimensión de responsabilidad social, incluyendo las fuentes con las que se ha contrastado la información. Detallan también las posibles contradicciones entre la información facilitada por la empresa y la obtenida de agentes independientes.

Los índices éticos o sociales son índices bursátiles a los que se les aplica un filtro ético. Se incluyen, por tanto, empresas con buenos resultados económicos y sociales. Las características del filtro están determinadas por la agencia que construye el índice. Los índices éticos tienen dos objetivos: permiten comparar la rentabilidad de los fondos éticos y los no éticos y proporcionan información a inversores individuales e institucionales para guiar sus decisiones.

Los tres índices más importantes se describen en la Tabla 3; hay otros, como el Citizens Index (<http://www.efund.com/consultants/philosophy/citizensindex.asp>) o Finetica (<http://www.finetica.it/>).

Las agencias de calificación de fondos son otra solución que proviene del propio mercado. Es una forma de «signaling», esto es, de ofrecerle al partícipe indicaciones de que la gestora no se comporta, en principio, de modo oportunista. Estas agencias existen en los países donde hay incentivos suficientes para que sea el mercado quien regule los aspectos relacionados con la exigencia ética de estos productos. Su objetivo final es juzgar la adecuación de los productos de inversión responsable a los principios que dieron lugar a su nacimiento. El resultado de ese juicio se ofrece en forma de clasificaciones y de etiquetas de calidad.

En Estados Unidos destaca Natural Investment Services, Inc. (NIS). Esta empresa ha creado un sistema para analizar los criterios y los procesos de calificación ética utilizados. En él se tiene en cuen-

TABLA 3
PRINCIPALES ÍNDICES ÉTICOS

Nombre del índice	Características
Domini Social INDEX (KLD) (www.kld.com)	Índice de mercado, ponderado por capitalización. Formado por 400 empresas estadounidenses, de las que aproximadamente 250 pertenecen al <i>Standard & Poor's 500 Index</i> (S&P 500); 50 son seleccionadas por sus particulares fortalezas sociales.
Dow Jones Sustainability Index (Dow Jones Group y Sam Group) (www.sustainability-index.com)	Índice de mercado que representa empresas que son líderes mundiales en desarrollo sostenible. Se compone de un índice global, tres índices regionales (Europa, Pacífico -Asia y norte de América) y un quinto para Estados Unidos. Dentro de esta clasificación el índice se divide en cuatro: sin alcohol; sin juegos de azar; sin tabaco; sin alcohol, sin juegos de azar y sin tabaco.
FTSE4Good (FTSE y EIRIS) (www.ftse4good.com)	Serie de índices para cuatro regiones: Reino Unido, Europa, Estados Unidos y un cuarto global. Se crea a partir de criterios excluyentes y valorativos. Para ser incluida en el índice la empresa debe estar presente en el FTSE All World Developed o en el FTSE UK All-Share.

FUENTE: Elaboración propia.

ta el número de criterios utilizados, su peso relativo y los indicadores, así como la importancia dada al activismo de los accionistas y los programas de inversión en la comunidad. No tienen en cuenta los resultados económicos del fondo. El resultado es una clasificación similar a la que realizan Moody's o S&P en relación al riesgo. Los fondos se clasifican en cinco grupos, donde ♥ es la puntuación más baja y ♥♥♥♥♥ la más alta.

En Francia, Finansol otorga una etiqueta con el mismo nombre desde 1997. El comité encargado de la certificación está formado por personalidades independientes y de reconocido prestigio. En el momento de cerrar este trabajo, 27 productos habían obtenido la etiqueta Finansol. La puntuación se obtiene a partir de dos criterios: solidaridad y transparencia.

TABLA 4
«RATINGS» DE NIS, INC

Citizens Funds	Calificación
Citizens Core Growth	♥♥♥♥♥
Citizens Emerging Growth	♥♥♥♥♥
Citizens Global	♥♥♥♥♥
Citizens Income	♥♥♥♥
Citizens International Growth	♥♥♥♥♥
Citizens Small Cap Index	♥♥♥♥♥
Citizens Value Fund	♥♥♥♥♥

FUENTE: NIS.

El criterio de *solidaridad* exige que el producto cumpla uno de los siguientes requisitos:

- al menos un 10% —salvo disposición legal en contrario— está destinada a la financiación de actividades solidarias. El resto se invierte en empresas socialmente responsables;
- se invierte solamente en empresas socialmente responsables; al menos un 25% del retorno se destina a actividades solidarias.

La *transparencia* se juzga por el cumplimiento de tres requisitos:

- la organización gestora designa una persona o equipo encargado de informar a los ahorradores; si la gestora tiene varias sucursales, en cada una de ellas se debe proporcionar los datos de los responsables;
- la organización gestora envía información a través de informes y cartas, al menos con periodicidad anual;
- si el producto está sometido a un régimen fiscal especial, la gestora debe enviar a los participantes cada año (antes del mes de febrero) los documentos pertinentes que les permitan beneficiarse de ese régimen fiscal.

Para facilitar a inversores individuales la búsqueda de productos, Finansol ofrece además una clasificación de todos los productos de inversión de tipo ético y solidario, que describe en función de ciertas características sociales y financieras.

- *Características sociales:* Tipo de proyecto financiado (pequeñas empresas de inserción; inmobiliarias sociales; desarrollo Norte -

Sur); grado de solidaridad (25% del retorno; 25-50% del retorno; más del 50% del retorno); cuenta o no con la etiqueta Finansol; se trata de inversión ética o de financiación de proyectos beneficiosos para la comunidad.

- *Características financieras:* Rendimientos; liquidez; riesgo; naturaleza del producto.

5. LA REGULACIÓN Y LA CERTIFICACIÓN

La primera y, hasta la fecha, única norma en España sobre fondos éticos fue elaborada por INVERCO y aprobada por la CNMV en 1999. En ella se insiste en la publicación de información y en la transparencia, pero no se establece forma alguna de supervisión ni un sistema de sanciones por el incumplimiento de la norma. Los principales puntos de esta Circular son los siguientes:

- Se definen tres tipos de fondos éticos en España: Éticos (E), Solidarios (S) y Ecológicos (EC). Los primeros coinciden con los que se han comentado anteriormente; los solidarios no se someten a un filtro ético, sino que donan parte de la comisión de gestión a una o a varias ONG. Los fondos ecológicos sólo incluyen criterios de respeto al medio ambiente en el filtro previo.
- Los criterios utilizados deben estar descritos en el folleto informativo que se depositará en la CNMV. Así mismo, se informará de las empresas en las que se ha invertido.
- La Gestora cuenta con dos formas de realizar la selección ética: puede delegar en una Comisión Ética, formada por agentes independientes, que fijará los criterios y velará por su cumplimiento, decidiendo la Sociedad Gestora en qué empresas invertir a partir de la selección realizada por la Comisión; o puede invertir en empresas que pertenezcan a algún Índice Ético o que hayan sido investigadas por una agencia de calificación. La Gestora tiene que informar a los participantes del fondo de qué forma se está realizando la selección.

La segunda propuesta es una norma de calidad y, por tanto, sólo es vinculante para las Gestoras que deseen obtener el certificado correspondiente. La norma de calidad ha sido redactada por AENOR (Norma PN165001, 2002). En ella también se aclaran las distintas denominaciones y se proponen unos requisitos generales para la certificación. El primer requisito es contar con una Comisión de Ética, formada por personas físicas o jurídicas independientes, que defina los criterios del fondo y vele por su cumplimiento. La Comisión será

la última responsable ante los participantes en el fondo y ante la gestora de la gestión ético-social del fondo.

La obtención de información puede hacerse recurriendo a agencias de calificación ética de reconocido prestigio, esto es, índices éticos o bases de datos como EIRIS o KLD, o bien el análisis puede hacerlo la propia entidad contando con información relevante. En todo caso, la Comisión Ética debe garantizar que se ha utilizado información completa y relevante. AENOR obliga también a ofrecer información periódica, no sólo sobre los resultados económicos del producto, sino también sobre sus resultados sociales (breve descripción del comportamiento social, medioambiental y ético de las empresas en las que se ha invertido) y los filtros que se han seguido.

Por último, los productos éticos deben combinar la inversión con el activismo de los accionistas: «propiciar y apoyar la gestión ética y la responsabilidad social y medioambiental de las empresas y organizaciones a las que se dirige de una u otra forma y de la propia empresas que comercializa o gestiona». Asimismo, insiste en que el precio, las comisiones y la forma en que se distribuye o comercializa también deben ser éticas.

AENOR incluye, por último, un requisito sobre los resultados económicos del producto: debe hacer compatible el cumplimiento del ideario ético con «una rentabilidad, comisiones o precio, según proceda».

La norma de INVERCO resulta más útil para evitar la selección adversa que para resolver el riesgo moral. Al no prever mecanismos de control ni castigos, el inversor sigue inerte ante una mala actuación de la Gestora a *posteriori*, en la medida que la gestora puede fijar unos indicadores demasiado laxos, o recabar información insuficiente, o de fuentes no confiables. Y quizá no se imponen sanciones, porque establecer un sistema de verificación es altamente costoso. No hay incentivos, en principio, para incurrir en esos costes.

Más acertada resulta la norma de AENOR, ya que, al obligar a la Gestora a entregar un informe de los resultados económicos, sociales y medioambientales de las empresas en las que se ha invertido, le ofrece al inversor una forma de resolver el riesgo moral. No puede valorar el esfuerzo realizado por la Gestora, pero sí el resultado de ese proceso. Esta propuesta se aproxima a un contrato de incentivos explícitos: sobre ese producto final, observable, se juzgará la actuación de la gestora. Sin embargo, esta solución no permite saber si se ha invertido en las mejores empresas, es decir, si se ha llegado a una cartera óptima desde el punto de vista social y ético.

Esta solución fue también elegida por la coalición política socialista en una propuesta de ley sobre responsabilidad social de la em-

presa (presentada con fecha 17 de abril de 2002). Esta proposición de ley no ha sido aceptada en el Congreso. En la misma proposición de Ley se incluía otra solución, también sugerida por otras organizaciones: la obligación de someterse a una auditoría por parte de un grupo independiente o la creación de un Observatorio que evalúe a los fondos éticos de inversión y de pensiones, tal como hacen NIS o Finansol. Ninguna de estas propuestas ha prosperado, quizá por su alto coste. En el momento actual de desarrollo de los fondos de inversión ética: ni el Gobierno ni el mercado tiene incentivos para establecer un Observatorio y un sistema de auditoría.

En otros países europeos la regulación se ha dirigido más a fomentar el desarrollo de este tipo de productos. En Reino Unido desde 2000, y en Alemania desde 2002, los gestores de fondos de pensiones deben informar públicamente si utilizan criterios éticos, sociales o medioambientales para seleccionar sus carteras. No están obligados a hacerlo, pero deben suministrar información tanto si lo hacen como si no. Esta ley ha llevado a que más empresas se preocupen por incluir información sobre sus resultados sociales y medioambientales en sus memorias y a que un mayor número de gestores definan sus carteras con criterios éticos y sociales. Según una encuesta reciente de Environmental Resources Management (ERM), 21 de los 25 fondos de pensiones más grandes de Reino Unido tienen previsto incorporar principios de ISR. En conjunto, estos fondos representan un tercio de toda la inversión en Bolsa británica.

6. CONCLUSIONES

Analizando detenidamente el proceso de construcción de un fondo ético, se plantea como hipótesis de trabajo que, en la inversión socialmente responsable, existen asimetrías de información con unas características específicas. En concreto, se dan dos tipos de asimetría: selección adversa (los inversores no tienen certeza de que la gestora realmente invierte en empresas socialmente responsables y no eligen este tipo de productos) y riesgo moral (el cliente no tiene la seguridad de que se ha invertido de forma coherente con los principios éticos del fondo).

En el caso de los productos de inversión ética habría dos formas de asimetría: la común a los intercambios financieros y las que se derivan de la especificidad de estos productos. Esas asimetrías deben ser eliminadas precisamente porque el inversor responsable no debe soportar más riesgo que el financiero: no tiene porqué asumir, además, el riesgo de un posible comportamiento

oportunista por parte de la gestora al crear una cartera de empresas responsables.

Para resolver la selección adversa resultan de utilidad las normas de certificación y la norma de INVERCO. Para resolver el riesgo moral, convirtiendo el esfuerzo no observable de la gestora en variable comprobable, la norma de INVERCO debería ser actualizada, para insistir más en la transparencia. En concreto, la norma debería obligar a las gestoras a informar de los criterios, los indicadores y las fuentes utilizadas para realizar el filtro ético. O bien, se puede recurrir a la solución de AENOR: la gestora debe ofrecer un resumen de los resultados sociales y económicos de las empresas en las que se ha invertido.

Estas dos propuestas tienen puntos débiles y parece mejor, en todo caso, el dejar al mercado que resuelva la asimetría a través de las agencias de calificación de fondos, o mediante la obligación de someterse a un sistema de auditoría. Sin embargo, en España no hay incentivos para que un intermediario asuma esta labor, ya que el coste de búsqueda de información y de verificación del cumplimiento es alto, y ningún partícipe está dispuesto a asumirlo. La sociedad española no demanda información y no presiona a las gestoras para que revelen detalladamente los requisitos y los procesos de construcción y comprobación del cumplimiento del fondo.

Por eso, dadas las peculiares características de los inversores responsables en España, se deben ir dando pasos para crear normas obligatorias (acompañadas de sanciones en caso de incumplimiento) que impongan mayores niveles de transparencia. Esta es la única solución en el corto plazo para clarificar el mercado de fondos éticos en España, de forma que se respeten las necesidades de los inversores responsables.

BIBLIOGRAFÍA

- BARTOLOMEO, M.; DAGA, T. *Green, social and ethical funds in Europe 2001*. www.sirigroup.es; SIRI Group Report, Multicopiado, 2001.
- DE LA CUESTA, M.; VALOR, C.; SANMARTÍN, S. *Inversiones éticas en empresas socialmente responsables*. Madrid: UNED-F. Economistas Sin Fronteras, 2002.
- MACKENZIE, C. R. *Ethical investment and the challenge of corporate reform: A critical assessment of the procedures and purposes of United Kingdom ethical unit trusts*. Tesis Doctoral, Bath: University of Bath, 1997.
- MACHO STADLER, I.; PÉREZ CASTRILLO, D. *Introducción a la economía de la información*. Barcelona: Ariel, 1994.
- MADURA, J. *Financial markets and institutions*. Saint Paul: West publishing company, 1989.

- MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1992.
- THEILES, B. «Simultaneous moral hazard and adverse selection with risk adverse agents», DT1-2000. Tarragona: Universitat Rovira I Virgili, 2002.
- VALOR MARTÍNEZ, C.; PALOMO ZURDO, R. J. Inversión socialmente responsable y economía social: hipótesis sobre las consecuencias de las asimetrías de información y criterios de regulación. En: IRIGOYEN, Gérard; TERCEÑO GÓMEZ, Antonio. *Evolución, revolución y saber en las organizaciones. XVII Congreso Anual y XIII Congreso Hispano-Francés de la Asociación Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. BORDEAUX, 4 al 6 de junio de 2003.
- WEBLEY, P.; LEWIS A.; MACKENZIE, C. R. Commitment among Ethical Investors: an Experimental Approach. *Journal of Economic Psychology*, n.º 22, 2001, p. 27-42.