



## Conferencia sobre “Inversión Socialmente Responsable (ISR) y Gobierno Corporativo” en las Jornadas sobre ISR organizadas por ESADE

CARLOS ARENILLAS LORENTE, VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

13 de diciembre de 2006

### **Inversión Socialmente Responsable y Gobierno Corporativo**

Es un placer estar en ESADE y quiero felicitar a la institución y especialmente a los autores<sup>1</sup> del informe que hoy se presenta por la calidad del mismo -en su sexto año!-.

La publicación de estudios como éste es muy necesaria para avanzar en el análisis y la reflexión sobre estos asuntos, algo que además ayuda a la toma de decisiones a nivel tanto público como privado.

El objetivo principal de mi presencia aquí es la de apoyar trabajos como el del “Observatorio de la ISR” de ESADE, esto es, apoyar la implantación de lo que denominamos la responsabilidad social corporativa (RSC) en los principios que guían en nuestro país a nuestras empresas cotizadas -y no cotizadas- y escuchar iniciativas para el fomento de la ISR. Más aún, como bien refleja el informe, cuando en España aún es mucho lo que queda por hacer si nos comparamos, por ejemplo, con nuestros vecinos europeos.

Antes de empezar, quisiera recordar que las opiniones que expresaré aquí son opiniones personales y no representan necesariamente la opinión de la CNMV que, como órgano colegiado, es acordada en el seno de su Comité Ejecutivo o Consejo. Este *disclaimer* tiene especial sentido al hablar de un tema como la responsabilidad social corporativa, donde la CNMV no tiene una competencia concreta asignada, más allá de la protección de los inversores y fomento de la transparencia en los mercados de valores, y por lo tanto, hasta ahora, tampoco ha tenido que establecer una postura concreta al respecto.

Es cierto que actualmente existe un alto consenso respecto a que las empresas, en el ejercicio de sus actividades productivas, adquieren un determinado compromiso social con el medio en el que interactúan. De hecho, son muchas las empresas que incluyen en sus acciones cuestiones relacionadas con la responsabilidad social corporativa.

---

<sup>1</sup> Daniel Arenas, Laura Albareda, María Rosario Balaguer y Carmen Ansótegui

Por otro lado, también es cierto que el compromiso social de las empresas puede ser desvirtuado y, por decirlo de algún modo, “morir de éxito”. En este sentido, han surgido algunas críticas al apoyo incondicional de las prácticas socialmente responsables, como por ejemplo en diversos artículos en medios académicos o prensa especializada. Dichas críticas nos recuerdan que tenemos que ser cautelosos al respecto y procurar que el avance realizado en la incorporación de valores sociales en las empresas no se reduzca a una simple estrategia publicitaria o a un simple maquillaje de sus actuaciones.

Me solicitaron una charla sobre la *Inversión Socialmente Responsable y el Gobierno Corporativo*. Para ello, voy a dividir mi intervención en dos partes. En primer lugar, reflexionaré sobre la relación entre el gobierno corporativo y la responsabilidad social de las empresas. Y, en segundo lugar, profundizaré en el papel de la inversión socialmente responsable como medio para impulsar la adopción de prácticas socialmente responsables, recordando brevemente la situación de la ISR en España, muy bien tratada en el informe que hoy se presenta, y que completaré aportando algunas cifras obtenidas de los registros oficiales de la CNMV.

## I

### **Gobierno corporativo y la responsabilidad social corporativa**

El Gobierno corporativo o Buen Gobierno de las Empresas (BGE) y la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) son conceptos muy amplios, cuya relación no es del todo nítida y admite ciertos matices.

El buen gobierno de las empresas trata de garantizar que el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes de una empresa tenga como resultado una justa asignación de rentas. El problema es que la asignación eficiente no responde a un proceso automático. Por un lado, existe incertidumbre en las relaciones contractuales –conocida académicamente como la teoría de los “contratos incompletos”–, dada la imposibilidad de tener en cuenta todas las contingencias futuras- y, por otro, según establece la teoría de agencia, existen asimetrías de información, con posibles conflictos de interés entre los propietarios de las empresas (accionistas) y la gestión de la empresa (directivos). Todo ello requiere para su solución del establecimiento de determinadas normas que eliminen o mitiguen los problemas comentados. Que estas normas tengan el carácter de voluntarias (por ejemplo Códigos) o imperativas (leyes) es otro aspecto de esta importante cuestión y que no abordaré hoy.

La responsabilidad social corporativa, por su parte, supone ir un paso más allá en el gobierno de las empresas al considerar no sólo los conflictos entre los accionistas y directivos, sino

también los posibles conflictos entre las empresas y el conjunto de la sociedad sobre el que actúan. Esto es, es un concepto de empresa más amplio e integrador, que considera cuestiones sociales y medioambientales, además de las puramente financieras.

Los códigos de gobierno corporativo nacieron con el objetivo de proporcionar una determinada estructura que permitiese aumentar la eficiencia del sistema y la confianza de los inversores en su funcionamiento. La transformación de los mercados de capitales y el eco de los todavía recientes escándalos empresariales fueron los principales responsables de la adopción de prácticas de buen gobierno por parte de las empresas y de su impulso público.

De un tiempo a esta parte, se ha producido un gran avance, tanto internacionalmente como en nuestro país, donde el camino recorrido ha sido notable.

En concreto, en España, el último paso realizado en cuestiones de buen gobierno tuvo lugar a principios de este año con la publicación del “Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”. El Código, como todos ustedes saben, fue realizado a instancias del Gobierno por un Grupo de Trabajo que se creó a tal efecto, bajo la dirección del Presidente de la CNMV Manuel Conthe, con participación de personas del ámbito de la administración pública y de entidades privadas, y que fue finalmente aprobado por el Consejo de la CNMV el pasado mes de mayo.

El objetivo del trabajo era refundir y actualizar las recomendaciones de los anteriores Códigos Olivencia y Aldama, teniendo a su vez en cuenta los últimos avances realizados a nivel internacional.

Partiendo de esta base, el Código Unificado no pretende abordar de forma sustantiva cuestiones de responsabilidad social de las empresas. El Código Unificado, y cito literalmente, “pone el énfasis en la defensa del interés común de los accionistas”, y no en interpretaciones más amplias del “interés social”, aunque se recuerda que “nada de esto significa que los intereses de los accionistas deben perseguirse a cualquier precio”. De hecho, se recuerda que el Consejo, además “de guiarse por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa debe velar también para que en sus relaciones con los grupos de interés o *stakeholders* la empresa respete las leyes y reglamentos, actúe de buena fe... (...) y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente.”

Existen recomendaciones de buen gobierno, como los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004)<sup>2</sup>, que son más explícitos en su inclusión de la responsabilidad social corporativa en las normas de buen gobierno. En el caso español, se prefirió simplificar el contenido del Código con el objetivo de dar una directriz clara al Consejo que facilitase la adopción de las decisiones y su evaluación<sup>3</sup>.

La transformación de los mercados de capitales, el creciente proceso de globalización y las continuas innovaciones tecnológicas son elementos que han cambiado la relación de los mercados financieros con las empresas y con la sociedad en su conjunto. Además, el impacto de las decisiones empresariales es cada vez más global e incide en la sociedad en general.

De hecho, algunas empresas han adquirido una envergadura tal que su valor de mercado supera el PIB de muchos países. Por ejemplo, la mayor empresa del mundo, según Forbes, tiene un valor de mercado igual al PIB de Dinamarca<sup>4</sup>. Ante estos datos, es claro que estas empresas, en el ejercicio de sus actividades, desarrollan un papel que supera el ámbito tradicional de los accionistas, clientes, empleados y proveedores.

Esta es la base de la teoría de los “interesados” o “stakeholders” que, frente a la teoría de los “accionistas” o “shareholders”, postula que un buen gobierno, además de solucionar los aspectos relacionados con los contratos incompletos que comentaba al principio, debe interiorizar también, al tratar de solucionar los problemas de agencia, las consecuencias de las decisiones empresariales sobre los diferentes grupos con los que se relaciona la empresa: trabajadores, clientes, proveedores y la sociedad en general. Esto es, sobre los diferentes grupos interesados, de ahí el nombre de la teoría de los “interesados” o “stakeholders”

Según lo que defiende esta teoría, la responsabilidad social corporativa condiciona las actuaciones de las empresas desde una perspectiva más amplia que la teoría de los accionistas, pues la empresa debe buscar crear riqueza para el conjunto de la sociedad y bienestar para los distintos grupos de interés a largo plazo.

Los más críticos con la teoría de los “stakeholders” sostienen que el fin último de la empresa debe ser siempre la consecución del máximo beneficio y del valor del capital para los accionistas, no dando lugar a posibles conflictos de interés entre maximizar el valor de los accionistas

---

<sup>2</sup> Se publicaron por primera vez en 1999, y actualizados en 2004.

<sup>3</sup> Aunque en la presentación del Código se explicita que el Código no aborda temas de RSC, es cierto que existen algunas recomendaciones que podrían encuadrarse dentro de la RSC, como la diversidad de género o los consejeros independientes. No obstante, estas recomendaciones no se han incluido pensando en la RSC, sino en que realmente su consideración supone una mejora para los resultados de las empresas.

<sup>4</sup> El *ranking* de Forbes pondera varios criterios. Por valor de mercado, la mayor empresa tendría un tamaño equivalente al PIB de Grecia.

o maximizar el valor social. Esto es, ante posibles conflictos, siempre debe prevalecer la maximización del beneficio para las empresas. Los elementos socialmente responsables quedan relegados únicamente al campo de la ética o de la moralidad de las actuaciones.

Por otro lado, existen pensadores que postulan que la adopción de prácticas socialmente responsables por parte de las sociedades no tiene por qué contradecirse con la maximización de beneficios, sino que, de hecho, la adopción de prácticas socialmente responsables puede ayudar a mejorar los beneficios de las sociedades. Es lo que algunos denominan curiosamente como “egoísmo comprensivo”.

Los ejemplos que apoyan este argumento son varios. Por ejemplo, parece sensato defender que el establecimiento de una política socialmente responsable puede ayudar a aumentar la reputación de la empresa, lo que redundará en una mejor valoración de la misma por parte de los consumidores e inversores y terminará por mejorar sus resultados financieros, a pesar de los posibles costes iniciales de adopción de la política social. Por otro lado, también se argumenta que una actitud socialmente responsable puede ayudar a reducir la prima de riesgo asociada a la empresa en cuestión, reduciendo por tanto el coste de su capital. Asimismo, hay estudios que documentan una relación positiva entre las políticas medioambientales y el valor de las empresas. Por ejemplo, como cita Al Gore en su documental “Una verdad incómoda” haciendo alusión a los buenos resultados de Toyota frente a los de GM o Ford, no existe una relación negativa entre seguir una política más responsable socialmente, como parece que hace Toyota con sus vehículos poco contaminantes, y los resultados empresariales.

No obstante, muchos piensan que la incorporación de criterios de responsabilidad social a la función de producción de las empresas no puede ser simplemente un medio para alcanzar un determinado fin, esto es, para maximizar beneficios. Tal y como sostiene Vicente Salas, que cuenta con diversos artículos publicados sobre la materia, la responsabilidad social corporativa debe “ser un fin por sí mismo, a través de un ejercicio de voluntad expresa de actuar de modo responsable cumpliendo con las siguientes condiciones: sancionado por los accionistas, difundido para que sea conocido por todos, y con una rendición de cuentas fiable de cómo se están consiguiendo los fines”<sup>5</sup>. En este contexto, el papel de los accionistas, inversores, y consumidores, haciendo uso de sus derechos, pueden jugar un papel muy relevante en determinar las estrategias de las empresas.

Y esto me lleva al segundo punto que quería comentarles, el papel de los inversores como impulsores de la adopción de prácticas socialmente responsables.

---

<sup>5</sup> Salas, Vicente (2005), *¿Sustituye la responsabilidad social al buen gobierno corporativo?*

## **La inversión socialmente responsable como impulsora de prácticas socialmente responsables por parte de las empresas**

El desarrollo de las economías, de sus empresas y consumidores en un mundo que es ciertamente cada vez más global también ha provocado un cambio en las decisiones de inversión por parte de los inversores. A pesar de que éstas todavía tienen un alcance limitado, no cabe duda que cada vez son más los inversores que valoran aspectos sociales en los procesos de decisión de inversión.

Hace años, el modo en que los inversores integraban las cuestiones sociales en sus decisiones de inversión seguía un enfoque más bien negativo, es decir, de rechazo de determinadas prácticas. Así, los inversores discriminaban negativamente a las empresas relacionadas con, por ejemplo, la fabricación de armamento o la vulneración de los derechos fundamentales. Actualmente, el enfoque ha cambiado y sigue una orientación positiva, primando aquellas empresas cuya gestión empresarial cumple con unos determinados estándares de calidad y compromiso con cuestiones de RSC.

El papel de los inversores puede ser muy importante en la promoción de la adopción de prácticas socialmente responsables por parte de las empresas. Los inversores, en el ejercicio del derecho de sus decisiones de voto deben ser activos y exigir, si es que así lo consideran conveniente, el seguimiento de prácticas que sean acordes con los valores éticos y sociales del conjunto de la sociedad. Este aspecto cobra especial relevancia cuando nos referimos a los inversores institucionales pues, en la medida en que representan a un colectivo de inversores, tienen determinadas obligaciones en relación al ejercicio de los derechos de voto de las participaciones que agrupan.

En España, las Instituciones de Inversión Colectiva que tienen la denominación de “Socialmente Responsables”, están autorreguladas, con la aprobación de la CNMV, por una Circular de INVERCO, la patronal del sector, de finales de 1999.

El motivo que impulsó la autorregulación fue la necesidad de clarificar al inversor final la denominación de fondo Socialmente Responsable y evitar así una posible publicidad engañosa por parte de las entidades que realizan la comercialización.

Con este objetivo de transparencia, la Circular de INVERCO delimita los grandes conceptos de la inversión socialmente responsable, pero sin entrar, por ejemplo, en los detalles de lo que se entiende por ético, que se deja a criterio de los gestores.

Así, por ejemplo, la Circular distingue entre los fondos socialmente responsables, que son aquellos que seleccionan sus decisiones de inversión en función de unos determinados criterios éticos, y los fondos denominados solidarios, que son aquellos cuya sociedad gestora dona un determinado porcentaje de la comisión percibida a entidades benéficas u otros organismos sin ánimo de lucro, pero sin que ello signifique que seleccionan sus inversiones en función de determinados valores éticos.

Asimismo, la Circular pone énfasis en las cuestiones de transparencia y difusión de información al inversor, de modo que éste tenga información suficiente para la libre toma de decisiones.

En un principio, la autorregulación seguida por el sector parece suficiente para garantizar un adecuado grado de protección de los inversores, aunque los cambios y tendencias que se observan en el mercado requieren de una atención constante por parte de la CNMV para estar atentos a posibles demandas futuras. El enfoque seguido en España es acorde con la visión tradicional de la ISR que potencia los fondos de inversión socialmente responsables como un producto diferenciado de los fondos de inversión tradicionales. No obstante, también es cierto que, cada vez más, se aboga por un concepto más amplio, que conlleva un papel más activo por parte de los inversores en todo su conjunto de decisiones de inversión.

Es posible que deban explorarse avances al respecto. Para ello, se contaría con el claro apoyo de la CNMV en colaboración con los inversores e intermediarios. A corto plazo, por ejemplo, la CNMV estudiará la posibilidad de ofrecer en su página web un acceso específico a los datos de este tipo de fondos de modo que, aunque no existe un registro oficial de IIC socialmente responsables, se avance para mejorar la difusión de información y aumentar la transparencia sobre este tipo de fondos.

Tal y como me comprometí al comienzo de mi intervención voy a aportar algunas cifras sobre los fondos socialmente responsables en España registrados en la CNMV actualmente, que actualizan la buena fotografía del sector que ofrece el informe que hoy se nos presenta. No obstante, antes quisiera hacer dos matizaciones al respecto. Por un lado, que no existe un registro oficial e independiente de estas IIC en la CNMV y, por otro lado, que estos datos establecen un mínimo en la ISR en España, pues sólo tiene en cuenta las IIC que se definen como tal, sin considerar el resto de inversión socialmente responsable que puede producirse por otras vías, de forma indirecta.

Dicho esto, el tamaño de la industria, si se mide en relación al total del sector de la inversión colectiva en España es todavía reducido.

Tomando como referencia el cierre del pasado mes de octubre, existen en la CNMV 18 instituciones de inversión colectiva registradas como instituciones socialmente responsables (16 fondos de inversión y 2 SICAVs). Mientras que el número de fondos registrados en la CNMV supera los 2,800 (sin contar con las 3.000 SICAVs).

En términos de patrimonio, las conclusiones son parecidas. El patrimonio de los fondos de inversión socialmente responsable alcanzaba a finales de octubre los 1.155 millones de euros, apenas el 0,40% del total del patrimonio invertido en IICs. Además, existe una alta concentración, con un único fondo que aglutina el 70% de la inversión socialmente responsable.

No obstante, por ver la parte positiva, a lo largo de 2006 han surgido datos alentadores. El sector muestra una tendencia alcista, con dos nuevos fondos registrados. Además, el patrimonio total gestionado ha aumentado 120 millones de euros lo que representa un 11,5% y nada menos que un 57% si excluimos el fondo de mayor patrimonio al que antes hacía referencia. Uno de ellos, por ejemplo, pondera positivamente aquellas compañías españolas con buena calificación en su gobierno corporativo. Además, se relanzaron con una nueva política dos fondos más.

A estos dos fondos hay que sumar la muy reciente incorporación al registro de la CNMV de un fondo especialmente dedicado a la inversión en instituciones microfinancieras y por tanto encuadrable dentro de un apartado específico de inversión socialmente responsable que, por su inversión en activos financieros no cotizados, ha tenido que adoptar la forma de IIC de Inversión Libre, por cierto, la primera que se inscribe en España.

## **Y ya termino**

Vivimos en un mundo cerrado, con una población creciente y cada día se evidencian más los límites de los recursos con los que contamos, límites que solo el proceso de innovación científica y técnica podrían extender. Además, las desigualdades en la distribución de la renta a nivel mundial revelan cada vez más problemas de naturaleza muy compleja. El fenómeno conocido como globalización acelera la necesidad de afrontar cambios que afectan a consumidores, inversores y empresas. La nueva dimensión de muchas empresas, cuyas actuaciones son cada vez más globales y afectan a grupos muy diversos, plantean de forma, yo diría que acuciante, retos de cuya importancia es difícil discrepar. Ante esta situación, debemos explo-



rar nuevos caminos que ayuden a encauzar las preocupaciones sociales y medioambientales de una creciente parte de la sociedad. La RSC, la ISR y el BG de las empresas deben jugar un papel creciente en la solución de muchos de estos problemas y cuestiones.

Por simplificar, en mi opinión, la implantación de prácticas socialmente responsables puede ser canalizada por tres vías distintas:

- i) mediante actuaciones por el lado de la oferta, esto es, siendo las propias empresas las que voluntariamente lideren la incorporación de criterios de RSC a sus actuaciones (aquí entrarían actuaciones de impulso para incluir la RSC a las prácticas de gobierno corporativo).
- ii) mediante actuaciones por parte de la demanda, esto es, dotando de protagonismo a los accionistas, inversores y consumidores en general, cuya capacidad de influencia es clave (y aquí entraría el desarrollo de la ISR...)
- iii) y, finalmente, mediante la actuación por parte de los poderes públicos, haciendo uso de las herramientas de las que dispone.

Entre las distintas opciones, **no excluyentes entre sí**, la demanda de los inversores es un buen modo de promover la adopción de prácticas socialmente responsables por parte de las empresas, pues desempeñan un papel importante en la oferta de incentivos. Para ello, es clave dotarla de información clara que permita a los inversores elegir de forma crítica y fundada.

Asimismo, desde instancias públicas cada vez es mayor la atención dedicada a estas cuestiones. Un ejemplo próximo lo encontramos en España en la subcomisión del Congreso de los Diputados creada para potenciar y promover la responsabilidad social de las empresa, cuyo informe se ha presentado esta mañana, o, en el ámbito europeo, la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y la Comité Económico y Social para hacer de Europa un polo de excelencia de la responsabilidad social de las empresas.

La adopción de prácticas socialmente responsables y el gobierno corporativo son conceptos compatibles, que tenderán a interactuar cada vez más en el futuro. En España, por el momento, se conocen, pero tienen que dar más pasos para avanzar juntos en la misma dirección.

Tenemos un importante camino por recorrer en el que debemos implicarnos todos. Como he comentado anteriormente, la CNMV ofrece su colaboración y apoyo, en la medida de sus posibilidades y competencias, para avanzar en la materia.

Confío en que año a año el balance será cada vez más positivo.

Gracias por su amable atención.

