

---

**ESADE**

Universidad Ramon Llull

**BBVA**

INSTITUTO  
DE INNOVACIÓN  
SOCIAL

---

# Observatorio 2008

## de la Inversión Socialmente Responsable

Evolución del mercado  
Fondos de pensiones de empleo  
FTSE4GoodIBEX y otros hechos destacables



Laura Albareda | María Rosario Balaguer | Daniel Arenas





# Observatorio 2008

## de la Inversión Socialmente Responsable



*Este libro ha sido impreso en papel de fibras 100% recicladas post-consumo.  
Homologado internacionalmente con certificados NAPM, Cisne Nórdico, Ángel Azul y Eco-etiqueta Europa.*

Diseño y producción | Gráficas 94 S.L.  
Depósito Legal | B-28891-2008  
ISBN | 978-84-88971-19-7

**ESADE**

**BBVA**

**Universidad Ramon Llull**

**INSTITUTO  
DE INNOVACIÓN  
SOCIAL**

# Observatorio 2008

## de la Inversión Socialmente Responsable

Evolución del mercado

Fondos de pensiones de empleo

FTSE4GoodIBEX y otros hechos destacables



# Índice

|  |            |
|--|------------|
| Presentación   | 9          |
| Introducción: estado de la cuestión y tendencias en el mercado   | 11         |
| <b>1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo</b>          | <b>13</b>  |
| 1.1 La Inversión Socialmente Responsable en España   | 13         |
| 1.2 El lanzamiento del índice FTSE4Good IBEX   | 24         |
| 1.3 La Inversión Socialmente Responsable en Estados Unidos   | 35         |
| 1.4 <i>Venture capital</i> para la sostenibilidad en Europa  | 45         |
| <b>2. Los fondos de pensiones en España y la evolución de la ISR</b>                                     | <b>53</b>  |
| 2.1 Introducción   | 53         |
| 2.2 Marco general  | 53         |
| 2.3 Fondos de pensiones en España  | 61         |
| 2.4 Experiencias internacionales   | 66         |
| 2.5 Fondos de pensiones de empleo en España: estrategias de adopción de la ISR                           | 68         |
| 2.6 Estudio de casos   | 73         |
| 2.7 Lecciones sobre la ISR en los fondos de pensiones de empleo  | 103        |
| <b>3. La ISR en España: hechos importantes acerca de su evolución durante 2007-2008</b>                  | <b>107</b> |
| 3.1 La creación de SpainSIF  | 107        |
| 3.2 Intermón-Oxfam actúa como accionista activo para defender los derechos de los pueblos indígenas      | 107        |
| 3.3 La actividad de los fondos de pensiones de empleo en relación con la integración de criterios de ISR | 108        |
| 3.4 La emergencia de nuevos fondos   | 110        |
| Conclusiones   | 111        |
| Instituciones de inversión colectiva ISR en España   | 117        |
| Bibliografía   | 123        |





# Presentación

En esta nueva edición del Observatorio centramos la atención en los fondos de pensiones de empleo, que, pese a ser uno de los motores de la inversión socialmente responsable (ISR) en todo el mundo, aún no se habían estudiado en relación con el caso español. La metodología empleada permite analizar qué factores llevan a que los fondos de empleo incorporen criterios ISR y cómo lo hacen. Entre los factores clave sobresalen la confluencia de voluntades de los distintos actores implicados y el intercambio constante de información entre ellos.

Además de este estudio en profundidad se ofrecen, como cada año, los datos del mercado *retail* de la ISR en España y en Estados Unidos (este año no se incluyen datos europeos, porque se alternan anualmente los correspondientes a Europa y a Estados Unidos). Los datos en nuestro país siguen sin ser halagüeños, pero hay que conocerlos. Como contraste, se repasan algunas de las noticias más significativas del año en torno a la ISR en España, como la creación de *FTSE4GoodIbex* y el desarrollo de SpainSIF, que nos dan señales más esperanzadoras. Finalmente, se exponen otras iniciativas del mundo de la ISR, como el capital riesgo para la sostenibilidad.

No podemos dejar de referirnos en esta presentación al momento histórico que está viviendo el mundo financiero. Es todavía incierto el efecto de la actual crisis financiera global sobre la ISR. Ahora bien, dada su gravedad, cabe pensar que no será un impacto menor. De hecho, se la ha equiparado al crack del 29, y está por ver si significará, como también se ha dicho, una especie de caída del muro de Berlín para el capitalismo. En cualquier caso, pocos podían imaginar que iban a presenciar episodios como la caída de Lehman Brothers, uno de los dos bancos de inversión más grandes del mundo, o la nacionalización por parte del Gobierno de Estados Unidos de AIG, la mayor aseguradora del mundo.

Todo ello debería reforzar la ISR, puesto que algunas de las causas de la crisis tienen que ver con viejos conocidos como la codicia, la imprudencia y la negación de la evidencia. La prolongación de la crisis (empezó en abril de 2007 y está por ver cuánto dura) se debe también en parte a la falta de transparencia de las grandes entidades financieras y al temor de los bancos centrales a exigiársela. Por otro lado, en vez de la visión de triple cuenta de resultados, se ha impuesto una visión demasiado estrecha y ambiciosa de los objetivos empresariales, que exige resultados inmediatos a los empleados y deja de lado las consecuencias y los riesgos.

Sin embargo, la crisis también puede hacer que el mundo de la ISR tenga que replantearse sus instrumentos y criterios. Según algunas voces, instrumentos como el social *screening* no están funcionando suficientemente bien, pues se centran en descartar algunos sectores con un impacto muy visible sobre la sociedad y el medio ambiente, o

utilizan parámetros relativamente fáciles de medir, como la diversidad en el consejo de administración. En cambio, no tienen en cuenta el impacto real que puede tener la actividad irresponsable en ámbitos en apariencia más limpios, como la banca de inversión, aunque cumplan todos los parámetros exigidos. Casi todas las compañías que se han visto afectadas por esta crisis estaban en la lista de empresas recomendadas o aprobadas. En cualquier caso, la crisis explotó con toda su fuerza cuando este Observatorio estaba ya finalizado y es demasiado pronto para hacer un análisis sosegado acerca de sus efectos sobre la ISR.

**Daniel Arenas**

*Responsable de investigación  
Instituto de Innovación Social  
Universitat Ramon Llull - ESADE*

## Introducción: Estado de la cuestión y tendencias del mercado

La salud de la ISR en España continúa siendo muy frágil. Es más, incluso ha empeorado durante el año 2007, si nos atenemos a los datos sobre volumen de patrimonio y partícipes, y es probable que la tendencia negativa haya continuado durante el año 2008.

Sin embargo, a pesar de los malos datos, se puede afirmar también que a lo largo de 2007 y el primer semestre de 2008 se han ido sucediendo diferentes movimientos que nos invitan a ser algo más positivos en el análisis del desarrollo de este movimiento en España.

En primer lugar, se ha lanzado el primer índice financiero socialmente responsable que analiza específicamente las empresas del mercado español: el *FTSE4Good IBEX*. Se trata de un índice que forma parte de una familia de índices sostenibles con una importante trayectoria e impacto en los mercados financieros. Por esta razón, este nuevo índice ha tenido un gran impacto entre las empresas cotizadas en España, que se han interesado por formar parte de él y cumplir los estándares que analiza. El impacto también es importante entre los gestores de inversión y en la comunidad de ISR, pues ahora disponen de un nuevo instrumento que les permite avanzar en el desarrollo de productos y servicios. Las empresas tienen un índice *benchmark* gracias al cual pueden comparar su comportamiento con el de sus competidores en España y en el resto de los mercados. El proceso de análisis de las empresas preseleccionadas por el índice es un proceso complejo que en este Observatorio vamos a desplegar para dar a conocer su funcionamiento y su importancia en el impacto en los mercados, desde el punto de vista financiero y social.

En segundo lugar, se han sentado las bases para la creación de un nuevo Foro para la Inversión Socialmente Responsable en España, SpainSIF. Se trataría de un foro que, como sucede en el resto de los países donde los mercados ISR son importantes, agrupa a la comunidad inversora en torno a la ISR: gestores de fondos, analistas financieros, inversores institucionales, ONG, sindicatos, organizaciones de consumidores, instituciones financieras y otros. Este tipo de foros ISR trabaja con el objetivo de difundir la ISR principalmente entre los posibles inversores, apoya a los gestores de inversión y facilita los mecanismos necesarios para el desarrollo de la ISR. Eurosif reúne los diferentes foros ISR en Europa, lo que la convierte en la red que engloba y conecta la comunidad ISR.

En tercer lugar, hemos visto cómo algunos de los fondos de pensiones de empleo en España están adoptando nuevas medidas para integrar criterios de responsabilidad social y medioambiental en sus políticas de inversión. A este respecto, analizaremos las iniciativas que han emergido en España en el último año. Se trata de una buena señal, porque los fondos de pensiones ISR han sido uno de los principales instrumentos de inversión que han impulsado la ISR en Europa, y también en Estados Unidos. Entre estos fondos de pensiones encontramos fondos de pensiones corporativos, fondos de pensiones de administraciones públicas y fondos de pensiones de uni-

versidades e instituciones sociales. Lo que destaca en las conclusiones de esta investigación es:

1. La importancia de la colaboración, la coordinación y la transparencia entre los tres actores principales: la comisión de control, el promotor y el gestor del fondo.
2. La necesidad que las comisiones de control tomen un papel activo en la toma de decisiones sobre la gestión de la cartera integrando criterios y estrategias de ISR, para lo cual las comisiones necesitan información y formación.
3. La importancia del papel de los gestores para ofrecer opciones y estrategias concretas de inversión social y medioambientalmente responsable. Esto puede ser a través de la inversión en fondos y SICAV ISR, la aplicación de técnicas de preselección de la cartera de los valores más sostenibles, la participación en juntas de accionistas o la aplicación de políticas de diálogo con las empresas (*engagement*).

En España existe un volumen pequeño pero significativo de fondos de pensiones de empresa que llevan algunos años adoptando criterios de responsabilidad social, sostenibilidad y, cada vez más, gobierno corporativo. En este Observatorio se presenta su estudio, profundizando en dos casos concretos.

El presente Observatorio se divide en cuatro grandes apartados:

1. En el primer apartado, analizamos la evolución del mercado de la ISR en España y en Estados Unidos. Asimismo, se incluye una introducción a los instrumentos de capital riesgo que invierten en empresas sostenibles en Europa.
2. En el segundo apartado, se ofrece un primer estudio sobre los fondos de pensiones que incorporan criterios de responsabilidad social, sostenibilidad y gobierno corporativo y que actúan cada vez más como accionistas activos participando en el gobierno de las empresas en que participan.
3. En el tercer apartado, vamos a analizar los hechos más relevantes que nos permiten entender la evolución del mercado de la ISR en España.
4. Finalmente, ofreceremos unas conclusiones sobre el futuro de la ISR en España y su integración en los mercados mundiales de la ISR.

# 1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo

Hoy en día, existe una mayor presión social para que las empresas desarrollen un comportamiento más responsable, motivada en buena parte por los escándalos protagonizados por grandes corporaciones vinculados a la falta de transparencia y ética. En este sentido, es un hecho indiscutible que el mercado valora cada vez más los activos intangibles de la empresa (responsabilidad social, reputación, buen gobierno, sostenibilidad, etc.), de manera que las nuevas estrategias empresariales van dirigidas a gestionar adecuadamente estos activos para atraer nuevo capital e inversión.

En este contexto, la ISR ha experimentado en los últimos años un avance importante en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, en España, un año más, debemos afirmar que presenta un retraso considerable respecto a otros países europeos, que afecta tanto a la oferta como a la demanda. En nuestro país, el desarrollo de la ISR tuvo su punto de inflexión en 1999, con la aparición de la mayoría de las IIC de ISR, pero en la actualidad no deja de ser un sector marginal, por lo que respecta al volumen porcentual de capital en fondos gestionados con estos criterios, pues la cifra de fondos gestionados con criterios ISR en 2007 alcanza solo un 0,3% del capital invertido en fondos de inversión en el mercado retail en España, una disminución importante respecto al año anterior, cuando esta cifra representaba el 0,42%.

En este marco de actuación, se necesita un replanteamiento de las estrategias planteadas por las instituciones financieras que gestionan o comercializan estos fondos en el mercado español. A este respecto, es preciso considerar, como está sucediendo en otros mercados europeos, que el desarrollo del mercado institucional ISR, sobre todo el vinculado a los fondos y planes de pensiones, es una estrategia fundamental para dinamizar el mercado. A la vez, los gestores más innovadores deben vincular la ISR a una inversión sostenible que valora las empresas por su comportamiento a largo plazo y evita los riesgos de invertir en valores no sostenibles.

En los epígrafes que siguen presentamos un análisis más detallado de la evolución seguida por los fondos ISR en el mercado financiero español.

## 1.1 La Inversión Socialmente Responsable en España

A finales del año 2007, encontramos en el mercado financiero español 61 IIC socialmente responsables, 19 de ellas gestionadas por instituciones gestoras en España y 42 gestionadas por instituciones gestoras extranjeras<sup>1</sup>. Si comparamos estas cifras con el número de fondos ISR en 2006 (53 en total), se observa que a lo largo del año 2007 se ha producido un incremento del 15,09% respecto al número de fondos ISR comercializados en España en el año anterior, un dato destacable, especialmente en un período de crisis financiera como el actual.

Así, durante el año 2007 ha aparecido una nueva IIC socialmente responsable gestionada en España: Santander Responsabilidad Bolsa, FI, cuya políti-

1 En esta edición del Observatorio se han excluido de los datos los fondos que son solidarios, pero que no integran políticas de ISR en su gestión y que, por lo tanto, no realizan preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social, sino que se limitan a dar una parte de la comisión de gestión a organizaciones sin ánimo de lucro.

ca de inversión se basa en excluir de su cartera aquellas empresas que actúan en contra de los principios y valores recogidos por la doctrina social de la Iglesia Católica. El índice de referencia de dicho fondo será el FTSE4 Good. Por otra parte, cabe destacar que, a finales de 2007, el fondo Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI cambió de denominación y pasó a llamarse Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI. También en 2007 el fondo Santander Responsabilidad, FI cambió de denominación, para pasar a llamarse Santander Responsabilidad Conservador, FI.

Por lo que respecta a las IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, a finales del año 2007 se comercializan en España 42 IIC socialmente responsables gestionadas en otros países europeos. Se observa, por tanto, un positivo incremento respecto al número de IIC del año 2006, puesto que se han incorporado al mercado financiero español 8 nuevas IIC socialmente responsables extranjeras. Así, la sociedad gestora Axa Investment ha introducido dos nuevas IIC: Axa World Fund Clean Tech y Axa World Fund Human Capital. Por su parte, Dexia Asset Management, en 2007, ha empezado a comercializar en nuestro país un nuevo fondo: el Dexia Equities L Sustainable Green Planet, cuya estrategia de inversión se centra en temas relacionados con el medio ambiente (energía, cambio climático y gestión de residuos). Asimismo, durante el año 2007 las entidades DWS Investments, ING Investments y Fortis Investments han introducido nuevos fondos en el mercado financiero español: el DWS Invest Climate Change, el ING (L) Renta Fund Sustainable Fixed Income y el Fortis L Fund Bond SRI Euro, respectivamente. Finalmente, cabe destacar la introducción en el mercado financiero español de dos fondos de la entidad Crédit Agricole Asset Management: el CAAM Funds Aqua Global y el CAAM Funds Euro SRI.

La incorporación de estos fondos al mercado financiero español, como apuntábamos en el Observatorio del año pasado, no deja de ser un dato notablemente positivo para el desarrollo de la ISR en nuestro país y, sobre todo, una clara muestra de que la ISR tiene futuro en España.

Este dinamismo de los fondos ISR también se ha visto reflejado en algunos cambios estructurales de los fondos. Así, por ejemplo, durante el año 2007, el fondo Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability ha cambiado de denominación, ya que se ha fusionado con el fondo Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy y ha adoptado esta nueva denominación. Asimismo, el fondo Dexia Sustainable Accent Social ha cambiado de denominación y ha pasado a llamarse Dexia Sustainable World, que al mismo tiempo ha absorbido el fondo Dexia Sustainable World Large Caps. En lo que respecta al fondo DWS Invest Sustainability Leaders LD, durante 2007 cambió de denominación y pasó a llamarse DWS Invest Responsibility. Finalmente, cabe destacar que el fondo Pioneer Funds-Activest Ecotech también ha cambiado de denominación y ha pasado a llamarse Pioneer Funds-Global Ecology.

### 1.1.1 Patrimonio

De acuerdo con los resultados que se presentan en la tabla 1, el volumen de patrimonio del conjunto de las IIC socialmente responsables en España ha aumentado de manera considerable durante el año 2007. Sin embargo, cabe matizar que este incremento viene motivado exclusivamente por el destacable aumento de patrimonio que han registrado las IIC extranjeras comercializadas en España, que han duplicado su patrimonio (de 3.578.274 miles de euros en 2006 a 6.700.768 miles de euros en 2007).

Así, en lo que respecta a las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, la situación es bien diferente, pues se ha registrado un significativo descenso del volumen de patrimonio: se ha pasado de 1.125.100 miles de euros en 2006 a 937.668 miles de euros en 2007<sup>2</sup>. Por tanto, el descenso en 2007 respecto al año 2006 es del 16,66%. Una de las razones que pueden explicar esta disminución del volumen de patrimonio es el impacto de la crisis financiera que se inició en 2007 en Estados Unidos (conocida como la *subprime mortgage crisis*) y que afectó y continúa afectando de forma negativa a la industria de los fondos de inversión.

Profundizando en el análisis del mercado financiero español, es destacable, un año más, el importante volumen de patrimonio que aporta el BBVA Extra 5 II Garantizado, FI. Se trata de un fondo garantizado que preselecciona las empresas del índice financiero *FTSE4Good Global 100 Index*.<sup>3</sup> Esta IIC cuenta con un patrimonio muy superior al del resto de las IIC socialmente responsables, sobre todo porque es una IIC garantizada, uno de los productos que ha alcanzado mayor éxito comercial en los últimos años. Si excluyésemos el valor de esta IIC,<sup>4</sup> el volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables, a fecha de 31 de diciembre de 2007, ascendería a 249.595 miles de euros.

A 31 de diciembre de 2007, el patrimonio total de los fondos de inversión mobiliarios domiciliados en España ascendía a 255.040.946 miles de euros. Así pues, el patrimonio de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España suponía, en esa fecha, el 0,37% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España<sup>5</sup>. Entre 2006 y 2007, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España registró una disminución del 5,65%, mientras que la disminución patrimonial de los fondos ISR entre 2006 y 2007 fue del 16,70%, un porcentaje muy superior, por tanto, al del total de los fondos de inversión mobiliarios.

Finalmente, por lo que respecta a las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, debemos señalar que, como en años anteriores, no disponemos de los datos concretos del patrimonio invertido por partícipes en España, ya que las cifras son globales<sup>6</sup>. No obstante, sabemos que estas IIC no cuentan con muchos partícipes en nuestro país.

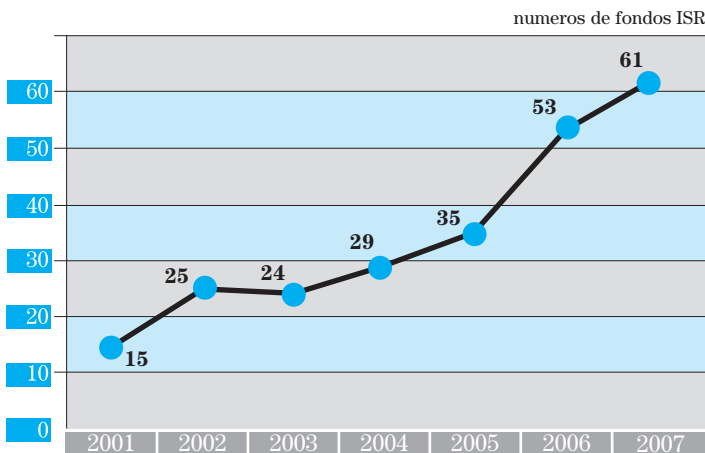
2 Si comparamos los datos obtenidos en este informe con los datos presentados por el informe Eurosif (2008) European SRI Study 2008 para España, observamos importantes diferencias en los resultados. En primer lugar, el informe de Eurosif cifra el Core SRI en España en 1,44 billones € y el Broad SRI en 29,31 billones €; en total, 30,75 billones € en el mercado ISR. De estos, el 96% del Broad SRI market está concentrado, según se explica en el informe, en un solo actor institucional. La diferencia entre el Core SRI de 1,44 billones €, según Eurosif, y 937.668 miles de euros, según este informe, radica en que en el Core SRI, además de los fondos del mercado retail, se suman algunos fondos de pensiones del mercado institucional que aplican ethical exclusions y positive screening, que nosotros no contabilizamos en este informe que solo incluye los fondos del mercado retail. En el siguiente apartado damos datos sobre los fondos institucionales.

3 Según se describe en su folleto, la política de inversión del fondo se dirige a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad referenciado a la media de las rentabilidades, positivas o negativas, obtenidas por los cinco valores que peor comportamiento tengan dentro de una cesta de 25 valores en el periodo comprendido entre el 12 de enero de 2004 y las fechas de valoración de los diferentes años de posible vencimiento anticipado. La cesta de la que se seleccionan los cinco valores con peor comportamiento está compuesta por 25 valores de distintos sectores y mercados que corresponden a las 25 compañías con mayor peso a 25 de septiembre de 2003 del FTSE4Good Global 100 Index, el cual a su vez selecciona las cien compañías con mayor capitalización bursátil del FTSE4 Good.



En general, sin embargo, se observa un extraordinario incremento del volumen de patrimonio del total del capital invertido en estas IIC: se ha pasado de 3.578.274 miles de euros en 2006 a 6.700.768 miles de euros en 2007. Este incremento obedece fundamentalmente al importante volumen de patrimonio que han aportado dos fondos: el Pioneer Funds - Global Ecology, que ha pasado de 210.940 miles de euros en 2006 a 1.422.700 miles de euros en 2007, y el UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators, que ha pasado de 219.240 miles de euros a 1.014.470 miles de euros. En ambos casos, parece que las entidades gestoras han hecho una apuesta firme por impulsar los criterios de RSE y de sostenibilidad entre sus inversores.

**Figura 1. Evolución del número de fondos ISR en España (2001-2007)**

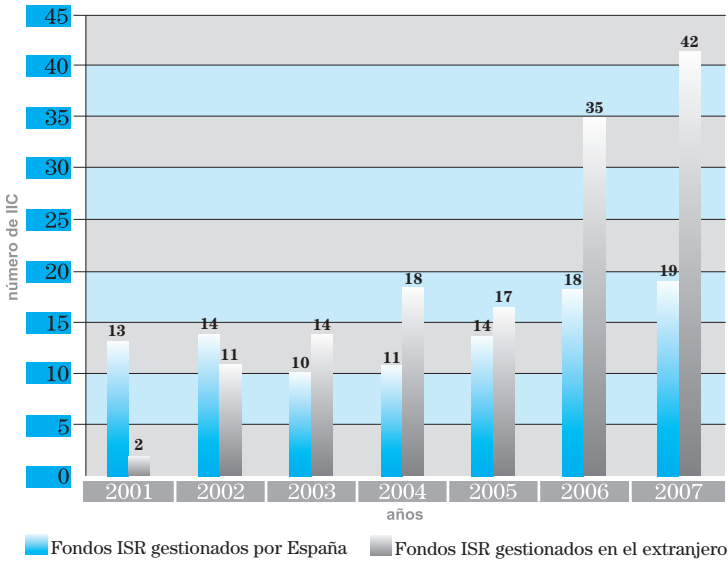


4 Puesto que el patrimonio de esta IIC influye de forma muy significativa en el resultado, consideramos importante comparar estos datos con los obtenidos en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, una vez excluido el valor del patrimonio de BBVA Extra 5 II Garantizado, FI.

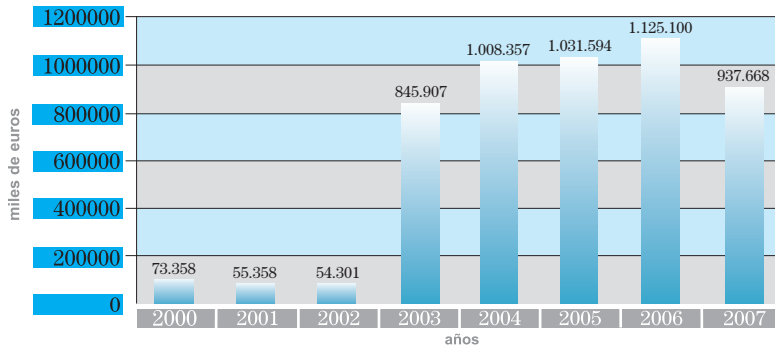
5 CNMV, Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2007, cap. 2.9: "Fondos de inversión mobiliarios: número, participes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo" <<http://www.cnmv.es>>. Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los fondos de inversión ISR y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español. Los datos de la CNMV se refieren a los fondos de inversión mobiliaria y no incluyen las SICAV. Obsérvese que, entre los fondos de inversión ISR, figura una SICAV: Urquijo Cooperación, SICAV.

6 No se pueden obtener datos desagregados por países.

**Figura 2. Evolución del número fondos ISR comercializados en España (2001-2007)**



**Figura 3. Evolución del volumen de patrimonio invertido en los fondos ISR gestionados en España (2000-2007)**



**Tabla 1. Instituciones de inversión colectiva socialmente responsables registradas en la CNMV.**

Evolución del volumen de patrimonio (período 2000-2007) (1)

| IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (2)    |                |                |                |                |                  |                  |                  |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|----------------|
| Denominación de la IIC   | Año 2000       | Año 2001       | Año 2002       | Año 2003       | Año 2004         | Año 2005         | Año 2006         | Año 2007       |
|  | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros   | miles de euros   | miles de euros   | miles de euros |
| Ahorro Corporación Responsable 30, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 6.391            | 4.353          |
| BBK Solidaria, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | 3.408            | 5.125            | 7.036          |
| BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI   | -              | -              | -              | -              | 76.227           | 69.399           | 52.001           | 29.886         |
| BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI  | 7.979          | 7.935          | 7.155          | 6.051          | 5.876            | 5.581            | 4.809            | 8.620          |
| Caixa Catalunya Europa Valor, FI   | -              | -              | -              | -              | 4.272            | 10.602           | 7.536            | 6.011          |
| Caja Ingenieros Mundial ISR, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 7.015            | 5.210          |
| CAM Fondo Solidaridad, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | 600              | 7.196            | 10.946         |
| Compromiso Fondo Ético, FI   | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 8.421            | 12.642         |
| Corporate Governance Spain Fund, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 474              | 26             |
| Foncaixa Cooperación, FI   | 13.727         | 9.811          | 7.360          | 6.739          | 6.878            | 8.161            | 8.909            | 6.714          |
| Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI   | -              | -              | -              | -              | -                | 2.963            | 6.626            | 3.563          |
| Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI  | 10.121         | 9.441          | 9.359          | 8.761          | 10.078           | 14.978           | 15.925           | 16.095         |
| Fondo Solidario Pro Unicef, FI   | 19.059         | 12.137         | 8.034          | 6.116          | 4.915            | 4.098            | 3.947            | 4.468          |
| Santander Dividendo Solidario, FI  | 18.355         | 13.146         | 8.681          | 7.499          | 5.995            | 21.555           | 63.182           | 55.116         |
| Santander Responsabilidad Bolsa, FI  | -              | -              | -              | 23.224         | 28.039           | 42.708           | 42.016           | 3.120          |
| Santander Responsabilidad Conservador, FI  | -              | -              | -              | -              | -                | -                | -                | 35.893         |
| Urquijo Cooperación, SICAV   | -              | -              | 12.452         | 21.281         | 14.124           | 18.347           | 16.657           | 14.658         |
| Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI  | -              | -              | -              | 467            | 10.184           | 15.235           | 83.665           | 25.238         |
| BBVA Extra 5 II Garantizado, FI  | -              | -              | -              | 762.520        | 841.769          | 813.959          | 785.205          | 688.073        |
| <b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA</b> | <b>69.241</b>  | <b>52.470</b>  | <b>53.041</b>  | <b>842.658</b> | <b>1.008.357</b> | <b>1.031.594</b> | <b>1.125.100</b> | <b>937.668</b> |

(1) Los datos correspondientes al patrimonio de las IIC se refieren al volumen de patrimonio al cierre del período anual (31 de diciembre de 2007). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.

(2) Para poder clasificar adecuadamente las IIC socialmente responsables en España, en este Observatorio ofrecemos dos tablas con cálculos separados. En la primera tabla se contabilizan las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España; en la segunda, las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, pero sí comercializadas en nuestro país.

A continuación presentamos el volumen de patrimonio a 31 de diciembre de 2007 de las IIC socialmente responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España:

| <b>IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, no domiciliadas ni gestionadas en España (3)</b> |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Denominación de la IIC   | Año 2000       | Año 2001       | Año 2002       | Año 2003       | Año 2004       | Año 2005       | Año 2006       | Año 2007       |
|  | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros | miles de euros |
| ABN AMRO Funds - Sustainable Global Equity Fund  | -              | -              | 6.700          | 5.600          | 4.600          | 46.500         | 60.696         | 50.000         |
| Aviva Morley - European Socially Responsible Equity Fund   | -              | -              | -              | 14.274         | 10.425         | 37.400         | 68.273         | 94.396         |
| Axa World Fund Clean Tech  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 35.740         |
| Axa World Fund Development Debt  | -              | -              | 4.680          | 18.810         | 19.488         | 16.850         | 18.140         | 15.800         |
| Axa World Fund Human Capital   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 20.957         |
| CAAM Funds Aqua Global   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 45.980         |
| CAAM Funds Euro SRI  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 28.310         |
| Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy  | 66.410         | 128.370        | 76.860         | 56.640         | 44.910         | 45.340         | 43.710         | 193.470        |
| Dexia Equities L Sustainable Green Planet  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 10.470         |
| Dexia Equities L World Welfare   | -              | -              | 25.485         | 42.464         | 50.281         | 71.700         | 78.030         | 84.330         |
| Dexia Sustainable EMU  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 48.020         | 28.190         |
| Dexia Sustainable Euro Bonds   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 261.810        | 258.440        |
| Dexia Sustainable Euro Corporate Bonds   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 121.310        | 107.820        |
| Dexia Sustainable Euro Government Bonds  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 303.890        | 343.490        |
| Dexia Sustainable Euro Long Term Bonds   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 104.320        | 89.230         |
| Dexia Sustainable Euro Short Term Bonds  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 200.700        | 205.260        |
| Dexia Sustainable Europe   | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 245.250        | 259.470        |

(3) El patrimonio de estas IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas fuera de España nos informa del capital invertido en todos los países donde se comercializan, y no solo en España. Por esta razón, no podemos agregar los datos a los de las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España.

|  |               |                |                |                |                |                  |                  |                  |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| Dexia Sustainable European Balanced High   | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 86.960           | 79.020           |
| Dexia Sustainable European Balanced Low  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 169.090          | 212.900          |
| Dexia Sustainable European Balanced Medium   | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 429.420          | 437.200          |
| Dexia Sustainable World  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 106.340          |
| Dexia Sustainable World Bonds  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 27.580           | 28.200           |
| DWS Invest Climate Change  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 156.300          |
| DWS Invest Responsibility  | -             | -              | -              | -              | 16.750         | 21.200           | 12.200           | 61.100           |
| European Responsible Consumer Fund   | -             | -              | -              | -              | 50.932         | 56.000           | 32.935           | 30.865           |
| Fortis L Fund Bond SRI Euro  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 77.750           |
| Fortis L Fund Equity SRI Europe  | -             | -              | -              | 11.400         | 11.500         | 15.670           | 56.920           | 107.460          |
| Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe   | -             | -              | -              | -              | 195.200        | 172.490          | 143.370          | 126.450          |
| Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe   | -             | -              | -              | -              | 44.900         | 46.940           | 45.520           | 38.980           |
| Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe  | -             | -              | -              | -              | 123.300        | 109.010          | 101.370          | 89.280           |
| ING (I) Invest Sustainable Growth Fund   | -             | -              | 27.240         | 30.570         | 30.420         | 32.670           | 35.660           | 187.930          |
| ING (I) Renta Fund Sustainable Fixed Income  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | -                | 254.670          |
| Mellon European Ethical Index Tracker  | -             | -              | 10.400         | 11.920         | 16.140         | 21.200           | 16.320           | 16.170           |
| Pictet Funds - European Sustainable Equities   | -             | -              | 37.100         | 26.600         | 40.200         | 61.400           | 165.000          | 160.000          |
| Pioneer Funds - Global Ecology   | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 210.940          | 1.422.700        |
| Pioneer Funds - Global Ethical Equity  | -             | -              | 14.070         | 16.400         | 13.400         | 283.900          | 264.800          | 203.500          |
| UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 219.240          | 1.014.470        |
| UBS (Lux) Responsibility Fund - European Equities B  | -             | -              | -              | -              | -              | -                | 6.800            | 18.130           |
| <b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES NO DOMICILIADAS NI GESTIONADAS EN ESPAÑA (3)</b> | <b>66.410</b> | <b>128.370</b> | <b>202.535</b> | <b>234.678</b> | <b>672.446</b> | <b>1.038.270</b> | <b>3.578.274</b> | <b>6.700.768</b> |

La tabla que sigue recoge el patrimonio de las IIC en monedas diferentes al euro:

|  |                      |                      |                      |                      |                      |                      |                             |                             |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Dexia Sustainable North America                    | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    | 98.460 miles de \$          | 126.140 miles de \$         |
| Dexia Sustainable Pacific                          | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    | 12.522,89 millones de yenes | 18.046,51 millones de yenes |
| JP Morgan Funds - Global Socially Responsible Fund | -                    | -                    | -                    | -                    | 31.118 miles de \$   | 38.000 miles de \$   | 43.100 miles de \$          | 52.000 miles de \$          |
| UBS (Lux) Equity Fund -Eco Performance             | 340.140 miles de CHF | 429.570 miles de CHF | 313.820 miles de CHF | 250.980 miles de CHF | 249.536 miles de CHF | 255.250 miles de CHF | 240.570 miles de CHF        | 234.970 miles de CHF        |

Fuente: Elaboración propia.

### 1.1.2 Partícipes

Por lo que respecta a los partícipes, a lo largo de 2007 se ha registrado, por tercer año consecutivo, una destacable disminución. El número de partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España ha pasado de 45.464 en 2006 a 38.964 en 2007, lo que supone un descenso del 14,3%. Si excluimos los partícipes del fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FI, que como ya hemos expuesto, se trata de un fondo garantizado que preselecciona las empresas a partir del índice financiero *FTSE 4 Good Global 100 Index*, pero se comercializa como fondo garantizado y no como fondo ISR— y que aporta 25.994 partícipes en 2007, el número de partícipes de las IIC socialmente responsables, a 31 de diciembre de 2007, sería de 12.970.

Si comparamos este descenso del 14,3% de los partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España<sup>7</sup> con el descenso del 6,74% registrado por el total de los fondos de inversión mobiliaria en España durante el mismo período anual de 2007, observamos que la evolución del número de partícipes registrada por los fondos de inversión ISR ha sido bastante negativa. Así, a finales del año 2007, el porcentaje del número de partícipes en los fondos ISR respecto al número de partícipes en el total de los fondos de inversión mobiliaria en España era del 0,48%.

Finalmente, en relación con las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, cabe señalar que no se dispone de la información concreta acerca del número de partícipes en España, ya que, al igual que sucedía con los datos relativos al patrimonio, los informes de estas IIC recogen únicamente el volumen de partícipes globales, es decir, de los partícipes que existen en el conjunto de países donde se comercializan. Por tanto, no incorporamos la tabla por no disponer de los datos correspondientes.

7 CNMV, Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2007, cap. 2.9: “Fondos de inversión mobiliarios: número, partícipes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo” <<http://www.cnmv.es>>. Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los fondos de inversión ISR y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español. Los datos de la CNMV se refieren a los fondos de inversión mobiliaria y no incluyen las SICAV. Obsérvese que, entre los fondos de inversión ISR, existe una SICAV: Urquijo Cooperación, SICAV.

**Tabla 2. IIC socialmente responsables registradas en la CNMV**

Evolución del número de partícipes (período 2000-2007) (1)

| <b>IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España</b> |              |              |              |               |               |               |               |               |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Denominación de la IIC   | Año 2000     | Año 2001     | Año 2002     | Año 2003      | Año 2004      | Año 2005      | Año 2006      | Año 2007      |
| Ahorro Corporación Responsable 30, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | -             | 988           | 681           |
| BBK Solidaria, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | 334           | 424           | 522           |
| BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI   | -            | -            | -            | -             | 16.295        | 12.889        | 9.442         | 6.550         |
| BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI  | 205          | 201          | 171          | 124           | 106           | 118           | 97            | 99            |
| Caixa Catalunya Europa Valor, FI   | -            | -            | -            | -             | 346           | 528           | 407           | 386           |
| Caja Ingenieros Mundial ISR, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | -             | 291           | 241           |
| CAM Fondo Solidaridad, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | 32            | 260           | 250           |
| Compromiso Fondo Ético, FI   | -            | -            | -            | -             | -             | -             | 136           | 158           |
| Corporate Governance Spain Fund, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | -             | 10            | 95            |
| Foncaixa Cooperación, FI   | 994          | 766          | 673          | 539           | 495           | 480           | 442           | 303           |
| Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI   | -            | -            | -            | -             | -             | 17            | 378           | 723           |
| Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI  | 331          | 298          | 268          | 261           | 237           | 214           | 193           | 176           |
| Fondo Solidario Pro Unicef, FI   | 1.995        | 1.401        | 1.048        | 802           | 656           | 525           | 460           | 449           |
| Santander Dividendo Solidario, FI  | 700          | 542          | 381          | 285           | 220           | 622           | 1.530         | 1.450         |
| Santander Responsabilidad Bolsa, FI  | -            | -            | -            | 192           | 176           | 226           | 226           | 15            |
| Santander Responsabilidad Conservador, FI  | -            | -            | -            | -             | -             | -             | -             | 201           |
| Urquijo Cooperación, SICAV   | -            | -            | 126          | 140           | 126           | 129           | 1.182         | 104           |
| Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI  | -            | -            | -            | 7             | 328           | 432           | 105           | 567           |
| BBVA Extra 5 II Garantizado, FI  | -            | -            | -            | 28.192        | 30.595        | 29.707        | 28.893        | 25.994        |
| <b>TOTAL PARTÍCIPES DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA</b> | <b>4.225</b> | <b>3.208</b> | <b>2.667</b> | <b>30.542</b> | <b>49.580</b> | <b>46.253</b> | <b>45.464</b> | <b>38.964</b> |

Fuente: Elaboración propia.

(1) Los datos correspondientes al número de partícipes de las IIC se refieren al número de partícipes al cierre del período anual (31 de diciembre de 2007). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.

### 1.1.3 Rentabilidad

Un dato importante en el que queremos hacer hincapié en la presente edición del Observatorio es la delicada situación que está sufriendo la industria de los fondos, y que afecta, por supuesto, a los fondos ISR. En este sentido, no queremos obviar los datos relativos a las rentabilidades de estos fondos, que presentamos en tabla 3. Tal y como se observa, sólo siete de los diecinueve fondos presentan rentabilidades positivas. A pesar de no ser un dato favorable, este dato es una muestra más del difícil momento que están atravesando las bolsas y los mercados financieros internacionales. Es obvio, que no corren buenos tiempos para la industria de los fondos de inversión: sólo en los primeros seis meses del 2008, el patrimonio de los fondos de inversión cayó un 18%. Caídas que no hacen más que confirmar la tendencia de los últimos doce meses desde que saltó la crisis *subprime* y desde que los depósitos abrieron una guerra abierta contra estos productos. Y es que, del más de centenar de categorías de fondos que hay en España, apenas una veintena mantiene una rentabilidad positiva, aunque por debajo aún de la inflación. Una tendencia que continuará en los próximos meses al calor de un mal comportamiento de los mercados y de la competencia de los depósitos bancarios. A pesar de ello, el hecho de que el número de fondos ISR se haya incrementado en nuestro país, es sin duda un factor positivo y alentador para el mercado financiero español.

**Tabla 3. Rentabilidad de las IIC socialmente responsables registradas y gestionadas en España (2005- 2007)**

| Denominación de la IIC                | Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/2005) | Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/07) |
|---------------------------------------|--|--|
| Ahorro Corporación Responsable 30, FI | -  | -2,02%                                       |
| BBK Solidaria, FI                     | 2,15%  | 3,40%  |
| BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI  | 16,68%   | -6,25%                                       |
| BBVA Extra 5 II Garantizado, FI       | 0,32%  | -1,12%                                       |
| BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI     | 5,13%  | -2,14%                                       |
| Caixa Catalunya Europa Valor, FI      | 17,35%   | -0,21%                                       |
| Caja Ingenieros Mundial ISR, FI       | -  | -3,49%                                       |
| CAM Fondo Solidaridad, FI             | 2,17%  | -1,32%                                       |
| Compromiso Fondo Ético, FI            | -  | 2,12%  |



|   |        |        |
|---|--------|--------|
| Corporate Governance Spain Fund, FI       | -      | 0,72%  |
| Foncaixa Cooperación, FI                  | 13,11% | -2,83% |
| Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI  | -2,89% | -5,74% |
| Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI   | 3,29%  | 2,95%  |
| Fondo Solidario Pro Unicef, FI            | 1,90%  | 1,42%  |
| Santander Dividendo Solidario, FI         | 13,17% | -3,55% |
| Santander Responsabilidad Bolsa, FI       | 3,06%  | 1,47%  |
| Santander Responsabilidad Conservador, FI | -      | 1,72%  |
| Urquijo Cooperación, SICAV                | 0,34%  | 5,34%  |
| Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI   | 7,19%  | -3,04% |

Fuente: Elaboración propia. Los datos se recogen de los informes del cuarto trimestre 2007 de la CNMV.

## 1.2 El lanzamiento del índice *FTSE4Good IBEX*

El 9 de abril de 2008, Bolsas y Mercados Españoles (BME) y la compañía proveedora de índices FTSE Group (FTSE) lanzaron al mercado el nuevo índice *FTSE4Good IBEX* de la Bolsa de Madrid.

El desarrollo de este nuevo índice ya había sido presentado en septiembre de 2007, cuando se inició su proceso de lanzamiento. Se trata de un nuevo índice financiero que incluye un análisis del comportamiento financiero, de responsabilidad y sostenibilidad de las empresas incluidas en BME que demuestran buenas prácticas en responsabilidad social de la empresa (RSE).

El índice forma parte de la familia de índices *FTSE4Good* y funciona de acuerdo con sus criterios de análisis. Se trata de una familia de índices diseñados específicamente para dar apoyo a productos, fondos indexados y gestores de inversión que quieran invertir en el mercado español a partir de estándares internacionales de prácticas empresariales socialmente responsables.

En primer lugar, BME es la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas financieros de España, tanto los mercados de valores de renta fija y renta variable como los mercados de derivados. El grupo se constituyó el 14 de julio de 2006 y está integrado por Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, Iberclear y BME.

Sociedad de Bolsas, S. A., empresa del grupo BME, es la encargada de la gestión y el funcionamiento del sistema de interconexión bursátil (SIBE), plataforma técnica de contratación del mercado de valores español donde reside el libro de órdenes. Sociedad de Bolsas es la fuente primaria de la información que se genera en el SIBE y se encarga de su organización y gestión. Es también la propietaria del índice IBEX 35® y la encargada de su gestión, cálculo y difusión, así como de la revisión de su composición.

IBEX 35® es el índice oficial del mercado continuo de la Bolsa española. Sociedad de Bolsas lo calcula, publica y difunde en tiempo real. La supervisión del índice es responsabilidad del Comité Asesor Técnico.

Por su parte, FTSE Group es uno de los líderes mundiales en la creación de índices de gestión financiera. Ofrece servicios a clientes en más de 77 países de todo el mundo y tiene oficinas en Beijing, Londres, Frankfurt, Hong Kong, Madrid, París, Nueva York, San Francisco, Boston, Shanghai y Tokyo. La empresa tiene acuerdos de colaboración con diferentes mercados de valores: Atenas, AMEX, Chipre, Euronext, Johannesburgo, Londres, Madrid, NASDAQ, Taiwan Exchanges, Nomura Securities y Xinhua Finance de China. FTSE también colabora con Dow Jones Indexes en el desarrollo de un sistema de clasificación para los inversores globales.

Entre los índices financieros más importantes destaca *FTSE Global Equity Index Series*, que incluye *FTSE All-World Index*, *FTSE4Good Series* y *FTSEurofirst Index Series*.

Los índices de FTSE son un grupo de índices muy utilizados por inversores de todo el planeta. Su uso se centra en el análisis financiero, la medición del comportamiento de los valores, la *asset allocation*, la creación de carteras y la creación de fondos indexados. En el equipo de FTSE trabajan analistas y expertos financieros. Además, comités independientes de gestores de fondos, expertos en mercados derivados y otros profesionales de la gestión revisan todos los cambios y la evolución de los índices para asegurar su funcionamiento objetivo. Los índices FTSE se calculan en tiempo real a través de un sistema gestionado por Reuters, que también calcula los valores económicos y los precios.

En el año 2001, FTSE lanzó al mercado los primeros índices de la serie *FTSE4Good*. Se trata de una nueva serie de índices innovadores en tiempo real diseñados para reflejar el comportamiento financiero de la renta fija y los valores que siguen políticas y comportamientos socialmente responsables. Esta serie de índices gestionados cubre actualmente cinco mercados: Reino Unido, Europa, Japón, Estados Unidos, el mercado global; y ahora también España. Está compuesto por cuatro índices comerciales y seis índices *benchmark*. Para ser incluidas en el índice, las empresas son analizadas y necesitan demostrar que adoptan

políticas de responsabilidad social y medioambiental y buenas prácticas, de acuerdo con los indicadores y criterios de *FTSE4Good*. Un comité de profesionales independientes expertos en ISR y RSE revisa los índices para asegurar que las empresas incluyan las mejores prácticas de RSE.

Los criterios de *FTSE4Good* se han desarrollado a través de una consulta extensiva del mercado, y han sido revisados y aprobados por un comité de expertos independientes. Además, un amplio volumen de *stakeholders*, que incluye ONG, agencias gubernamentales, consultores, académicos y miembros de la comunidad financiera y la comunidad empresarial, ha ayudado a diseñar los criterios sociales y medioambientales.

### 1.2.1 El funcionamiento del índice FTSE4Good IBEX

El índice *FTSE4Good IBEX* ha creado en España una notable expectativa en el entorno de las entidades financieras y las empresas. El nuevo índice *FTSE4Good IBEX*, como los otros *FTSE4Good*, tiene los siguientes objetivos<sup>8</sup>:

- Ayudar a los inversores a identificar las empresas a partir de estándares de responsabilidad social.
- Dotar a los gestores de fondos de un benchmark y una herramienta para desarrollar sus productos.
- Ofrecer a los gestores de fondos de pensión públicos, especialmente al Fondo de Reserva de la Seguridad Social, una herramienta para su gestión, si se incluyen criterios ISR.
- Permitir que los inversores puedan obtener beneficios financieros teniendo en cuenta criterios de responsabilidad social y medioambiental.
- Apoyar a las empresas con instrumentos de medición en los mercados financieros para que puedan ser más responsables

Todas las empresas que forman parte del índice deben pertenecer al índice IBEX 35 o al FTSE Spain All-Cap Index, lo que supone un total de 82 empresas. Las empresas españolas elegidas son de alta y media capitalización. En su lanzamiento el índice incluía 27 empresas; no obstante, no hay un número predeterminado de empresas. El índice se someterá a dos revisiones anuales en las que se determinarán las empresas que formarán parte de él. La lista de miembros será revisada teniendo en cuenta las políticas de RSE de las empresas.

En las dos tablas siguientes se puede ver el tipo de empresa por tamaño y por sector incluido en esta primera versión del índice.

**Tabla 4.**

| <b>FTSE4GOOD IBEX: CARACTERÍSTICAS DE LA CARTERA</b> |        |
|--|--------|
| Attribute  | Value  |
| Number of Constituents                               | 27     |
| Net Market Cap (EURm)                                | 32,377 |
| Constituent Sizes: (EURm)                            |        |
| Average  | 1,199  |
| Largest  | 3,495  |
| Smallest   | 83     |
| Median   | 1,020  |
| Weight of Largest Constituent (%)                    | 10.79  |
| Top 10 Holdings (% Index Market Cap)                 | 65.88  |

Fuente: FTSE Group and Bolsas y Mercados Españoles (BME), data as at 31 July, 2008

**Tabla 5.**

| <b>FTSE4GOOD IBEX INDEX: ANÁLISIS POR SECTORES</b> |                             |          |                    |        |
|--|-----------------------------|----------|--------------------|--------|
| ICB Code   | ICB Supersector             | No. Cons | Net Mkt Cap (EURm) | (%)    |
| 1300   | Chemicals                   | 1        | 191                | 0.59   |
| 2300   | Construction & Materials    | 2        | 1,857              | 5.74   |
| 2700   | Industrial Goods & Services | 4        | 2,650              | 8.19   |
| 3300   | Automobiles & Parts         | 1        | 137                | 0.42   |
| 4500   | Health Care                 | 1        | 83                 | 0.26   |
| 5300   | Retail                      | 2        | 4,586              | 14.16  |
| 5500   | Media                       | 3        | 1,768              | 5.46   |
| 5700   | Travel & Leisure            | 1        | 444                | 1.37   |
| 6500   | Telecommunications          | 1        | 3,303              | 10.48  |
| 7500   | Utilities                   | 4        | 5,372              | 16.59  |
| 8300   | Banks                       | 5        | 9,147              | 28.25  |
| 8500   | Insurance                   | 1        | 1,518              | 4.69   |
| 8700   | Financial Services          | 1        | 1,229              | 3.80   |
|  | Totals                      | 27       | 32,377             | 100.00 |

Fuente: FTSE Group and Bolsas y Mercados Españoles (BME), data as at 31 July, 2008

## Entre los componentes del nuevo FTSE4Good IBEX en marzo de 2008 encontramos las siguientes empresas:

1. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
2. Banco Sabadell
3. Banco Santander
4. Banco Pastor
5. Bankinter
6. Bolsas y Mercados Españoles
7. Corporación Dermoestética
8. CIE Automotive
9. Corporación Tecnológica
10. Enagas
11. Ercros
12. Gamesa
13. Gas Natural SDG
14. Gestevisión Telecinco
15. Grupo Ferrovial
16. Iberdrola Renovables
17. Inditex
18. Mapfre
19. Mecalux
20. Obrascón Huarte Lain
21. Promotora de Informaciones
22. Red Eléctrica de España
23. Repsol-YPF
24. Sol Melià
25. Telefónica
26. Vidrala
27. Vocento

## La revisión del índice efectuada el 8 de septiembre de 2008 por el comité gestor del FTSE4Good ha integrado nuevos valores:

- 28 Abengoa
- 29 Antena 3 Televisión
- 30 Banco Español de Crédito (Banesto)
- 31 Iberia
- 32 SOS Cuétara

Así, el índice pasa a contar con 32 empresas<sup>9</sup>.

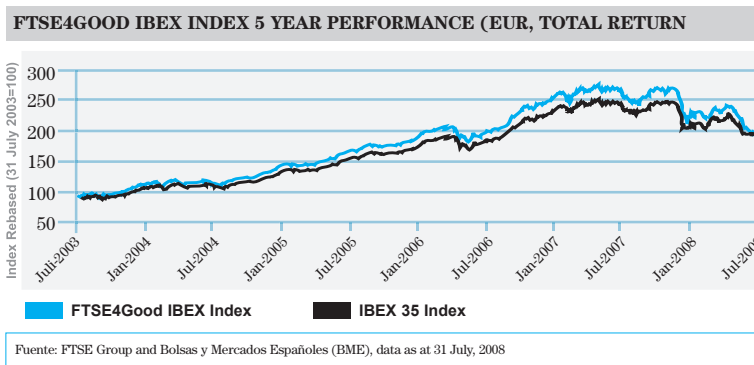
Si se toman los valores que agrupa la primera lista del FTSE4Good IBEX a 9 de abril de 2008 y se observa su evolución desde 2000 hasta 2008, se ve claramente que superan en un 29% la rentabilidad del IBEX 35. En otras palabras, quien hubiera invertido en esta cartera 100 euros hace ocho años hoy obtendría 149<sup>10</sup>. Sin embargo, en 2008 ambos grupos de valores han entrado en pérdidas: el IBEX 35 ha registrado un -13% de rentabilidad, y el FTSE4Good IBEX, un -12%. Solo en 2007 los

<sup>9</sup> Desde su presentación, algunas voces más críticas han cuestionado la integración de algunas de las empresas en la lista. Así pues, deberemos permanecer atentos a las revisiones anuales.

<sup>10</sup> Datos ofrecidos en la rueda de prensa de presentación de FTSE4Good IBEX por los directivos de BME y FTSE (Madrid, 9 de abril de 2008).

valores del IBEX (con un 7%) fueron más rentables que los del *FTSE4Good IBEX* (4%). En definitiva, el comportamiento de los valores que se han incluido en el *FTSE4Good IBEX* ha sido históricamente superior al conjunto del IBEX 35, aunque la diferencia se ha reducido en los últimos meses, como se puede observar en la siguiente figura:

**Figura 4. Comparación del comportamiento de FTSE4Good vs. IBEX 35 en los últimos 5 años.**



### 1.2.2 Criterios de inclusión

La selección se ha realizado atendiendo a los criterios que sigue el *FTSE4Good*, el índice de sostenibilidad del grupo FTSE para todo el mundo. Este sistema se basa en la exigencia del cumplimiento de un conjunto de estándares sociales, ambientales y de gobierno corporativo y en un análisis de las empresas para ver cuáles de ellas cumplen los criterios de inclusión.

Los criterios se someten a un proceso de estudio en el que se consulta a grupos de interés, expertos en medio ambiente y responsabilidad corporativa, la comunidad inversora, el sector empresarial, órganos de gobierno y ONG. El índice, además, es supervisado por un órgano de gobierno independiente —*FTSE4Good Policy Comité*— compuesto por destacados profesionales en el área de la ISR y por expertos en los principios y criterios utilizados para determinar qué entidades son socialmente responsables.

Los criterios de inclusión tienen que ver con la gestión medioambiental, los derechos humanos y la política laboral, así como con los estándares de trabajo en la cadena de suministro o el rechazo a la corrupción, entre otros. FTSE, a su vez, excluye algunas actividades empresariales a la hora de elaborar el índice. Se trata de compañías tabaqueras, empresas que suministran servicios o piezas al sector de la energía o

que fabrican sistemas de armamento nuclear, fabricantes de armas y propietarios u operadores de centrales de energía nuclear. Este proceso es revisado constantemente.

En el gráfico siguiente se observa el proceso de selección. Primero se analiza el universo de valores en los que se puede invertir: *FTSE Spain All Cap Index* e IBEX 35. En segundo lugar, se excluyen las empresas a partir de los criterios negativos de exclusión. En tercer lugar, se incluyen las empresas a partir del ranking que resulta de la aplicación de los criterios de inclusión, medioambientales y sociales. Finalmente se procede a elaborar el índice.

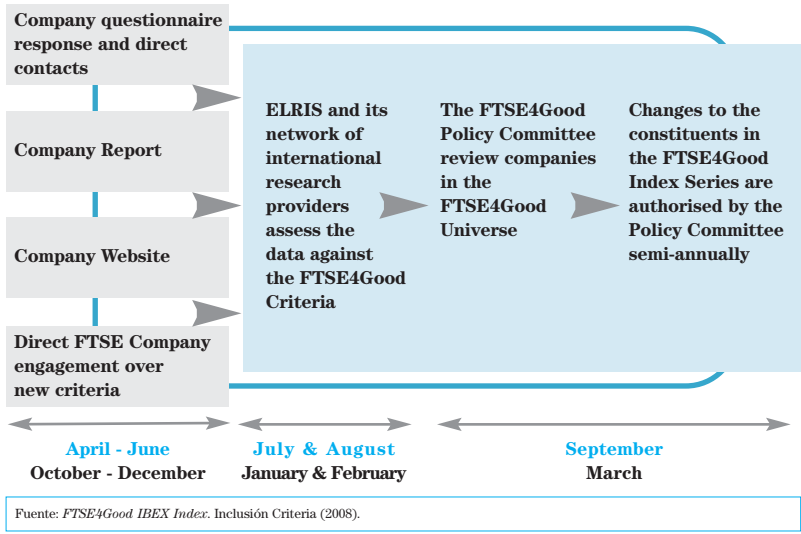
**Figura 5. Criterios aplicados en el proceso de preselección de FTSE4Good IBEX 35**

| COMPANY SELECTION PROCESS |   |   |   |                       |
|---------------------------|---|---|---|-----------------------|
|                           | Eligible Universe   | Excluded Sectors  | Inclusion Criteria  | Indices               |
| Details                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• FTSE Spain All Cap Index (part of the FTSE Global Equity Index Series)</li> <li>• IBEX 35</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tobacco Producers</li> <li>• Companies manufacturing, or testing and developing, whole weapons systems</li> <li>• Companies manufacturing either whole, strategic parts, or platforms for nuclear weapon systems</li> <li>• Owners or operators of nuclear power stations</li> </ul> | Environment <ul style="list-style-type: none"> <li>• Environment Management</li> <li>• Climate Change</li> </ul> Social <ul style="list-style-type: none"> <li>• Human &amp; Labor Rights</li> <li>• Supply Chain Labour Standards</li> <li>• Countering Bribery</li> </ul> | FTSE4 Good IBEX Index |

Fuente: *FTSE4Good IBEX Index*. Inclusión Criteria (2008).

*FTSE4Good* ha diseñado un proceso para la inclusión y revisión de la lista de empresas que integran el fondo. Este proceso se aplica a *FTSE4Good IBEX*, así como a los otros índices de la serie. Como hemos dicho, se llevan a cabo dos revisiones anuales, en marzo y en septiembre, en las que la lista se revisa y se reelabora.

**Figura 6. Fases del proceso de preselección de FTSE4Good IBEX 35**



16 De fet, ja avui, els fabricants de vehicles solament aporten entre el 30 i el 35 % del valor afegit del vehicle, enfront del 65-70 % dels fabricants de components. Aquests percentatges canvien a un menys favorable 70 %-30 %, respectivament, en el cas de les parts amb major component tecnològic, com les que contenen enginyeria. El 2015, però, tenint en compte l'esforç inversor que estan realitzant els proveïdors de components, aquesta darrera proporció podria situar-se en un 45-55 %, també a favor dels fabricants de components (COPCA, 2007).

**Criterios medioambientales**

Las empresas se clasifican de acuerdo con sus impactos medioambientales como de alto, medio o bajo impacto. Las empresas de baja capitalización, no obstante, disponen de un período de transición antes de ser analizadas por estos criterios.

Por lo que respecta al análisis del impacto en la gestión de cada una de las empresas, se analizan las políticas diseñadas, los sistemas de gestión adoptados por las empresas y los instrumentos de *reporting* y comunicación.

El criterio del cambio climático es uno de los más importantes en la actualidad. En efecto, cada vez existen más inversores interesados en la gestión del riesgo vinculado al cambio climático. Por esta razón, *FTSE4Good* ha desarrollado un proceso de análisis específico acerca del impacto de las empresas sobre el cambio climático. Este criterio se aplicará de forma gradual al análisis de las empresas del IBEX 35 y *FTSE Spain All Cap Index*: en primer lugar, a las empresas de alta capitalización, de enero de 2008 a enero de 2009; posteriormente, a las empresas de baja capitalización, de enero de 2009 a julio de 2010.

El análisis del impacto empresarial sobre el cambio climático se basa en cuatro apartados:



a) en las políticas empresariales y sus sistemas de gobierno corporativo; b) en los sistemas de gestión y las estrategias; c) en los mecanismos de transparencia y comunicación; d) en los impactos y los comportamientos. Las empresas se clasifican como de alto impacto operacional, de medio impacto operacional y como generadoras de productos de alto impacto adicional.

Para poder entender el impacto operacional se clasifican los sectores. Los sectores con mayor impacto son la industria de extracción de minerales, el petróleo y el gas. El impacto medio corresponde a las líneas aéreas y al sector del automóvil.

**Figura 7. Categorías de análisis del comportamiento de las empresas entorno al criterio de cambio climático del FTSE4Good**

| CLIMATE CHANGE IMPACT CATEGORIES           |  |  |  |
|--|--|--|--|
|  | HIGH OPERATIONAL IMPACT  | MEDIUM OPERATIONAL IMPACT  |  |
| <b>ADDITIONAL HIGH PRODUCT IMPACT</b>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Exploration &amp; Production +</li> <li>• Integrated Oil &amp; Gas +</li> <li>• Coal +</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aerospace +</li> <li>• Automobiles +</li> </ul>   |  |
| <b>SECTORS &amp; SUBSECTORS (FROM ICB)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diamonds &amp; Gemstones</li> <li>• General Mining</li> <li>• Gold Mining</li> <li>• Platinum &amp; Precious Metals</li> <li>• Commodity Chemicals</li> <li>• Aluminium</li> <li>• Nonferrous Metals</li> <li>• Steel</li> <li>• Building Materials &amp; Fixtures</li> <li>• Airlines</li> <li>• Electricity</li> <li>• Delivery Services</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Specialty Chemicals *</li> <li>• Paper *</li> <li>• Heavy Construction *</li> <li>• Defence</li> <li>• Commercial Vehicles &amp; Trucks Trucking</li> <li>• Waste &amp; Disposal Services</li> <li>• Tires</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Brewers *</li> <li>• Distillers &amp; Vintners *</li> <li>• Soft Drinks *</li> <li>• Farming &amp; Fishing *</li> <li>• Food Products *</li> <li>• Home Construction</li> <li>• Pharmaceuticals</li> <li>• Travel &amp; Tourism</li> <li>• Multiutilities</li> <li>• Water</li> </ul> |

\* Sectors to be reviewed at a later date for consideration or re-categorisation to high impact.  
 + Subsectors that have been identified as having additional high product impact.

Fuente: FTSE4Good ICB Index. Inclusion Criteria (2008).

### Críterios sociales

Los críterios sociales se centran en tres grandes áreas:

- Derechos humanos y laborales
- Estándares laborales de la cadena de producción y suministro
- Corrupción

Respecto al críterio de derechos humanos y laborales, las empresas se clasifican por su impacto alto, medio o bajo, teniendo en cuenta el país donde producen. Por el momento esta preselección se aplica a las empresas de alta capitalización. A las empresas de pequeña capitalización se les aplicará a partir de septiembre de 2009.

En cuanto a la preselección a partir de los derechos humanos, se analiza la política, los sistemas de gestión y el *reporting* o proceso de comunicación.

Entre los criterios más importantes figuran la no discriminación, el trabajo forzoso, el trabajo infantil y la negociación colectiva y libertad de asociación. Las empresas se clasifican por su alto impacto según el sector productivo, medio impacto según los países donde se produce y empresas de bajo impacto. En la tabla siguiente se observan los requisitos de la preselección por lo que respecta a los derechos humanos:

**Figura 8. Categorías de análisis del comportamiento de las empresas entorno al criterio de derechos humanos del FTSE4Good**

| HUMAN RIGHTS CRITERIA REQUIREMENTS |  |  |  |
|------------------------------------|--|--|--|
|                                    | HIGH IMPACT COMPANIES<br>(GLOBAL RESOURCE SECTOR)  | MEDIUM IMPACT COMPANIES<br>(SIGNIFICANT INVOLVEMENT IN COUNTRIES OF CONCERN)   | LOW IMPACT COMPANIES   |
| POLICY                             | <p><b>Companies must meet the relevant indicators for policy, management systems and reporting</b></p> <p>The policy must be publicly available and cover the following indicators:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Meet the following:<br/>A statement of commitment to respect all the ILO Core Labour Standards globally:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nom discrimination</li> <li>- Forced labour</li> <li>- Child labour</li> <li>- Collective bargaining and freedom of association</li> </ul> </li> </ul> <p>Note: Companies that are signatories to the UN Global Compact/OECD Guidelines for Multinational Enterprises, or are certified to the SA 8000 standard will be considered to meet this indicator</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Board Responsibility for human rights issues</li> <li>• Statement of support for the Universal Declaration of Human Rights (UDHR)</li> <li>• Global Communication of human rights policy including in local languages</li> <li>• Guidelines on armed security guards</li> <li>• Indigenous people rights, including land rights</li> </ul> | <p><b>Companies must meet the relevant indicators for policy and management systems</b></p> <p>The policy must be publicly available and cover the following indicators:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Meet the following:<br/>A statement of commitment to respect all the ILO Core Labour Standards globally:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nom discrimination</li> <li>- Forced labour</li> <li>- Child labour</li> <li>- Collective bargaining and freedom of association</li> </ul> </li> </ul> <p>Note: Companies that are signatories to the UN Global Compact/OECD Guidelines for Multinational Enterprises, or are certified to the SA 8000 standard will be considered to meet this indicator</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• One of the following:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Board Responsibility for human rights issues</li> <li>- Statement of support for the Universal Declaration of Human Rights (UDHR)</li> <li>- Global Communication of human rights policy including in local languages</li> </ul> </li> </ul> | <p><b>Companies must meet the relevant indicators for policy and management systems</b></p> <p>The policy must be publicly available and cover the following indicators:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Demonstrate commitment to the ILO Core Convention on Equality/Discrimination: by adopting an equal opportunities policy and/or including a commitment to equal opportunities or diversity in their annual report or web-site</li> </ul>  |
|                                    | MANAGEMENT SYSTEMS   | <p><b>The company must provide evidence that meets all of the following four indicators:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Monitoring the implementation of its human rights policy including the existence of procedures to remedy any noncompliance</li> <li>• Global training on human rights policy</li> <li>• Human rights consultation with independent local stakeholders</li> <li>• Identification of human rights risks and integration into risk assessment procedures</li> </ul>   | <p><b>The company must provide evidence that meets all of the following four indicators:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Monitoring the implementation of its human rights policy including the existence of procedures to remedy any noncompliance</li> <li>• Global training on human rights policy</li> <li>• Human rights consultation with independent local stakeholders</li> <li>• Identification of human rights risks and integration into risk assessment procedures</li> </ul> |
| REPORTING                          | <p>In addition to a publicly available policy, details and/or descriptions of the management systems must also be disclosed</p>  | <p>No requirement</p>  | <p>No requirement</p>  |

Fuente: FTSE4Good IBEX Index. Inclusión Criteria (2008).

En segundo lugar, la preselección pone mucho énfasis en los criterios vinculados a los estándares laborales de la cadena de producción y suministro. Para establecer estos criterios se basa en las convenciones y principios de la Organización Internacional del Trabajo. Solo se aplican a aquellos proveedores que tienen relación directa comercial con la empresa. Para cada empresa se analiza su política, su gestión y el *reporting* o comunicación. Así se puede observar en la tabla siguiente:

**Figura 9. Categorías de análisis del comportamiento de las empresas entorno al criterio de estándares laborales en la cadena de producción del FTSE4Good**

| SUPPLY CHAIN LABOUR STANDARDS CRITERIA REQUIREMENTS |   |
|---|---|
| <b>POLICY</b>                                       | <p>The policy/code must be publicly available, specifically relevant to suppliers and meet all the following indicators</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ILO Core Labour Standards –               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Equal Opportunities</li> <li>- Forced Labour</li> <li>- Child Labour</li> <li>- Freedom of Association &amp; Collective Bargaining</li> </ul> </li> </ul> <p>Note: Companies that are members of the Ethical Trading Initiative, The Fair Labour Association, or audited to Social Accountability International's SA8000 will considered to meet this indicator</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Health &amp; Safety</li> <li>• One of the following areas must be covered:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Working hours</li> <li>- Wages</li> <li>- Disciplinary procedures</li> </ul> </li> </ul> |
| <b>MANAGEMENT</b>                                   | <p>The company must meet all the following indicators:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Visiting/auditing of some suppliers (e.g. some risk assessment to identify the highest priority suppli/countries and some substantial supplier visits or audits)</li> <li>• Policy is communicated to suppliers globally (e.g. first tier – those with whom the company has a direct trading relationship)</li> <li>• Strategic responsibility for the policy/code implementation shall rest with one or more board members or senior executives/managers</li> <li>• Training of relevant employees (e.g. compliance/audit teams or equivalent, buying teams, manager and workers in suppliers) on the policy/code</li> <li>• policy/code has procedures to remedy any non-compliance</li> </ul>  |
| <b>REPORTING</b>                                    | <p>The company must produce a report (or other form of communication) that is publicly available and covers both policy and management systems</p>  |

Fuente: FTSE4Good IBEX Index. Inclusión Criterios (2008).

Se analiza el impacto de los productos, los países y la exposición de riesgo de la cadena de suministro.

Finalmente, para el criterio de corrupción se basan en los *Principles for Countering Bribery* de Transparencia Internacional, que definen la

corrupción como “el ofrecimiento a recibir un regalo, un préstamo, una tasa o recompensa u otras ventajas de otra persona por hacer algo que es deshonesto, ilegal o que rompe la confianza en la conducta de una empresa”.

Se mide el impacto de la corrupción sobre los sectores, los países y los contratos públicos. Además, se tiene en cuenta la lista de países con mayor riesgo del Banco Mundial. Respecto a la preselección de los criterios sobre las empresas, se analizan la política, los sistemas de gestión aplicados y el *reporting* o los procesos de comunicación.

### 1.3 La Inversión Socialmente Responsable en Estados Unidos

Según el último informe sobre el mercado de la ISR en Estados Unidos, *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* (USSIF, 2007), más del 10% del capital invertido por gestores de fondos en Estados Unidos integra alguna de las estrategias de ISR. Teniendo en cuenta estos datos, sobre un total de 25,1 billones de dólares en el mercado financiero, 2,7 billones estaban invertidos con criterios ISR.

Además, el crecimiento de la ISR en Estados Unidos en los últimos diez años ha sido muy considerable. De hecho, ha sido una de las tipologías de inversión colectiva que más ha aumentado desde 1995 hasta hoy. Actualmente, alrededor del 11% de los activos (1 de cada 9 dólares invertidos) bajo gestión profesional en Estados Unidos adopta algún criterio de responsabilidad social.

Desde la publicación del primer informe de USSIF en 1995, la ISR ha experimentado un crecimiento anual medio del 27%. Teniendo en cuenta los datos acumulativos, el universo ISR en Estados Unidos se ha incrementado un 324% desde 1995 hasta 2007, mientras que el resto del mercado solo lo ha hecho en un 260% (Thomson Financial/Nelson Information).

En Estados Unidos, según la clasificación específica del informe de USSIF, la ISR adopta una de estas tres estrategias:

- **La preselección de la cartera:** son las prácticas que evalúan los impactos sociales y medioambientales de las empresas en los mercados de valores y que, a partir de esas evaluaciones, excluyen e incluyen empresas en su universo de inversión. La preselección negativa excluye de la cartera de inversiones las empresas que se considera que no cumplen los valores o criterios preestablecidos. En Estados Unidos, los criterios negativos más utilizados son el tabaco y el alcohol. La preselección positiva incluye el análisis de todas las empresas a partir de un ranking sobre el impacto de las políticas de responsabilidad social y medioambiental de las empresas. Se invierte en las empresas con mejores prácticas y con impactos sociales y medioam-

bientales positivos. La preselección de la cartera se utiliza en los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las cuentas privadas en nombre de instituciones o individuos.

- **El activismo de los accionistas socialmente responsables:** incluye aquellos inversores institucionales que, sobre todo a través de fondos de pensiones, actúan en nombre de sus partícipes con políticas de diálogo con las empresas participadas en sus fondos de inversión y de pensiones. Actúan en las asambleas de accionistas ejerciendo el derecho al voto y presentando resoluciones y propuestas para cambiar las políticas de las empresas. Se trata de una práctica muy desarrollada en Estados Unidos.
- **La inversión en la comunidad:** incluye la práctica de instituciones financieras y bancos que ofrecen acceso al crédito y a otros productos y servicios bancarios a los sectores de la población más desfavorecidos. En Europa, esta práctica forma parte de lo que se conoce como banca ética.

En 2007, 2,71 billones de dólares estaban invertidos en alguna de estas tres estrategias de ISR. La tabla siguiente nos muestra la evolución del capital invertido en ellas desde 1995 hasta 2007.

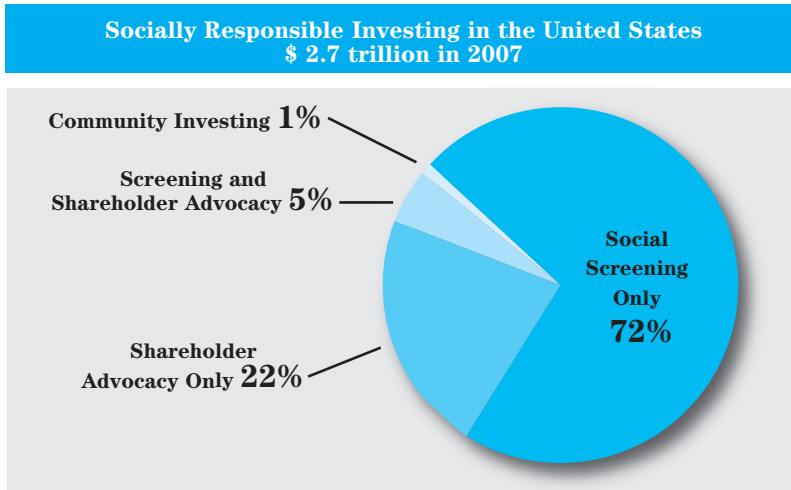
**Tabla 6. Capital invertido en ISR en Estados Unidos entre 1995 y 2007 (miles de millones de dólares)**

| AÑO                            | 1995       | 1997         | 1999         | 2002         | 2003         | 2005         | 2007         |
|--------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Preselección de la cartera     | 162        | 529          | 1.497        | 2.010        | 2.143        | 1.685        | 2.098        |
| Activismo de los accionistas   | 473        | 736          | 922          | 897          | 448          | 703          | 723          |
| Inversión en la comunidad      | 4          | 4            | 5            | 8            | 14           | 20           | 26           |
| <b>Capital total invertido</b> | <b>639</b> | <b>1.185</b> | <b>2.159</b> | <b>2.323</b> | <b>2.164</b> | <b>2.290</b> | <b>2.711</b> |

Fuente: USSIF (2007).

De estos 2,7 billones de dólares, el 72% está invertido en fondos de inversión ISR con preselección de cartera, en total 202 mil millones de dólares. En segundo lugar, encontramos la estrategia de los accionistas activos, con 723.000 millones de dólares de capital invertido. Finalmente, la inversión en la comunidad solo contaba con 19.600 millones de dólares.

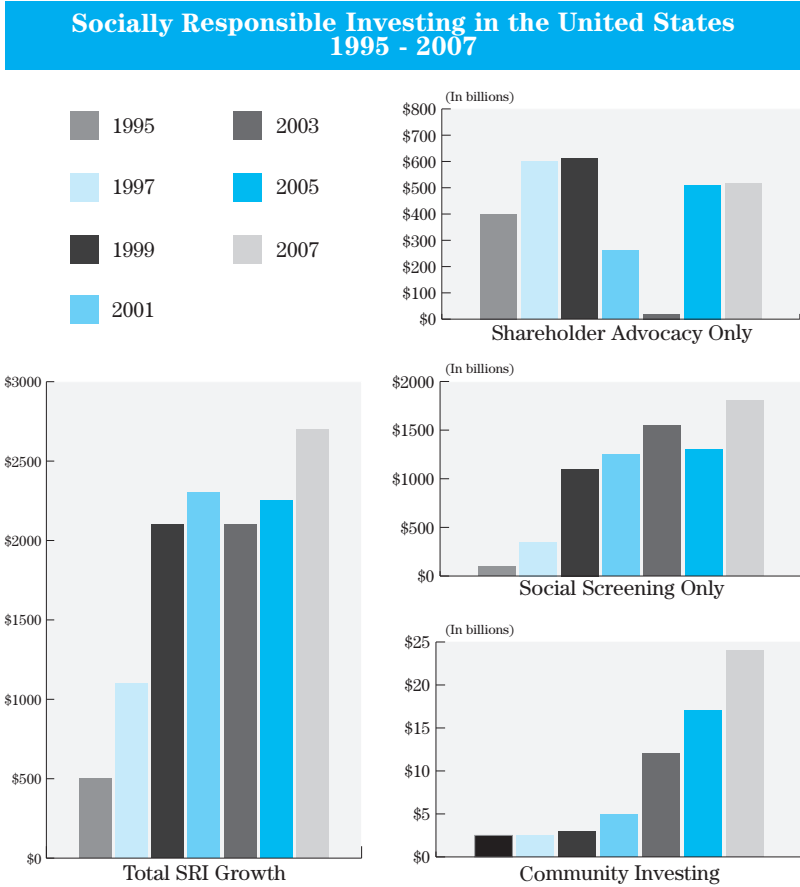
**Figura 10.** La distribución de las estrategias ISR en Estados Unidos.  
Año 2007



Fuente: USSIF (2007).

La preselección de la cartera es la estrategia que más ha aumentado en los últimos años. También avanza la estrategia llamada de “inversión en la comunidad”, aunque los números totales se sitúen muy por debajo. En el gráfico siguiente se pueden visualizar estos aumentos, junto con el del global de la ISR en Estados Unidos desde 1995 hasta 2007.

**Figura 11. El desarrollo de la ISR en Estados Unidos. 1995-2007**



**NOTE:** The decline in Shareholder Advocacy Only assets in 2003 reflected the lack of social resolutions filed by the large TIAA-CREF pension funds.

Fuente: USSIF (2007).

El incremento de la ISR en Estados Unidos se puede explicar, según USSIF, a partir de diferentes factores:

1) El incremento del capital invertido en los fondos de ISR que existían.

2) La creación de nuevos fondos. Se están creando nuevos productos y tipos de fondos con criterios ISR, especialmente fondos cerrados (EFT) e inversiones alternativas, como social venture capital y private equity.

3) Los gestores de activos y de inversión están incorporando nuevos factores sociales y medioambientales en sus prácticas inversoras, debido a la demanda de nuevos productos y servicios por parte de los inversores institucionales e individuales. A nivel individual, los inversores buscan nuevas opciones de ISR en los fondos de pensiones, college-savings plans y otras instituciones, como fundaciones, endowments, sindicatos y colectivos religiosos.

4) En los últimos años se ha incrementado la atención a los riesgos de la inversión vinculados a los temas de cambio climático, sobre todo en la gestión de la cartera. Los inversores demandan nuevas inversiones en tecnología sostenible, energías renovables, construcción sostenible y otros sectores de inversión sostenible.

5) Se ha incrementado el número de inversores institucionales que, como inversores activos, apoyan la presentación de resoluciones de accionistas en temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. A la vez, los inversores establecen coaliciones como Investor Network on Climate Risk para desarrollar estrategias comunes en este ámbito.

6) Un volumen cada vez más importante de inversores institucionales, como familias de fondos o gestores de activos, incorporan nuevos criterios de inversión vinculados a la crisis en Sudán, como en su momento fueron importantes en la lucha contra el sistema de apartheid en Sudáfrica. Los inversores y gestores están teniendo en cuenta los riesgos vinculados a la inversión con un régimen político represivo como el de Sudán.

7) La expansión de las oportunidades de mercado está facilitando que un volumen cada vez más importante de inversores invierta en instrumentos de banca ética. Los inversores institucionales, cada vez más activos, invierten en carteras vinculadas a proyectos de inversión en la comunidad, así como en microfinanzas vinculadas a proyectos internacionales que permiten el desarrollo de proyectos sociales en países en desarrollo.

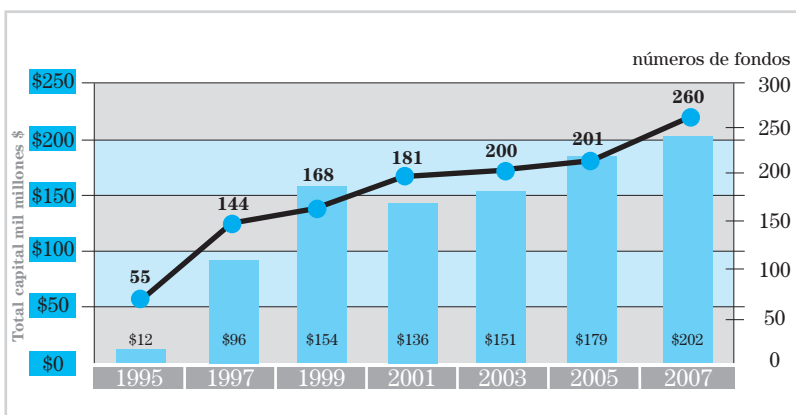


### 1.3.1 Los fondos de inversión ISR en Estados Unidos

Dentro de la ISR, los fondos de inversión ISR desempeñan, sin duda, un papel destacado. Estados Unidos es el mercado más importante de fondos de ISR del mundo. El primer fondo de inversión ISR fue creado en 1971, y desde entonces no han dejado de aumentar. En 2007, el capital invertido en los fondos de inversión ISR en Estados Unidos era de 202 mil millones de dólares. En 2005 ascendía a 179 mil millones de dólares, mientras que en 1995 solo se habían invertido 12 mil millones de dólares.

Por lo que respecta a la evolución del número de fondos, en 1995 el informe USSIF contabilizaba un total de 55 fondos ISR. Desde entonces ese número no ha dejado de aumentar. En 2007 existen 260 fondos de inversión ISR.

**Figura 12. Incremento del número de fondos de inversión ISR en Estados Unidos. 1995-2007**



Fuente: USSIF (2007).

**Tabla 7. Evolución del capital y del número de fondos de inversión ISR en Estados Unidos entre 1995 y 2007 (miles de millones de dólares)**

| AÑO         | 1995 | 1997 | 1999 | 2001 | 2003 | 2005 | 2007 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Núm. fondos | 55   | 144  | 168  | 181  | 200  | 201  | 260  |
| Capital     | 12   | 96   | 154  | 136  | 151  | 179  | 202  |

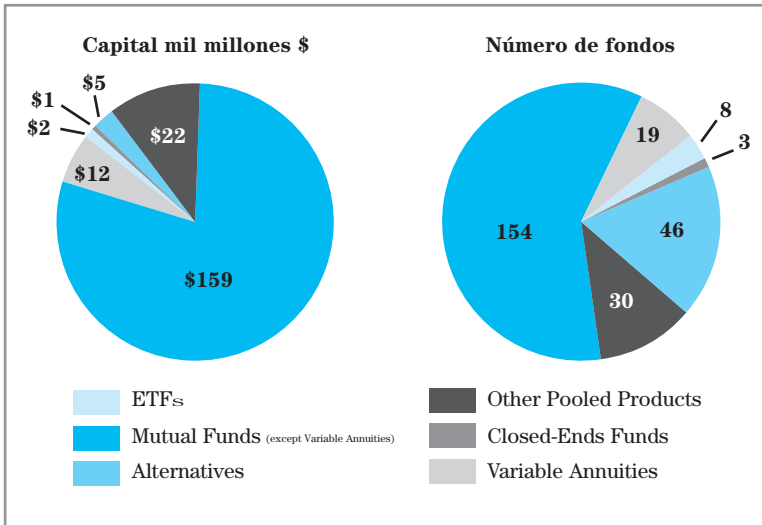
Fuente: USSIF (2007).

En cuanto a la tipología de los fondos de inversión, estos incluyen fondos de inversión mobiliaria, fondos cotizados o exchange trade funds (ETF), fondos de capital cerrado o closed-end funds y fondos de inversión alternativos.

En el año 2007 existían 260 fondos de inversión, que se distribuían como sigue:

- Fondos de inversión mobiliaria: 171.700 millones de dólares
- Fondos cotizados: 2.250 millones de dólares
- Fondos de capital cerrado: 850.000 millones de dólares
- Fondos de inversión alternativos (venture capital fund, hedge funds, private equity): 5.300 millones de dólares

**Figura 13. Tipología y capital de los fondos de inversión ISR en Estados Unidos. Año 2007**



Fuente: USSIF (2007).

Los fondos de inversión ISR son uno de los instrumentos de inversión en los que se aplica la estrategia de preselección de la cartera. Por lo que respecta al tipo de criterios de preselección empleados, el análisis muestra cómo la exclusión de la industria del tabaco y el alcohol siguen siendo los más utilizados por los inversores en Estados Unidos.

El criterio del tabaco sigue siendo el más utilizado desde 1995. En 2007, lo incorporaban 166 de los 260 fondos de ISR que existían, lo que supo-

ne más de 174.000 millones de dólares invertidos incorporando este criterio.

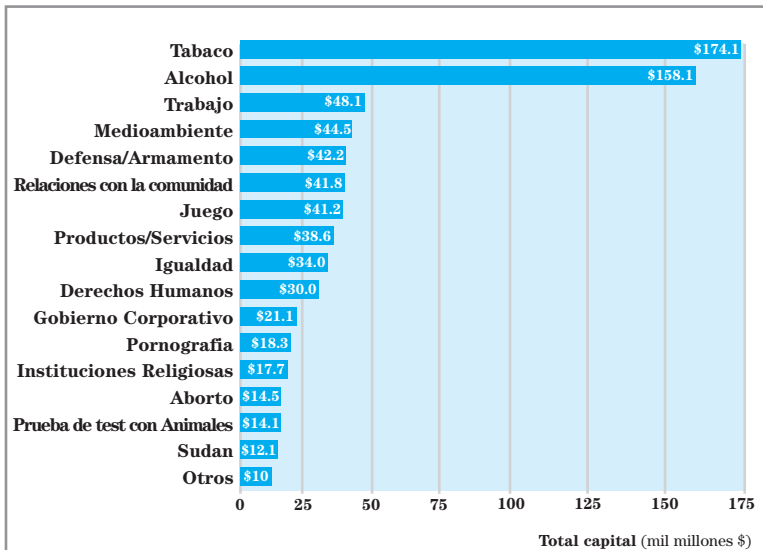
El segundo criterio más utilizado es el alcohol. En 2007 se incluye en 125 fondos de inversión, con más de 158.000 millones de dólares de capital invertido.

El tercer criterio más utilizado en la preselección de la cartera es el análisis de las prácticas laborales, que se aplica en 110 fondos de inversiones, con más de 48.000 millones de dólares de capital invertido.

En cuarto lugar por orden de importancia, el criterio medioambiental es el más utilizado en 146 fondos, con un total de 44.500 millones de dólares de capital invertido. En quinto lugar encontramos el criterio militar.

En la siguiente figura se puede observar gráficamente el peso que tienen los principales criterios en la preselección de la cartera en los fondos de inversión ISR en Estados Unidos.

**Figura 14. Criterios de preselección más adoptados por los fondos de inversión ISR en Estados Unidos. Año 2007**



Fuente: USSIF (2007).

**Figura 15. Criterios de preselección aplicados en número de fondos y capital. Año 2007**

| Preselección de la Cartera - 2007 |                                   |                  |
|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------|
|                                   | Capital<br>(Miles de Millones \$) | Número<br>Fondos |
| 1. Tabaco                         | \$170.3                           | 153              |
| 2. Alcohol                        | \$157.7                           | 123              |
| 3. Juego                          | \$40.8                            | 117              |
| 4. Defensa/Armamento              | \$38.8                            | 98               |
| 5. Medioambiente                  | \$37.1                            | 98               |

NOTE: Screening analysis based on assets of mutual funds, including those underlying variable annuity products.

Fuente: USSIF (2007).

### 1.3.2 Inversores institucionales

Otro de los instrumentos que se incluyen en la preselección de la cartera, además de los fondos de inversión, son las cuentas privadas de inversión de inversores institucionales y clientes individuales. El capital invertido en carteras privadas es de 1,92 billones de dólares en 2007. Se trata del 91% de los 2,1 billones de dólares del capital invertido usando la estrategia de preselección de la cartera en Estados Unidos.

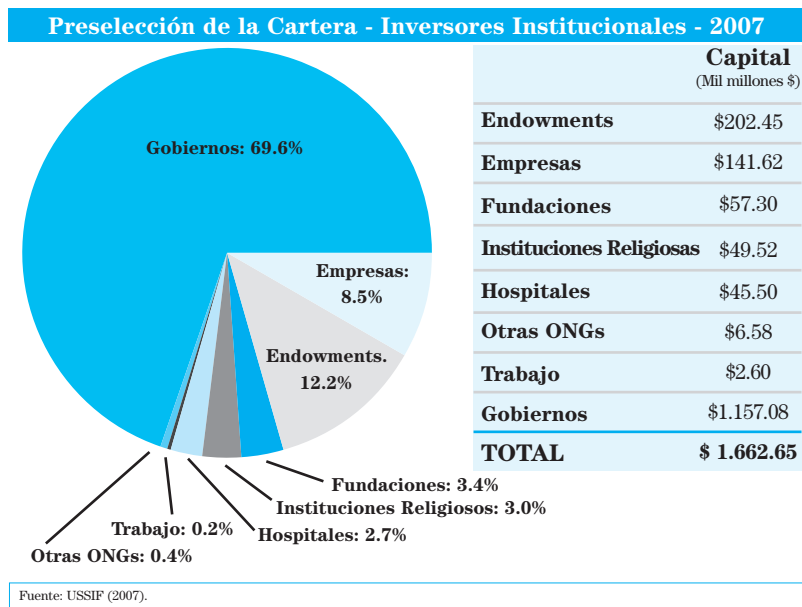
**Tabla 8. Evolución del capital invertido en carteras privadas ISR en Estados Unidos entre 1995 y 2007 (miles de millones de dólares)**

| AÑO     | 1995 | 1997 | 1999  | 2001  | 2003  | 2005  | 2007  |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Capital | 150  | 433  | 1.343 | 1.870 | 1.992 | 1.506 | 1.923 |

Fuente: USSIF (2007).

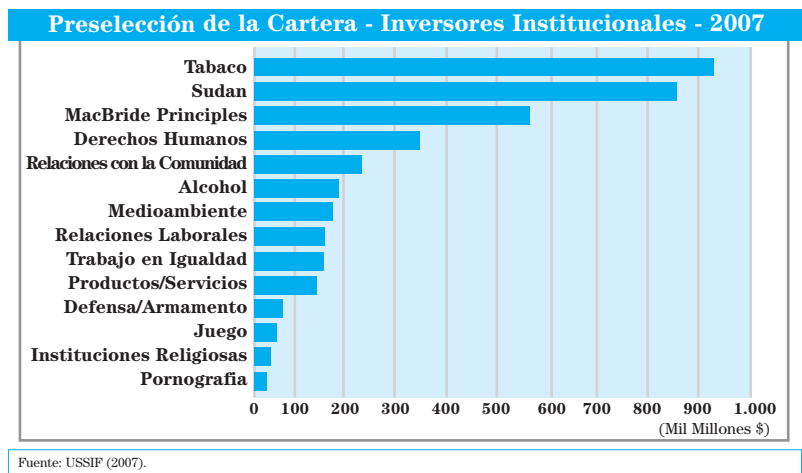
Entre estos inversores institucionales figuran carteras de inversión de empresas, fondos de pensiones, sistemas de pensiones públicos, carteras de inversión públicas de gobiernos estatales o locales, *endowments* de instituciones académicas, fundaciones filantrópicas, instituciones religiosas, hospitales y planes de salud, planes de pensión de sindicatos y organizaciones no gubernamentales.

**Figura 16. Capital invertido por los inversores institucionales que aplican preselección de la cartera. Año 2007**



Entre los criterios más utilizados por los inversores institucionales, de nuevo, figura el tabaco, seguido de los criterios de exclusión de empresas que invierten en Sudán, los llamados principios MacBride.

**Figura 17. Criterios de preselección más adoptados por los inversores institucionales que aplican preselección de la cartera. Año 2007**



## 1.4 *Venture capital para la sostenibilidad en Europa*

Hasta el momento, la investigación de este Observatorio se había centrado en el análisis de los instrumentos de inversión en los mercados financieros, sobre todo en los fondos de ISR. En este apartado, introducimos otra dimensión posible de la ISR: los instrumentos de capital riesgo o *venture capital* que invierten en empresas de sectores socialmente responsables y con políticas de RSE. Se trata de un estudio introductorio basado en el trabajo de investigación desarrollado por Eurosif (2007) *Venture Capital for Sustainability*.

El capital de riesgo o *venture capital* es un tipo de inversión privada que compra una participación societaria en empresas que presentan posibilidades de crecimiento exponencial. Los inversores participan directamente de los riesgos y la promoción del negocio, agregando valor, incluso a través de la orientación administrativa y comercial. Al finalizar el ciclo de expansión de la empresa, el inversor vende su participación en el negocio.

No se debe confundir capital riesgo con endeudamiento. En el caso del capital riesgo, existe un ingreso de recursos como contrapartida por la toma de posición en el capital de la empresa, y la rentabilidad de los inversores depende del éxito del negocio. En un préstamo, quienes lo financian tienen derecho a recibir intereses y un reembolso del capital, cualquiera que sea la evolución del negocio, hacia el éxito o hacia el fracaso.

En los últimos años hemos visto cómo, en el marco de los mercados financieros y la sostenibilidad, han emergido nuevos productos de *venture capital* para financiar proyectos empresariales que invierten en empresas de energías renovables, de gestión de los residuos y de agricultura ecológica sostenibles social y medioambientalmente, además de económicamente. En este sentido, se conoce como *venture capital for sustainability (VCS)* aquel espacio donde los instrumentos de *venture capital* con vocación de beneficio económico se complementan con el impacto social y sostenible de las inversiones.

El inversor de capital riesgo busca participar en empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media, como las nuevas tecnologías, y, en los últimos años, también en empresas vinculadas a la sostenibilidad.

Cuando el valor de la empresa se ha incrementado, los fondos de riesgo venden su participación en el negocio y consolidan así su rentabilidad. Las principales estrategias de salida que se plantean para una inversión de este tipo son: a) venta a un inversor estratégico; b) oferta pública inicial (OPI) de las acciones de la compañía y c) recompra de acciones por parte de la empresa.

Es importante destacar que, en el ámbito anglosajón, se distinguen como capital riesgo aquellas entidades que centran su actividad inversora en el apoyo y desarrollo de proyectos empresariales en etapas tempranas; de ahí el concepto de *venture capital*. En este sentido, el capital riesgo privado o informal funciona a través de los denominados *business angels*. La inversión en empresas ya consolidadas, en cambio, recibe el nombre de *private equity*, aunque en muchos casos el capital riesgo hace referencia tanto al *venture capital* como al *private equity*.

Eurosif, en el primer estudio sobre el tema, se plantea la necesidad de analizar los instrumentos de venture capital que financian empresas de energía renovables, gestión de los residuos, biotecnología y desarrollo económico. Eurosif denomina a estos instrumentos capital riesgo para la sostenibilidad, es decir, capital invertido en empresas que desarrollan proyectos vinculados a la sostenibilidad.

Desde nuestro punto de vista, antes de presentar los datos más relevantes de este informe, habría que tener en cuenta dos consideraciones importantes.

En primer lugar, debemos tener presente que en los últimos años se ha producido una explosión de los instrumentos de venture capital de estas características, especialmente en España, donde las empresas de energías renovables han experimentado un importante desarrollo. Ahora bien, según nuestra percepción, a diferencia de los distintos tipos de ISR, los inversores que invierten en instrumentos de venture capital no responden a un perfil consciente de búsqueda de responsabilidad y sostenibilidad. Lo que ocurre es que estos negocios (tecnologías limpias, biotecnología, energías renovables) se caracterizan por ser un sector emergente de alta rentabilidad; es decir, se invierte en ellos buscando altos beneficios económicos. En la mayoría de casos, pues, los inversores no invierten deliberadamente en sostenibilidad, sino en empresas altamente rentables.

En segundo lugar, una vez analizados los resultados del informe, consideramos que, por lo menos en referencia a los datos de España, el informe de Eurosif no cubre todos los países y todos los instrumentos que existen en los países europeos de venture capital con algún vínculo con el tema de la sostenibilidad. Así, en España existen bastantes fondos de *venture capital* que invierten en empresas de energías renovables y tecnologías limpias, que no se han integrado en el informe.

A pesar de estas dos consideraciones, que deberían invitarnos a reflexionar y a profundizar en la investigación, consideramos que el informe responde a una aproximación innovadora que debe ser destacada.

El informe de Eurosif (2007) incluye como venture capital para la sostenibilidad los siguientes instrumentos:

- Financiación en forma de inversiones en capital social (opuesta a los instrumentos de endeudamiento o préstamo).
- Inversiones con orientación de rentabilidad.
- Inversiones en fondos y partenariados (no en individuos como *business angels*).
- Venture capitalist con sede en Europa.

11 *Incluye private equity.*

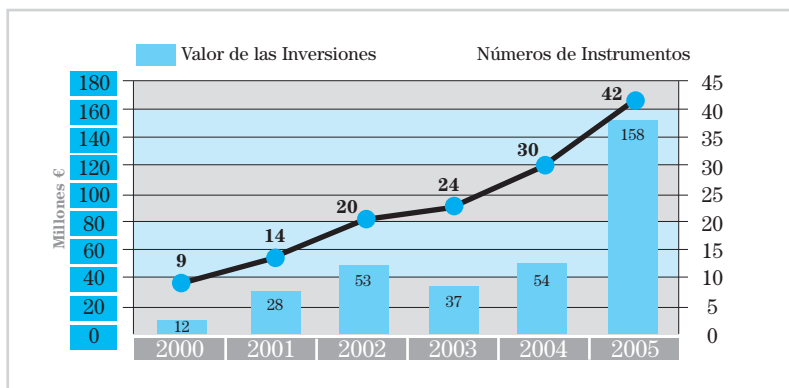
Y no incluye:

- Capital riesgo corporativo: desarrollado por empresas que proveen de capital a otros proyectos empresariales.
- *Social ventures* o *venture philanthropy*: el uso del venture capital en el ámbito de las ONG, las entidades filantrópicas y las empresas sociales.
- *Micro-equity* o microcrédito.

El venture capital para la sostenibilidad se puede definir como “un área específica en el venture capital donde los objetivos de beneficios y rentabilidad se complementan con una misión que tiene impactos directos en la sostenibilidad” (Eurosif, 2007: 5).

Según Eurosif (2007), en 2006, 1.250 millones de euros estaban invertidos en instrumentos de venture capital para la sostenibilidad en Europa. Este volumen de mercado de capital riesgo para la sostenibilidad forma parte de los 72.000 millones de euros del mercado mainstream de venture capital o capital riesgo en Europa<sup>11</sup>. Se trata de una cifra pequeña, pero destacable, sobre todo si se tiene presente que hace cinco años prácticamente no existía.

**Figura 18. Desarrollo del capital y número de instrumentos de capital riesgo para la sostenibilidad en Europa, según Eurosif. 2000-2005**



Fuente: USSIF (2007:6).



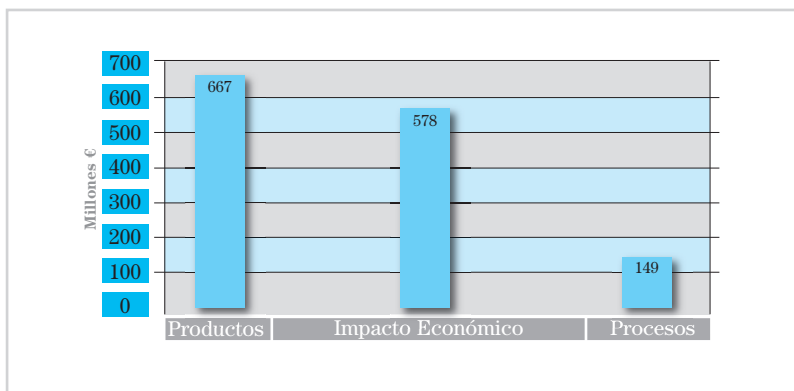
En general, estas inversiones de capital riesgo tienden a tener un tamaño de entre 1 y 5 millones de euros, y su objetivo es apoyar el desarrollo inicial de un proyecto empresarial.

Este mercado se divide en las siguientes áreas:

- **Productos** ofrecidos por la cartera de la empresa que pueden cambiar la naturaleza de la industria alineándola con los criterios de sostenibilidad social y medioambiental.
- **Impacto económico** de los productos y servicios de las empresas en las zonas donde operan (especialmente si se trata de zonas deprimidas).
- **Procesos/operaciones internas** utilizadas por las empresas en función de la gestión de la sostenibilidad.

La mayoría de estas inversiones se centran en empresas que se distinguen por ofrecer productos sostenibles. El número más pequeño, por el contrario, corresponde a las que ponen énfasis en los procesos. Esto se debe a la mayor facilidad para distinguir los productos que contribuyen a la sostenibilidad. Es evidente que las innovaciones en procesos son clave para avanzar en sostenibilidad, pero son más difíciles de sacar a la luz.

**Figura 19. Capital invertido en capital riesgo para la sostenibilidad en Europa, según Eurosif. Año 2005**



Fuente: USSIF (2007:8).

## Sectores industriales

Entre los sectores industriales que adoptan en mayor medida instrumentos de capital riesgo para la sostenibilidad figuran aquellos más directamente vinculados con temas medioambientales, como son el agua, la gestión de los recursos y agriculturas y el sector social.

## Inversores

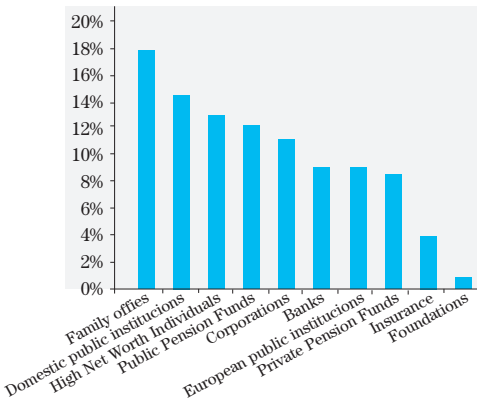
Si atendemos al origen geográfico de los inversores, el estudio de Eurosif (2007) muestra cómo el país donde está más desarrollado el capital riesgo para la sostenibilidad es el Reino Unido, seguido de Francia y los Países Bajos.

España no aparece en esta relación. Sin embargo, tenemos constancia de que los inversores de capital riesgo prestan mucho interés a las empresas de energías renovables y energías limpias, algo que no se refleja en el estudio. Los inversores en estos instrumentos buscan especialmente la rentabilidad, debido a la capacidad de crecimiento de estas empresas innovadoras.

En última instancia, creemos que es importante avanzar en el análisis que ofrece este estudio, sobre todo incorporando datos correspondientes a nuestro país.

Los fondos aportados provienen, sobre todo, de *family office* (18%), fondos de pensiones públicos (12%), bancos (9%), fondos de pensiones privados (7%) y compañías de seguros (4%).

**Figura 20. Origen de los inversores en instrumentos de capital riesgo para la sostenibilidad en Europa, según Eurosif. 2000-2005**



Fuente: USSIF (2007:12).

## Retos futuros

El mercado del capital riesgo vive en general un proceso de desarrollo importante tanto en Europa como en Estados Unidos, si bien en este país el mercado tiene mucho mayor peso. Eurosif (2007) ha optado por analizar aquellos instrumentos de *venture capital* que invierten en instrumentos de tecnologías limpias, energías renovables, agricultura ecológica o desarrollo económico y los ha designado como *venture capital* para la sostenibilidad (VC4S). Esta opción plantea nuevos interrogantes y puede llevar a replantear algunos supuestos, pues debemos tener presente que en muchos casos, a diferencia de la mayoría de la ISR, los emergentes instrumentos de *venture capital* que se invierten en sectores de energías renovables no tienen la sostenibilidad social y medioambiental como finalidad. En muchos casos, por el contrario, se trata simplemente de la búsqueda de la inversión más rentable, que en un momento dado pasa por los proyectos empresariales que ofrecen innovaciones de tipo medioambiental.

El estudio de Eurosif (2007) analiza los principales retos para que estos instrumentos de capital riesgo para la sostenibilidad puedan desarrollarse en Europa.

El principal reto pasa por aumentar el capital invertido en las inversiones de capital riesgo para sostenibilidad. Hasta ahora han sido los inversores individuales o familiares los que han impulsado estos instrumentos. En este sentido, sería importante que esta inversión se desarrollara también entre los inversores institucionales. En Europa, los fondos de pensiones son más conservadores que en Estados Unidos, donde estos fondos invierten en el mercado de capital riesgo.

En segundo lugar, es necesario aumentar no solo la inversión global, sino también el volumen concreto de capital invertido por cada uno de los inversores, que es un volumen pequeño, si se compara con la inversión en Estados Unidos.

En este sentido, cabría contemplar diferentes elementos de promoción que pueden ayudar a mejorar esos retos. Uno de estos elementos es la aplicación de políticas públicas que generen incentivos a la inversión en capital riesgo para la sostenibilidad. A pesar de que los gobiernos europeos han dado apoyo a la sostenibilidad, han sido poco activos en la promoción del uso del capital riesgo para estimular la sostenibilidad.

A este respecto, en el Reino Unido existe el *Enterprise Investment Scheme* (EIS), que crea incentivos para individuos, especialmente los *business angels* o *angel investors*, a los que ofrece descuentos fiscales. Por otro lado, el *Enterprise Capital Funds* (ECF) del Gobierno del Reino Unido es una iniciativa pública que compromete financiación del

sector público para que sea invertida por sectores privados, y que se enfoca a tecnología sostenible.

11 <http://www.calpers.ca.gov> (18/7/2008).

12 <http://www.calstrs.com> (18/7/2008).

Más allá del impulso del sector público, otro de los principales catalizadores de la inversión en capital riesgo para la sostenibilidad pueden ser los inversores institucionales, especialmente los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

En Estados Unidos, los principales fondos de pensiones socialmente responsables, como CalPERS<sup>12</sup> (*California Public Employees' Retirement System*) y CalSTRS<sup>13</sup> (*California State System Retirement System*), han invertido en instrumentos de capital riesgo como Clean Tech, los fondos de capital riesgo de Silicon Valley que han dado lugar a empresas sostenibles social y medioambientalmente.

Por las razones expuestas, en los próximos años permaneceremos atentos al desarrollo y la evolución de estos instrumentos en Europa.



## 2. Los fondos de pensiones en España y la evolución de la ISR

### 2.1 Introducción

En los últimos años, el desarrollo del mercado de la ISR entre los inversores institucionales<sup>14</sup> constituye uno de los principales motores de la sostenibilidad en el mercado financiero convencional. Entre estos inversores institucionales encontramos, sobre todo, los fondos de pensiones. En los países anglosajones hemos visto cómo estos fondos —especialmente los fondos de pensiones de empleo—, por sus características, pueden ser uno de los marcos más favorables para integrar los criterios de responsabilidad en la gestión de la cartera de inversión colectiva.

En este capítulo presentamos una aproximación a la situación de los fondos de pensión de empleo y la ISR en España. Para ello, en primer lugar, se ofrece un marco general que incluye sus aspectos normativos. En segundo lugar, se analizan las diferentes estrategias que han adoptado los fondos de pensiones de empleo en España en el marco de la ISR y se analizan diferentes casos en cada una de las estrategias. El objetivo es analizar cuáles son los elementos que facilitan el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en nuestro país.

### 2.2 Marco general

En la actualidad, los fondos de pensiones ocupan un espacio importante en el sistema financiero y son el pilar básico del complemento privado al sistema público de pensiones.

La creación de los fondos de pensiones privados en nuestro país es tardía, si se compara con los países anglosajones. En España, en efecto, los primeros fondos de pensiones privados, de empleo o individuales, se crearon a finales de la década de 1980. Desde el punto de vista legal, el primer Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones se aprobó en 1987<sup>15</sup>. En la actualidad, el mercado se encuentra todavía en fase de desarrollo. Los principales fondos de pensiones corresponden a grandes empresas o están vinculados a la Administración pública. Por otro lado, nos encontramos con fondos de pensiones de empleo vinculados a empresas que no tienen más de dos décadas y en los cuales el papel de las comisiones de control está poco desarrollado.

Estos elementos son importantes para entender la situación de la ISR en los fondos de pensiones de empleo. En España, el desarrollo de la ISR se inició en el mercado retail a finales de la década pasada. En 1999 se registró en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) un importante volumen de fondos de inversión para este mercado. El desarrollo de la ISR en el mercado institucional, es decir, en los fondos de pensiones de empleo llegó algo más tarde, a partir del año 2002. Si comparamos este mercado institucional de los fondos de pensiones ISR con

14 Eurosif, *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors*, 2003 Report, París, octubre de 2003.

15 Se trata de la Ley de Regulación de Planes y Fondos de Pensiones, Ley 8/1987 de 8 de junio.

los mercados de los países anglosajones, como el Reino Unido y Estados Unidos, donde el mercado de los fondos de pensión está más desarrollado y donde la ISR está más implementada en este tipo de inversión, resulta evidente que en España el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones está aún en una etapa de despegue.

En el caso de los fondos de pensiones de empleo, uno de los actores fundamentales en la implementación de los criterios de responsabilidad social, medioambiental y ética en la política de inversión de los fondos han sido los trustees o miembros de las comisiones de control. Son ellos quienes han desarrollado las políticas de inversión y han pedido a los gestores que gestionen la cartera de inversión a partir de esos criterios.

Poco a poco, en los últimos años, algunas comisiones de control de los grandes fondos de pensiones de empleo han desarrollado estrategias de ISR. En algunos casos, estas comisiones han integrado criterios de gobierno corporativo y de responsabilidad social y medioambiental en la política de inversión, pidiendo a sus gestores la implementación de criterios de responsabilidad social, medioambiental y ética. Otras comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo han empezado a implementar la ISR a través de la firma de los Principios de Inversión Responsable (PRI)<sup>16</sup> de Naciones Unidas, que son aceptados e impulsados por inversores institucionales en todo el mundo y cada vez más también en España. En otros casos, las comisiones de control de los fondos de empleo han empezado a adoptar estrategias como inversores activos y votan en las asambleas de accionistas de las grandes empresas del IBEX 35 de las que son accionistas en temas de gobierno corporativo.

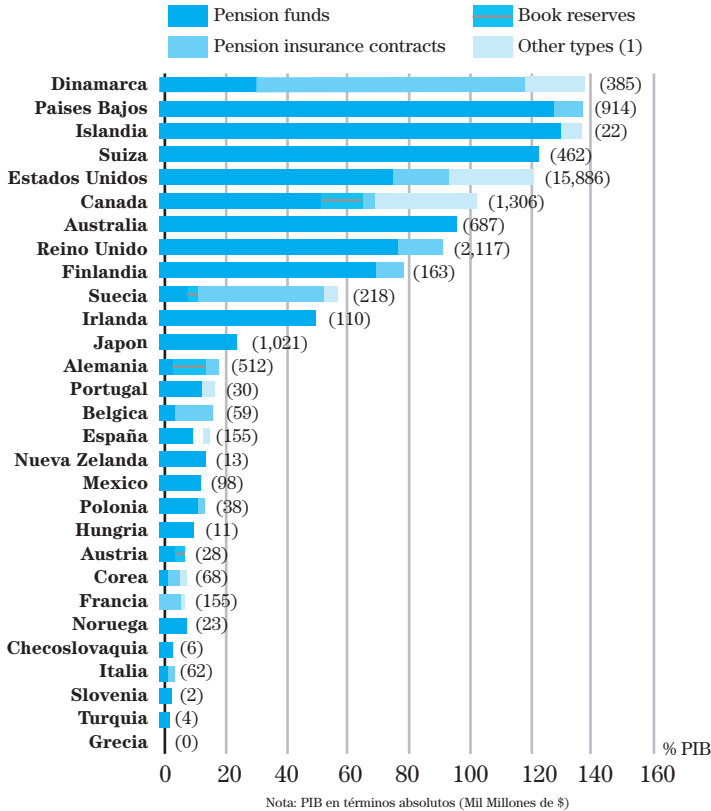
Para poder analizar el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en España debemos analizar primero el marco general en que se integran estos fondos: el patrimonio y el marco legal. En este apartado vamos a analizar en primer lugar cuál es el volumen de los fondos de pensiones en los países de la OCDE, para poder compararlos con el desarrollo de los fondos de pensiones en nuestro país. En segundo lugar, nos ocupamos del marco legislativo sobre los fondos de pensiones en España. En tercer lugar, analizamos el papel que la regulación otorga a las comisiones de control. En cuarto lugar, presentamos el desarrollo de los fondos de pensiones en nuestro país. Finalmente, analizamos las estrategias ISR aplicadas por los fondos de pensiones de empleo.

### 2.2.1 Volumen de los fondos de pensiones en la OCDE

Los fondos de pensiones son el instrumento de inversión más importante a nivel mundial, desarrollado para la cobertura privada de la presta-

ción de jubilación, y son complementarios de los sistemas de jubilación pública. La inversión institucional concentrada en los fondos de pensiones se sitúa en torno al 41% de la capitalización mundial. A finales del año 2006, el mercado de los fondos de pensión en los países de la OCDE (2007), que incluían los fondos de pensiones de empleo y los fondos de pensiones individuales, alcanzó los 24,6 mil millones de dólares. De estos el 66,1% (16,2 millones de dólares) eran fondos de pensiones, el 17,7% eran productos de pensiones de bancos o gestores de fondos, el 14,1% eran seguros de pensiones y el 2,1% eran reservas de provisión para pensiones.

**Figura 21. Distribución de los instrumentos de pensiones por países de la OCDE (2006)**



FUENTE: OECD, Global Pension Statistics (2007)



En Europa, la Comisión Europea ha establecido un sistema clasificatorio en tres pilares del sistema de jubilación. El primer pilar corresponde a la seguridad social pública, constituida por prestaciones no contributivas y contributivas. El segundo pilar está constituido por los sistemas profesionales de previsión social colectivos y voluntarios, esto es, por los planes de pensiones de empleo y los contratos de seguro colectivo. El tercer pilar, finalmente, corresponde a los sistemas privados individuales, es decir, a los planes de pensiones individuales y contratos de seguro individual (planes de jubilación, plan de previsión asegurado, etc.).

Si analizamos los datos para Europa, la *European Federation for Retirement Provision* (EFRP) (2008) estima que, a finales del año 2006, el patrimonio de los fondos de pensiones de empleo invertidos en Europa era de 4,2 billones de euros. De estos, 2,88 millones de euros eran gestionados en fondos de pensiones; 313.000 millones de euros eran gestionados en sistemas de reserva y 861.000 millones de euros eran gestionados en contratos de seguros de vida.

### **2.2.2 Legislación sobre los fondos y planes de pensiones en España**

Actualmente, en España, los fondos de pensiones se rigen por el Real Decreto Legislativo 1/2002,<sup>17</sup> texto refundido de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones 8/1987, del que también derivan el Real Decreto 304/2004, de Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, y el Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre de 2007.

La aprobación de este nuevo marco normativo tiene que ver con la transformación del marco normativo europeo sobre planes y fondos de pensiones. El 23 de septiembre de 2003 se publicó la Directiva 2003/41 CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, en la que, tras un largo proceso de discusión y debate intraeuropeo, se definen las directrices que deben seguir los países miembros.

Los planes de pensiones establecen el derecho de las personas a cuyo favor se constituyen a percibir rentas o capitales por jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad o invalidez. El Real Decreto 1/2002 establece las obligaciones de contribución a los planes y fondos de pensiones, así como las reglas de constitución y funcionamiento del patrimonio. Se trata de planes o fondos constituidos voluntariamente por la entidad promotora, y sus prestaciones no son, en ningún caso, sustitutivas de las preceptivas en el régimen correspondiente de la Seguridad Social; en consecuencia, tienen carácter privado y son complementarias de aquellas.

Un **plan de pensiones** es una modalidad de ahorro que permite, pasado un tiempo, recuperar el valor de lo invertido, más los rendimientos que haya generado en ese período. Generalmente, esos ahorros se invierten en un fondo con una serie de gratificaciones fiscales específicas. La ley establece que los planes deben integrarse en un fondo de pensiones, el cual puede incluir al mismo tiempo más de un plan. La cantidad de capital invertido por un ahorrador y que forma parte del fondo se denomina “participación”. El valor de la participación de un plan de pensiones se determina diariamente y se calcula dividiendo el patrimonio total del fondo donde se invierte entre el número total de participaciones.

Los **fondos de pensiones** son patrimonios creados exclusivamente con el propósito de dar cumplimiento a planes de pensiones. En consecuencia, los diferentes planes de pensiones integrados en un mismo fondo de pensiones responderán a una misma política de inversión. Los fondos de pensiones carecen de personalidad jurídica y son administrados necesariamente por una entidad gestora con el concurso de una entidad depositaria.

Pueden ser entidades gestoras de fondos de pensiones las sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo sea la administración de fondos de pensiones; asimismo, lo pueden ser las entidades aseguradoras autorizadas para operar en España en el ramo del seguro directo sobre la vida y las mutualidades de previsión social.

Según el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, en España existen tres modalidades de planes de pensiones:

- El sistema de empleo: corresponde a los planes promovidos por una empresa, sociedad, corporación o entidad y cuyos partícipes son sus empleados.
- El sistema asociado: corresponde a los planes promovidos por una asociación o un sindicato y cuyos partícipes son sus asociados, miembros o afiliados.
- El sistema individual: corresponde a los planes promovidos por una entidad de carácter financiero y cuyos partícipes son cualesquiera personas físicas.

Por otra parte, los fondos de pensiones, en función de las modalidades de planes de pensiones que integran, se clasifican en:

- Fondos de pensiones de empleo, que integran planes de pensiones del sistema de empleo.
- Fondos de pensiones personales, cuyo ámbito de actuación corresponde al desarrollo de los planes de los sistemas individual y asociado.

En los planes del sistema de empleo, el promotor solo podrá serlo de un solo fondo, al que exclusivamente podrán adherirse como partícipes los empleados de la empresa promotora, independientemente del régimen de la Seguridad Social aplicable. La condición de partícipes también puede extenderse a los socios trabajadores y de trabajo en el ámbito de las sociedades cooperativas y laborales, en los términos que reglamentariamente se prevén. Asimismo, el empresario individual que emplea trabajadores, en virtud de su relación laboral, podrá promover un plan de pensiones del sistema de empleo en interés de estos, en el que también podrá figurar como partícipe.

Además, dentro de un mismo plan de pensiones del sistema de empleo es admisible la existencia de subplanes o fondos, incluso si estos son de diferentes modalidades o articulan en cada uno diferentes aportaciones y prestaciones.

El Real Decreto 1/2002 establece que el activo de los fondos de pensiones está invertido de acuerdo con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y de plazos adecuados a sus finalidades. Por reglamento interno se establece el límite mínimo, no inferior al 75% del activo del fondo, que se invierte en activos financieros contratados en mercados regulados, en depósitos bancarios, en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles. También reglamentariamente pueden fijarse porcentajes mínimos o máximos de inversión en determinadas categorías generales de inversiones, con el fin de asegurar su liquidez o solvencia y sin que, en ningún caso, puedan entrañar obligaciones de invertir en activos financieros específicos cuya rentabilidad no se adecue a las condiciones generales de los mercados financieros. La inversión en activos extranjeros se computa en el porcentaje indicado a su naturaleza.

### 2.2.3 Comisiones de control

Entre los requisitos para la gestión del fondo, según el Real Decreto 1/2002, se establece que debe constituirse una comisión de control. La comisión de control del plan de pensiones de empleo está formada por representantes del promotor o promotores y representantes de los partícipes y, en su caso, de los beneficiarios. Los representantes de los partícipes pueden ostentar la representación de los beneficiarios del plan de pensiones, sin perjuicio de que, en su caso, el convenio condicione las obligaciones de la empresa con los trabajadores a la incorporación de estos al plan de pensiones.

Respecto a los trabajadores, puede establecerse un procedimiento de designación directa de los miembros de la comisión de control por parte de la comisión negociadora del convenio, o de designación de los representantes de los partícipes y beneficiarios, por acuerdo de la mayoría de los representantes de los trabajadores en la empresa.

Respecto a los planes de pensiones del sistema individual, los promotores deben ser entidades de carácter financiero inscritas en los registros especiales del Ministerio de Economía, del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Un plan del sistema individual no es discriminatorio cuando cualquier persona que manifieste voluntad de adhesión y tenga capacidad de obligarse puede hacerlo en los términos contractuales estipulados. En este caso, la adhesión de los partícipes se hace a través de la entidad financiera promotora del plan de pensiones, directamente o a través de la entidad gestora o depositaria del fondo de pensiones en el que está integrado el plan.

Al igual que sucede en los planes de pensiones, en todos los fondos de pensiones se constituye una comisión de control de fondos. En los fondos de pensiones de empleo esta comisión está necesariamente formada por representantes de cada uno de los planes que integran el fondo —si está constituido por solo uno, la comisión de control del plan ejerce las funciones de comisión de control del fondo—. En los fondos de pensiones personales se constituye una comisión de control del fondo integrada por representantes de cada uno de los planes adscritos.

Las funciones de la comisión de control del fondo de pensiones son, entre otras, las siguientes:

- a) Supervisión del cumplimiento de los planes adscritos.
- b) Control de la observancia de las normas de funcionamiento, del propio fondo y de los planes.
- c) Nombramiento de los expertos cuya actuación esté exigida por la Ley, sin perjuicio de las facultades previstas dentro de cada plan de pensiones.
- d) Propuesta y, en su caso, decisión en las demás cuestiones sobre las que la Ley le atribuye competencia. Podrá recabar sobre la entidad gestora y depositaria la información que resulte pertinente para el ejercicio de sus funciones.
- e) Representación del fondo, pudiendo delegar en la entidad gestora para el ejercicio de sus funciones.
- f) Examen y aprobación de la actuación de la entidad gestora en cada ejercicio económico, exigiéndole, en su caso, la responsabilidad prevista en el artículo 22 de la Ley.
- g) Sustitución de la entidad gestora o depositaria, en los términos previstos en el artículo 23.
- h) Suspensión de la ejecución de actos y acuerdos contrarios a los intereses del fondo.
- i) En su caso, aprobación de la integración en el fondo de nuevos planes de pensiones.

Como hemos señalado anteriormente, a partir del Real Decreto 1/2002 se estableció el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprobó el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones. Este Reglamento, que vino a dar respuesta a buena parte de las reclamaciones de los agentes

implicados en el desarrollo de los sistemas de previsión social empresarial, traspone parcialmente la Directiva de la Unión Europea. El Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones desarrolla la revisión financiero-actuarial íntimamente ligada a la declaración de los principios de la política de inversiones que debe redactar la comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora. Profundizando en el análisis de las nuevas obligaciones en materia de seguimiento y control de las inversiones, la revisión financiera-actuarial debe velar por que la relación entre los objetivos, la rentabilidad y el riesgo pueda cumplirse y se gestione de manera dinámica, de acuerdo con las decisiones adoptadas por la comisión de control.

Este Real Decreto ha sido modificado de nuevo por el Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre, que introduce cambios en distintos ámbitos de la normativa de planes de pensiones. Aquí nos interesa, en particular, ver cómo el Reglamento pone énfasis en la información a partícipes y beneficiarios de planes de empleo. En esta línea, se establece que, con periodicidad semestral, las entidades gestoras deberán remitir a los partícipes y beneficiarios de los planes de pensiones de empleo información sobre la evolución de sus derechos económicos en el plan, así como extremos que pudieran afectarles, especialmente las modificaciones normativas, cambios en las especificaciones del plan, en las normas de funcionamiento o en su política de inversiones y en las comisiones de gestión y depósito.

El artículo 69.6 de este Reglamento establece que las comisiones de control deben ejercer sus derechos políticos. La Ley establece que la comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes, 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. Dichos derechos los ejercitará 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.

### 2.3 Fondos de pensiones en España

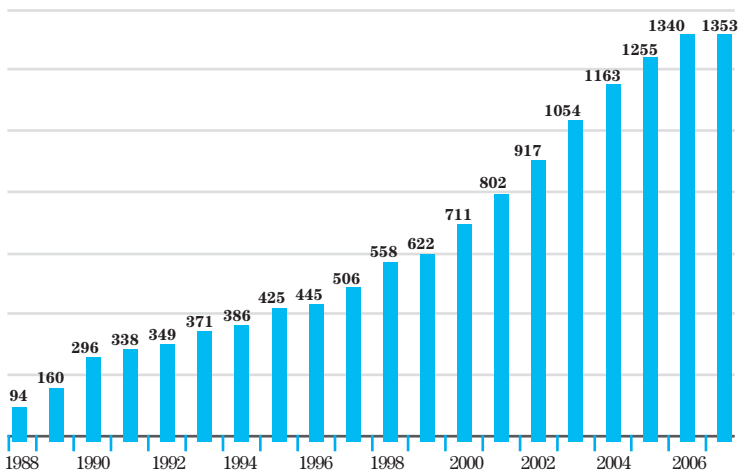
En España, al cierre del ejercicio del año 2007, existían 2.969 planes de pensiones, que se gestionaban a través de 1.353 fondos de pensiones.

**Tabla 9.** Número de planes y fondos de pensiones en España (2006-2007)

|                        | 2006  | 2007  | Incremento absoluto | Incremento % |
|------------------------|-------|-------|---------------------|--------------|
| Planes de pensiones    | 3.289 | 2.969 | -320                | -9,7         |
| Fondos de pensiones    | 1.340 | 1.353 | 13                  | 1            |
| Entidades Gestoras     | 112   | 113   | 1                   | 0,9          |
| Entidades Depositarias | 100   | 102   | 2                   | 2            |

Fuente: DGSFP (2008).

**Figura 22.** Evolución del número de Fondos de pensiones inscritos en el registro de la DGSFP (1988-2006)



FUENTE: DGSFP (2008).

El total de 1.353 fondos de pensiones comprende 208 que no tenían ningún plan de pensiones integrado, lo que representa el 14,34% de los fondos autorizados. 792 fondos de pensiones tenían un único plan integrado, lo que equivale al 58,54% del total de fondos.

Respecto a los datos sobre el patrimonio y los partícipes, se estima que, al cierre del ejercicio del año 2007, el patrimonio gestionado por los fondos de pensiones en España ascendía a 87.576 millones de euros y contaba con 10.288.247 partícipes

**Tabla 10. Patrimonio y partícipes de los planes y fondos de pensiones en España (2006-2007)**

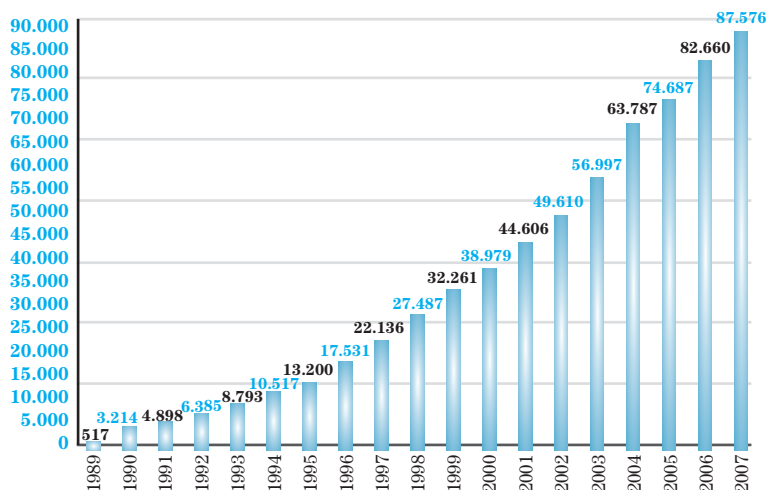
|                          | 2006      | 2007       | Incremento absoluto | Incremento % |
|--------------------------|-----------|------------|---------------------|--------------|
| <b>Patrimonio fondos</b> | 82.660    | 87.576     | 4.916               | 5,9          |
| <b>Partícipes</b>        | 9.794.093 | 10.228.247 | 494.154             | 5,0          |
| <b>Aportaciones</b>      | 8.096     | 7.036      | -1.060              | -13,1        |
| <b>Prestaciones</b>      | 3.300     | -64        | -64                 | -1,9         |

Datos en millones de euros

Fuente: DGSFP (2008).

En la siguiente figura observamos la evolución del patrimonio desde 1989 hasta hoy:

**Figura 23. Evolución del patrimonio de los Fondos de pensiones inscritos en el registro de la DGSFP (1989-2007)**

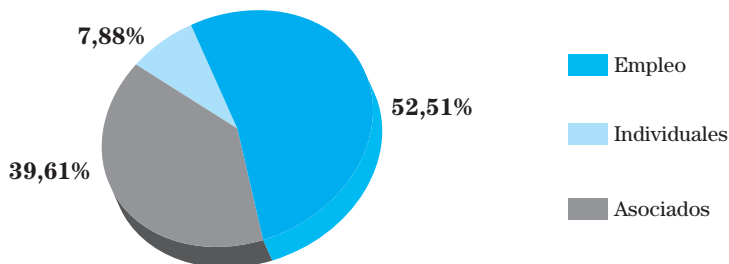


FUENTE: DGSFP (2008).

El número de planes de pensiones existentes al cierre del ejercicio de 2007 era de 2.969: 1.559 de ellos eran planes de empleo, 234 eran planes asociados y 1.176 eran planes individuales.

18 <http://www.dgsfp.mineco.es/profesionales/informaciontecnicacp.asp> (16/6/2008)

**Figura 24. Distribución del número de planes de pensiones (2007)**



FUENTE: DGSFP (2008).

En España, los fondos de pensiones de empleo son voluntarios. Del total de estos fondos de pensiones inscritos a 31 de diciembre de 2007, 361 incorporan planes de pensiones de la modalidad de empleo (DGSFP, 2007: 28). En España, solo un 9% de los trabajadores cuenta con un plan de pensiones de empleo, que se mantiene sobre todo en las grandes empresas. Según los datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), en 2007 solo 1,7 millones de empleados tenían algún plan de pensiones de empleo.<sup>18</sup>

Si comparamos los datos del capital invertido en los fondos de pensiones de empleo, clasificados como el segundo pilar en el marco de la Unión Europea (15), España ocupa el sexto lugar, por delante de países como Austria, Bélgica, Finlandia, Hungría, Irlanda, Italia y Portugal.



**Tabla 11: Capital invertido en fondos de pensiones de empleo en Europa**  
billones EUROS

| Países            | 2º pilar       |                | Fondos Pensiones |                | Seguros       |               | Book reserves |               |
|-------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 2005           | 2006           | 2005             | 2006           | 2005          | 2006          | 2005          | 2006          |
| Austria           | 21,92          | 23,32          | 11,50            | 12,56          | 1,24          | 1,30          | 9,18          | 9,46          |
| Bélgica           | 45,80          | 47,17          | 13,80            | 14,21          | 32,00         | 32,96         |               |               |
| Dinamarca         | 149,60         | 165,70         | 55,80            | 59,70          | 93,80         | 106,00        |               |               |
| Finlandia         | 9,91           | 10,33          | 5,25             | 5,53           | 4,66          | 4,80          |               |               |
| Francia           | 140,00         | 150,00         |                  |                |               |               |               |               |
| Alemania          | 401,50         | 413,552        | 90,60            | 93,32          | 45,40         | 46,76         | 265,50        | 273,47        |
| Hungría           | 2,60           | 70             | 2,60             | 2,70           |               |               |               |               |
| Irlanda           | 77,83          | 87,70          | 70,09            | 78,93          | 7,74          | 8,77          |               |               |
| Italia            | 50,05          | 51,48          | 43,01            | 43,29          | 3,70          | 3,64          | 3,34          | 4,55          |
| Holanda           | 722,38         | 780,00         | 635,00           | 690,00         | 87,38         | 90,00         |               |               |
| Portugal          | 7,78           | 8,69           | 7,78             | 8,69           |               |               |               |               |
| España            | 95,14          | 98,34          | 52,72            | 55,80          | 30,12         | 31,02         | 12,30         | 11,50         |
| Suecia            | 155,80         | 160,47         | 12,10            | 12,46          | 129,20        | 133,08        | 14,50         | 14,94         |
| Reino Unido       | 1496,00        | 1557,00        | 1366,00          | 1423,00        | 130,00        | 134,00        |               |               |
| <b>Total (UE)</b> | <b>3376,31</b> | <b>3551,32</b> | <b>2366,25</b>   | <b>2500,19</b> | <b>565,24</b> | <b>592,33</b> | <b>304,82</b> | <b>313,92</b> |
| Islandia          | 1,42           | 1,62           | 1,42             | 1,62           |               |               |               |               |
| Noruega           | 93,19          | 98,00          | 20,37            | 23,00          | 72,82         | 75,00         |               |               |
| Suiza             | 533,73         | 549,74         | 345,49           | 355,85         | 188,24        | 193,89        |               |               |
| <b>Total</b>      | <b>4004,65</b> | <b>4200,68</b> | <b>2733,53</b>   | <b>2880,66</b> | <b>826,30</b> | <b>861,22</b> | <b>304,82</b> | <b>313,90</b> |

Data market in red: estimate calculated as  $200(x+1) = 200X1,03$  - Data marked in blue: stall estimates

Fuente: EFRP (2008: 33).

Los planes de pensiones más importantes en España son, por orden en volumen de patrimonio y partícipes, los de las grandes empresas: Telefónica, La Caixa, BBVA, Endesa e Iberdrola.

**Tabla 12: Planes de pensiones de empleo e individuales con mayor volumen de patrimonio en España (31/12/2007)”**

| Plan de pensiones       | Entidad gestora          | Fondo                       | Patrimonio miles € (31/12/07) | Rentabilidad Dic. 2007 | Tipo   |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------------|--------|
| Empleados de Telefónica | Fonditel                 | Empleados de Telefónica ESP | 4.426.971                     | 1,59                   | Empleo |
| Trabajadores “la Caixa” | Caixa Vida               | Pensions Caixa 30           | 3.911.693                     | 2,78                   | Empleo |
| FA-23 EMPL              | BBVA                     | Fondo 23                    | 2.642.515                     | 2,85                   | Empleo |
| PP Endesa               | Endesa FP                | Ibercaja                    | 2.358.331                     | 3,45                   | Empleo |
| BBVA Individual         | BBVA                     | BBVA Individual             | 1.649.286                     | 1,14                   | RFMX   |
| Europopular Vida        | Banco Popular            | Europopular Vida            | 1.648.562                     | 1,78                   | RFMX   |
| BBVA Protección 2010    | BBVA                     | BBVA Treinta y Dos          | 1.328.678                     | 1,78                   | GAR    |
| BBVA Protección 2015    | BBVA                     | BBVA Treinta y Tres         | 1.209.230                     | 2,16                   | GAR    |
| Iberdrola               | BBVA                     | Empleados Iberdrola         | 1.043.141                     | 2,74                   | Empleo |
| PP Caja Madrid          | Caja Madrid              | Ahorro Madrid               | 1.082.226                     | 0,18                   | RFMX   |
| BS Pentapensión FP      | BanSabadell 5            | Banco Sabadell              | 949.564                       | 0,17                   | RFMX   |
| PP Mapfre Mixto         | MapfreMixto              | Mapre                       | 913.202                       | 2,03                   | RFMX   |
| SCH RF Mixta 35/15      | Santander RFMx 1         | Santander                   | 834.489                       | 0,09                   | RFMX   |
| SCH Inmobiliario        | SCH Inmobiliario Pensión | Santander                   | 758.759                       | 2,81                   | RFLP   |
| BBVA Protección 2025    | BBVA Veintiocho          | BBVA                        | 754.798                       | 1,81                   | GAR    |
| PlanCaixa RFM           | Pensions Caixa RFMX      | la Caixa                    | 752.914                       | 1,68                   | RFMX   |
| PP CajaMadrid 23        | Empleados Caja Madrid    | Caja Madrid                 | 746.998                       | - 0,19                 | Empleo |
| RG-UNO Renta Fija       | RGA                      | Caja Rural                  | 719.677                       | -0,41                  | RFLP   |
| CavalPensión            | Foncaval                 | Bancaja                     | 717.993                       | 2,09                   | RFMX   |
| SCH RF Mixta 70/30      | SCH R Fija Mx2 Pens      | Santander                   | 644.673                       | 0,60                   | RFMX   |

Fuente: Inverco, (2008)\*.

Una parte importante de los planes de pensiones de las grandes empresas corresponde a aquellas que en su momento contaban con sistemas de previsión social y jubilación, que han ido transformando en fondos de pensiones, o bien a grandes empresas que se han instalado en España. En la actualidad, el mercado está estancado, excepto por la incorporación de la Administración pública, que ha permitido la entrada de muchos partícipes, aunque con un patrimonio muy bajo, ya que los dotaron con solo el 0,5% de la masa salarial de los funcionarios.

19 <<http://www.calpers.ca.gov/>> (4/9/2008).

El sector que tiene más planes de pensiones de empleo es el financiero, que concentra el 20% del patrimonio de este tipo de fondos en España (DGSFP, 2007).

## 2.4 Experiencias internacionales

En otros países europeos y también en Estados Unidos encontramos un volumen importante de fondos de pensiones de empleo, fondos de pensiones de administraciones públicas y fondos de pensiones de universidades e instituciones sociales que gestionan su cartera con criterios ISR. Lo que destaca en todos ellos es la capacidad de los partícipes y sus gestores de organizarse para actuar como accionistas de las empresas en las que invierten. En este sentido, los fondos de pensiones se han servido de las diferentes reformas que se han realizado en los últimos años sobre los códigos de gobierno corporativo para participar como accionistas minoritarios en las juntas de accionistas e iniciar políticas de diálogo con las empresas (*engagement*).

En el contexto internacional, entre estos fondos de pensiones con políticas de responsabilidad social, sostenibilidad y gobierno corporativo podemos destacar CalPERS y CalSTRS en Estados Unidos, KPPM en los Países Bajos, *The British Telecom Pension Scheme*, *Friends Provident Pension Scheme*, *Stagecoach Group Pension Scheme* en el Reino Unido, *Ethos Fund* en Suiza, el Fondo de Reserva Público de Pensiones en Francia, el Fondo de Pensiones Nacional en Suecia, etc.

Seguidamente presentamos tres de ellos.

*California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) es uno de los principales fondos de pensiones de trabajadores públicos en Estados Unidos, y ofrece servicios a un millón y medio de trabajadores de la Administración pública de California. En octubre de 2007, el fondo tenía 254.800 millones de euros de capital. La misión del fondo es proporcionar un sistema de retiro y un seguro de salud a los trabajadores, manteniendo a la vez una atención al medio en que actúan y atendiendo al comportamiento de las empresas en las que invierte. Entre sus valores figuran la calidad, el respeto, la integridad vinculada al comportamiento ético y profesional y la transparencia en cuanto a la gestión y la rendición de cuentas. CalPERS es uno de los fondos de pensiones

que han integrado criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. El fondo ha destacado, sobre todo, por sus iniciativas como accionista socialmente responsable actuando en las juntas de accionistas de las empresas que integran su cartera de valores.

El segundo fondo de pensiones es *California State Teachers' Retirement System* (CalSTRS),<sup>20</sup> el fondo de pensiones de los profesores de las escuelas públicas y la comunidad educativa del Estado de California. Se trata del fondo de pensiones de profesores más importante de Estados Unidos y es el segundo fondo de pensiones público más importante después de CalPERS. En la actualidad cuenta con 795.000 partícipes y beneficiarios y su activo ascendía, a finales de julio de 2008, a 160.200 millones de dólares. La filosofía de inversión de CalSTRS incluye la inversión a largo plazo con criterios de sostenibilidad. En su política destaca, en particular, el desarrollo de políticas y estándares de gobierno corporativo en las empresas en las que invierte.

En respuesta a las responsabilidades fiduciarias de sus miembros, la dirección del fondo y sus gestores tienen la obligación de exigir a las empresas participadas conductas responsables en sus operaciones.

En la política de inversión de CalSTRS se expone que la supresión de los derechos humanos incluye la venta de armamento y tecnología de doble uso a los gobiernos, el uso de trabajo forzado, la violación del derecho internacional y las convenciones de Ginebra y la venta de productos contaminados y peligrosos para la salud humana.

CalSTRS es también uno de los fondos más activos en cuanto a la participación en las asambleas de accionistas de las empresas de las que es partícipe, así como por lo que respecta a la política de diálogo con las empresas. Se ejerce el derecho al voto (*proxy voting*).

El tercer fondo que queremos destacar es PGGM.<sup>21</sup> Se trata del segundo fondo de pensiones más importante de los Países Bajos y actúa como gestor de inversiones para fondos de pensiones, ofreciendo un amplio espectro de productos y servicios vinculados. Así, administra planes de pensiones colectivos en el sector de la salud y el trabajo social. Sus principales objetivos son, en primer lugar, generar un alto nivel de rentabilidad de sus inversiones y, en segundo lugar, invertir con criterios de responsabilidad. La política de PGGM es de compromiso, responsabilidad y ética con todas las empresas a las que provee servicios de pensiones. Su estructura cooperativa adopta forma de organización sin ánimo de lucro. Entre sus productos incluye incapacidad, paro y seguros.

El principal cliente de PGGM es *Pensioenfonds Zorg en Welzijn*, con un capital de 88.000 millones de euros. *Pensioenfonds Zorg en Welzijn* determina la política y PGGM gestiona el capital.

20 <<http://www.calstrs.com/index.aspx>> (4/9/2008).

21 <<http://www.pggm.nl/particulieren/default.asp>> (4/9/2008).

Entre las estrategias ISR PGGM desarrolla las siguientes: exclusión de la cartera, activismo de los accionistas y diálogo con las empresas (*engagement*). PGGM fue uno de los primeros miembros de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas en abril de 2006.

## 2.5 Fondos de pensiones de empleo en España: estrategias de adopción de la ISR

En España, los primeros fondos de pensiones que integraron criterios de ISR emergieron en los primeros años de esta década, a partir del año 2001. En primer lugar, durante el año 2002-2003, algunos fondos de pensiones de grandes empresas y administraciones públicas empezaron a incluir en sus políticas de inversión criterios de ISR. Esta constatación situaba al mercado español en el marco de las tendencias actuales de ámbito europeo e internacional. Se trataba de grandes fondos de pensiones de empleo; entre ellos destacaban el fondo de pensiones de los empleados de Telefónica, el fondo de pensiones de los trabajadores y empleados de “la Caixa”, el fondo Oncepensión, el fondo de pensiones de los empleados de la Diputación General de Aragón, el fondo de pensiones de los empleados del Ayuntamiento de Almería, el fondo de pensiones de los empleados de Caixa Galicia, el fondo de pensiones de los empleados de TMB o el fondo de pensiones de los empleados de la empresa Acumuladores Tudor. La mayoría de estos fondos ha integrado la ISR como estrategia reducida, en un porcentaje que se mueve entre el 1 y el 3% de su cartera de inversión.

En 2003, por otra parte, se creó el primer fondo de pensiones destinado al mercado retail. Se trata del fondo BS Plan Ético y Solidario,<sup>22</sup> comercializado por el Grupo Sabadell-Atlántico.<sup>23</sup> Otro fondo de pensiones en el mercado retail es La gestora ha lanzado al mercado el fondo de pensiones en el mercado retail es Ahorro Pensión 33 gestionado por Caser Seguros que tiene una declaración de política de inversiones con criterios ISR a partir de criterios de exclusión de valores según sectores de actividad. Tiene varios planes adscritos de diferentes cajas de ahorro.

Desde entonces el sector ha ido evolucionando. En estos momentos podemos hablar, fundamentalmente, de tres estrategias en el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en España.

En primer lugar, la ISR puede ser aplicada en los fondos de pensiones de empleo como **estrategia reducida**. Esta ha sido la estrategia desarrollada por los primeros fondos de empleo que impulsaron la integración de criterios ISR. Se trata de la incorporación de criterios ISR en la política de inversión en un porcentaje reducido de su patrimonio a través de criterios concretos, normalmente negativos. Por lo común, los fondos de empleo que han adoptado estos criterios establecen que el 1

22 <[http://www.bancabadell.es/es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION\\_-\\_JUBILACION/BS\\_PLAN\\_ETICO\\_Y\\_SOLIDARIO/index.html](http://www.bancabadell.es/es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION_-_JUBILACION/BS_PLAN_ETICO_Y_SOLIDARIO/index.html)> (16/1/2004).

23 Este plan de inversión es una iniciativa conjunta del Banco de Sabadell y la ONG Intermón Oxfam, que actúa como entidad beneficiaria del fondo y recibe el 0,5% de la comisión de gestión de la institución gestora, que es del 1,90%; la comisión de depósito es del 0,45 %. Intermón Oxfam destina esta donación a proyectos de desarrollo y ayuda humanitaria. El fondo ha determinado la inversión en empresas que se distinguen por la adopción de políticas de responsabilidad social y ética. Para poder aplicar este criterio en la preselección financiera, el fondo invierte los componentes del universo del índice financiero socialmente responsable *FTSE4 Good Europe Index*. En él se incluyen empresas que han adoptado políticas de responsabilidad social y que se distinguen por el respeto a los derechos humanos y su contribución a la sostenibilidad medioambiental, quedando expresamente excluidas las vinculadas a la producción de tabaco, sistemas completos de armamento o piezas clave de armamento nuclear, así como sus proveedores, además de empresas propietarias y operadoras de centrales de energía nuclear y extractores y productores de uranio. Para la gestión del fondo se ha establecido la creación de una comisión ética y de seguimiento que se reunirá al menos dos veces al año para supervisar y validar los criterios éticos del plan y delimitar los valores aptos para la inversión de la cartera. La comisión, que aún no se ha creado, estará integrada por representantes del Banco de Sabadell, Intermón Oxfam y ESADE.

ó 2% de su patrimonio debe estar invertido con criterios ISR a través de la inversión en fondos ISR. Con otros criterios de preselección de la cartera se ejerce mediante la inversión indirecta con la compra de acciones en fondos ISR europeos, si bien también se dan casos de inversión directa a través de la compra de acciones de empresas. Generalmente, no se han ejercido los derechos políticos en las juntas de accionistas y hay que pagar un coste a los fondos indirectos. Esta estrategia, que ha sido la más utilizada por los fondos de empleo hasta hoy, ha tenido un impacto importante, pero debemos constatar su futuro limitado.<sup>24</sup>

En segundo lugar, encontramos una nueva estrategia adoptada por los fondos de pensiones de empleo en España: el **activismo accionarial**. Se trata del ejercicio del derecho político al voto en las juntas de accionistas de las empresas que están participadas en sus carteras de inversión. El impulso inicial corresponde a las comisiones de control de los fondos que ejercen el derecho directamente a través del voto director o el voto por correo. No obstante, poco a poco las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo en España también están delegando el derecho al voto a las instituciones de gestión.

Esta estrategia incluye también la relación activa entre la institución gestora del fondos con las compañías participadas. De forma reactiva, se aplica el ejercicio del derecho al voto en las juntas de accionistas y de forma preactiva, se incluye las estrategias de *engagement* o diálogo con las empresas en relación a las políticas corporativas sociales y medioambientales.

En España el impulso del activismo accionarial entre los miembros de las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo ha sido impulsado por algunas gestoras de inversión y también muy especialmente, destaca el importante papel de los sindicatos, a través del Área de Fondos de Pensiones de CC. OO. y UGT, que han promovido el que las comisiones de control de los fondos de pensiones ejercieran sus derechos políticos en las juntas de accionistas de las empresas del IBEX 35 de las que son partícipes.<sup>25</sup>

En este sentido, hay dos elementos legislativos que han favorecido la emergencia de esta estrategia. En primer lugar, la aprobación en mayo 2006 por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del Código Unificado de Buen Gobierno. Este Código ha obligado a las empresas cotizadas en España a presentar a partir de 2008 los informes de gobierno corporativo. Además, en España se ha introducido el cambio legislativo que se adoptó con el Real Decreto 304/2004, art. 69.6, que obliga a las comisiones de control a ejercer el derecho al voto.

Estos dos elementos han facilitado este ejercicio del derecho al voto por parte de las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo.

24 Tenemos constancia, entre otros, del fondo de pensiones de los empleados de Telefónica, el plan de pensiones de los empleados de "la Caixa", el plan de pensiones de los empleados del Grupo Caja Madrid, el plan y el fondo de pensiones de los empleados del Santander, el fondo de pensiones de los empleados del BBVA, el fondo Oncepensión, el fondo de pensiones de los empleados de la Diputación General de Aragón, el fondo de pensiones de los empleados del Ayuntamiento de Almería, el fondo de pensiones de los empleados de Caixa Galicia, el fondo de pensiones de los empleados de TMB y el fondo de pensiones de los empleados de la empresa Acumuladores Tudor.

25 Desde hace tres años, el Área Confederal de Planes y Fondos de Pensiones de CC. OO. impulsa la participación de los fondos de pensiones de empleo en las juntas generales de accionistas de empresas que tengan su sede social en España (por ahora existen muchas barreras legales y administrativas para ejercer el voto en empresas más allá de las fronteras). Para ello se elabora un informe que incluye un análisis de los puntos del orden del día de las juntas de las empresas del IBEX 35 y se presenta un estudio de su gobierno corporativo que se remite a las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo. Sus criterios de análisis se basan en el Código Unificado de Buen Gobierno.

A principios de 2008, diferentes gestoras de inversión gestionaban una parte importante de los fondos de pensiones de empleo en España. Algunas de ellas como Caser Seguros, Fonditel, Vida Caixa, Caja Madrid Pensiones, Gestión de Previsión y Pensiones (GPP) o Aviva. Algunas de ellas están adoptando un rol importante en el ejercicio del derecho al voto de los fondos de pensiones de empleo: informan a las comisiones de control y las animan a votar en las asambleas de accionistas.

Esta estrategia se encuentra todavía en un proceso inicial de desarrollo y se tienen pocos datos sobre su desarrollo.

Así, en estos momentos, en el informe sobre gobierno corporativo publicado por CC.OO (2008) se informa de las comisiones de control de los fondos que han ejercido directamente su voto por correo o bien electrónicamente; pocas veces asisten personalmente a las juntas generales de accionistas. Hasta ahora, las comisiones de control han puesto el énfasis en las cuestiones de buen gobierno (y, entre estas, especialmente en la retribución y la transparencia), pero está previsto, con el impulso de los sindicatos, que en el futuro se trabaje también en la integración de los criterios de responsabilidad social y medioambiental para cambiar las políticas corporativas. En España, según datos del último informe sobre en junio de 2008, un total de 11 comisiones de control de fondos de pensiones de empleo habían ejercido su derecho al voto por correo en las juntas generales de accionistas de algunas empresas del IBEX 35. Estos fondos de pensiones de empleo son los siguientes (CC. OO., 2008):

- Administración General del Estado (535.000 partícipes, 340 millones de euros)
- Barclays Bank (4.300 partícipes, 105 millones de euros)
- Bridgestone Hispania (3.379 partícipes, 84 millones de euros)
- Caixa Galicia (4.705 partícipes, 430 millones de euros)
- Caja General de Ahorros de Granada (3.077 partícipes, 197 millones de euros)
- Caja Jaén (180 partícipes, 7 millones de euros)
- Grupo Caja Madrid (18.220 partícipes, 690 millones de euros)
- Centrales Nucleares Trillo-Almaraz (920 partícipes, 42 millones de euros)
- Puertos del Estado (4.600 partícipes, 28 millones de euros)
- Telefónica (44.257 partícipes, 23.342 beneficiarios, 4.061 millones de euros)
- Plan Asociado C.S. CC.OO. (Sistema Asociado, 700 partícipes, 11 millones de euros).

En 2007, ejercieron su derecho a voto en las juntas de accionistas más de 613.000 partícipes (35% del sistema de empleo en España). Los derechos consolidados de estos partícipes superan los 5.600 millones de euros (19% del total del patrimonio del sistema de empleo).

En tercer lugar, la ISR puede ser aplicada en los fondos de pensiones de empleo como estrategia de integración. Se trata de la integración de criterios de ISR en la gestión de toda la cartera de los fondos de pensiones de empleo. Esta integración se puede desarrollar a través de una política de inversión que se integre en la gestión de toda la cartera. De esta forma, la ISR se integra en el conjunto de la cartera como inversión directa.

En España, la mayoría de los fondos de pensiones de empleo que han adoptado la estrategia de integración lo han hecho a lo largo del año 2008. De forma que se trata de una estrategia innovadora que integra también el activismo empresarial.

En este caso, la integración de la ISR se puede dar a través del desarrollo de una política propia de ISR o bien a través de la adhesión de instrumentos internacionales. En España, los fondos de pensiones de empleo que han adoptado la estrategia de integración a través de un instrumento internacional, básicamente lo han hecho a través de la firma de los Principios de Inversión Responsable (PRI)<sup>26</sup> de Naciones Unidas.

### **Principios de Inversión Responsable**

Los **Principios de Inversión Responsable (PRI)** de Naciones Unidas son una declaración voluntaria a la que se pueden adherir inversores, gestores de inversión y grupos de servicios profesionales de gestión y análisis financiero. Se trata de principios voluntarios y no prescriptivos para integrar los criterios sociales, medioambientales y de gobernanza corporativa en la gestión de la cartera.

Estos principios han sido elaborados por inversores institucionales teniendo en cuenta la creciente importancia de las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza empresarial en las prácticas de inversión. El proceso fue convocado por el secretario general de las Naciones Unidas en 2005. Para desarrollar los principios, se invitó a un grupo que reunía a los inversores institucionales más importantes. Había veinte inversores institucionales de doce países diferentes. Además, el grupo recibió el apoyo de setenta expertos de diferentes *stakeholders*, como empresas, agencias gubernamentales, organizaciones intergubernamentales y sus agencias, ONG y la academia.

De esta forma, entre abril de 2005 y enero de 2006, el grupo trabajó en la elaboración de los principios. El proceso fue coordinado por el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente a través de su Iniciativa Financiera (UNEP FI) y UN Global Compact.

Los PRI fueron presentados a la comunidad financiera internacional para que los inversores, gestores de fondos y analistas financieros

26 A partir de ahora PRI (Principles of Responsible Investment).

27 <<http://www.unpri.org>> (3/9/2007).



podrían conocerlos y adoptarlos en su gestión, formalizando su compromiso a través de su firma. Sus objetivos se concretan como sigue:

1. Incorporar las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.
2. Integrar sistemáticamente las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las prácticas y políticas de identificación.
3. Pedir a las entidades en que invertamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo.
4. Promover la aceptación y aplicación de los principios en la industria de las inversiones.
5. Colaborar para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los principios.
6. Notificarnos mutuamente nuestras actividades y progresos en relación con la aplicación de los principios.

En septiembre del año 2008, los PRI cuentan con más de 413 adheridos, que invierten más de 15 billones de dólares. Entre estos figuran inversores institucionales, gestores de inversiones y profesionales de servicios financieros.

Entre los inversores institucionales destacan BP Pension Fund (RU), BT Pension Écheme (RU), CalPERS (EUA), CalSTRS (EUA), Canada Pensions Plan Investment Board (Canadá), la Iglesia de Suecia (Suecia), Dexia Insurance Services (Bélgica), Fuji Pension Fund (Japón), New York State and Local Retirement System (EUA), Fondo de Pensión del Gobierno de Noruega (Noruega) y BBVA Fondo de Pensión (España). Entre los gestores de fondos, mientras tanto, figuran ABN AMRO Asset Management, AXA Investment Managers, Pictet Asset Management, BNP Paribas Asset Management, Dexia Asset Management, Crédit Agricole Asset Management Group, HSBC Group Investment Businesses, ING Investment Management y Gestión de Previsión y Pensiones E. G. F. P.

En España, en febrero de 2008, la gestora de fondos de pensiones de empleo Gestión de Previsión y Pensiones (GPP)<sup>29</sup> del Grupo BBVA se adhirió a los PRI con el propósito de integrar en la gestión de los fondos de su cartera criterios de sostenibilidad medioambiental, social y responsabilidad social de las empresas. Con esta decisión, GPP se convierte en la primera institución de gestión de fondos de pensiones de empleo que se adhiere en España a los citados principios, y los hace compatibles con los mandatos establecidos por las distintas comisiones de control de los planes de pensiones de empleo que gestiona. Con la firma de estos principios, los accionistas de GPP apuestan por impulsar la ISR en el mercado institucional de fondos de pensiones de empleo. Como consecuencia de lo anterior, se ha iniciado un proceso de debate

28 <<http://www.unpri.org/signatories/>> (4/9/2008).

29 <<http://www.unpri.org/signatories/>> (4/9/2008).

entre los diferentes fondos de pensiones de empleo gestionados por GPP acerca de su vinculación a los PRI de Naciones Unidas.

De forma paralela, en el año 2008 diferentes fondos de pensiones han firmado los citados principios, integrando en la totalidad de gestión de su cartera criterios de responsabilidad social y medioambiental. Como consecuencia, estos fondos de pensiones han integrado políticas ISR en la gestión de la totalidad del patrimonio. Este hecho supone un salto adelante muy importante para el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en España.

En febrero de 2008 el fondo de empleo del BBVA fue el primer fondo de pensiones de empleo en España que se ha adherido a los PRI. Se trata de un fondo con un patrimonio de 2.079 millones de euros a finales de 2007 y con 41.089 partícipes, gestionado por la gestora GPP.<sup>30</sup>

Posteriormente, en octubre de 2008, el fondo de pensiones de los empleados de “La Caixa” también ha anunciado su proceso de adhesión a los PRI. Este proceso está en curso de ejecución hasta que se haga efectivo. Este fondo cuenta con un patrimonio de 3.911 millones de euros a finales 2007 y más de 33.348 partícipes.<sup>31</sup> Paralelamente, la Comisión de Control del Plan de Pensiones de los empleados de “la Caixa” ha convocado el Primer Foro de Comisiones de Control celebrado en Barcelona el 8 de octubre de 2008.

La comisión de control del fondo de pensiones de empleados de Cajasol (Andalucía occidental) gestionado por Caser Seguros también ha acordado su adhesión futura a los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas, proceso que se está empezando a desarrollar. El fondo cuenta con más de 300 millones de € de patrimonio.

Paralelamente, el plan de pensiones de los empleados del Santander Central Hispano, bajo el impulso de su comisión de control, ha iniciado un proceso de reflexión para integrar los principios de ISR en la gestión de la totalidad de su cartera. Así, en abril de 2008, se acordó la creación de una comisión técnica para analizar y diseñar la política de integración de la ISR. Esta comisión está desarrollando un ideario ético que se aplicará en la gestión del fondo. Este fondo cuenta con un patrimonio de 33,6 millones de euros.

## 2.6 Estudio de casos

Esta investigación pretende analizar la implementación de criterios de ISR en dos fondos de pensiones de empleo con estrategias diferenciadas. En el primer caso analizamos un fondo de pensiones que ha adoptado la estrategia reducida. Se trata del fondo de pensiones de los empleados de Telefónica (ETE).<sup>34</sup> En el segundo caso, analizamos un fondo de pensiones que ha adoptado la estrategia integrada. Se trata del fondo de pensiones de empleo del BBVA.<sup>35</sup>

30 <<http://www.unpri.org/signatories/#im>> (3/9/2008).

31 En el plenario del 30/9/2008, la Comisión de Control del Plan de Pensiones de los empleados de “la Caixa” acordó, por unanimidad, suscribir los Principios para la Inversión Responsable del UNEP (Programa Económico de Naciones Unidas). A la mayor brevedad posible se iniciará el proceso administrativo requerido. Ya en la vigente Declaración Comprensiva de Política de Inversión (Diciembre 2007) se adoptan estos principios como referencia principal del Plan a largo plazo. Fuente: <http://www.forocomisionescontrol.net/> (10/10/2008)

34 Agradecemos la colaboración de Luis Peña, consejero delegado de Fonditel Pensiones EGFP, S. A.; Carlos Moreno, director de Inversiones Específicas de Fonditel Pensiones EGFP, S. A.; Belén Gómez, presidenta de la Comisión de Control del fondo de pensiones ETE y Adrián Martínez, miembro de la Comisión de Control del dicho fondo, en el desarrollo de este caso.

35 Agradecemos la colaboración del Sr. Ignacio Galar, responsable de Pensiones España, Grupo BBVA; Sra. Pilar Morata, secretaria de la Comisión de Control del plan y fondo de pensiones de empleo de BBVA; Sr. Vicente Hernández García, presidente de la Comisión de Control del plan y fondo de pensiones de empleo de BBVA; y del Sr. Álvaro Elices, director de Estrategia de Mercado y Negocio Institucional, BBVA Asset Management, en el desarrollo de este caso.

El estudio de caso es una metodología de investigación que busca comprender las dinámicas presentes en un caso o en varios de ellos y en múltiples niveles de análisis (Yin, 1984). Se trata de un *instrumental case study* (Stake, 1994), porque nos ha de servir como instrumento de estudio, para elaborar una serie de conclusiones sobre el impulso de la ISR en España en relación con los fondos de pensiones. En concreto, nos permitirá avanzar, desde el caso particular, hacia elementos de generalización sobre el desarrollo de la ISR en los inversores institucionales, especialmente entre los fondos de pensiones.

El método de análisis ha sido interpretativo. En este sentido, el estudio se desarrolla a partir de entrevistas en profundidad a los principales miembros de cada una de las instituciones que constituyen el fondo de pensiones, a las que se suma el análisis de fuentes documentales indirectas y la observación de asambleas de partícipes del fondo.

Obviamente, la selección del caso es uno de los aspectos importantes en la elaboración de la teoría. En este sentido, es importante seleccionar aquellos cuyo proceso resulte de especial interés y, además, sea “observable y transparente”. Se han seleccionado estos casos, porque se trata de los casos pioneros y muy activos en sus correspondientes estrategias. En los dos casos, se adoptan estrategias innovadoras en las cuáles participan diferentes agentes vinculados a las comisiones de control, las gestoras de los fondos y los sindicatos. Además, se trata del primer y el tercer fondos de pensiones de empleo, respectivamente, con mayor volumen de capital en España.

### **Pregunta de investigación**

La pregunta de investigación de la que partimos es la siguiente: ¿cuáles son los elementos de la estructura de un fondo de pensiones de empleo que impulsan y facilitan la integración de criterios de responsabilidad social y medioambiental y gobierno corporativo en la gestión de la cartera de inversiones, y cuáles son los que la dificultan?

A partir de esta pregunta de investigación hemos elaborado una lista de elementos que pueden o no facilitar el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo, para ver mediante el estudio de caso cuáles de ellos tienen más peso y en qué sentido.

1. El interés, la promoción y la toma de decisiones de los miembros de la comisión de control del fondo de pensiones de empleo.
2. El papel impulsor de los gestores del fondo, su profesionalidad en la aplicación de criterios y técnicas de preselección de la cartera y la búsqueda de opciones de inversión con criterios ISR en fondos externos.
3. La relación de colaboración entre los miembros de la comisión de control del fondo de pensiones de empleo y los gestores del fondo.

4. El papel impulsor del promotor del fondo, que facilita el desarrollo de la ISR en la gestión del fondo.
5. El papel promotor de los sindicatos y su influencia en las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo.
6. El hecho de que exista en la empresa promotora del fondo de pensión un Departamento de Responsabilidad Corporativa.
7. La relación positiva entre la gestión ISR y la rentabilidad.
8. La influencia de los índices de sostenibilidad, como *DowJones Sustainability Index* o *FTSE4Good*.
9. El papel de un Foro para la Inversión Socialmente Responsable para impulsar el activismo de las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo.
10. El marco legal: una legislación fiscal o de transparencia favorable al desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones.

### 2.6.1 El fondo de pensiones de los empleados de Telefónica

El fondo de pensiones de los Empleados de Telefónica, a partir de ahora fondo ETE, es el fondo de pensiones de empleo en España que cuenta con mayor volumen de patrimonio. Además, ha sido uno de los fondos de empleo más dinámicos e innovadores en muchos aspectos; uno de ellos es la incorporación de criterios de responsabilidad social y medioambiental en su gestión. Así, por ejemplo, ha sido pionero en España en la integración de criterios sociales, medioambientales de ISR y de buen gobierno en su política de inversiones. En este estudio analizaremos las claves de esta integración.

Empleados de Telefónica de España, Fondo de Pensiones (ETE), promovido por Telefónica de España, se constituyó con la denominación de Antares 2, Fondo de Pensiones, mediante escritura pública otorgada ante notario el 14 de noviembre de 1990, y se inscribió en el Registro Mercantil de Madrid. ETE es un fondo uniplán en el que se halla integrado exclusivamente el Plan de Pensiones de los Empleados de Telefónica.

Al cierre del ejercicio del año 2007, el fondo contaba con 44.540 partícipes y 16.356 beneficiarios entre los trabajadores de Telefónica de España, S. A. y contaba con un patrimonio de 4.426 millones de euros. El fondo invertía a finales del año 2007 81.223.000 euros con criterios ISR, el 1,83% del capital de su cartera.

El volumen de patrimonio y partícipes y la innovación demostrada por la comisión de control y la institución de gestión de este fondo de pensiones justifican su elección para el estudio de caso.

## 2.6.2 El origen del fondo de pensiones de los empleados de Telefónica

El origen del fondo de pensiones de los empleados de Telefónica parte de un anterior sistema de mutualidad denominado **Institución Telefónica de Previsión (ITP)** que la empresa creó en 1944 para cubrir la jubilación de sus empleados. ITP era un sistema de previsión de mutualidades y montepíos similar a otras muchas instituciones que existían en España en aquella época. A través de los sistemas de previsión de mutualidad, la empresa garantizaba una jubilación para los trabajadores que iban adquiriendo a lo largo de su período de servicio. ITP funcionó como sistema de previsión hasta que, a finales de la década de 1980, entró en una situación de claro déficit financiero. Frente a esta crisis, se inició un proceso de negociación entre Telefónica y los sindicatos para dar una salida a la situación.

El proceso de crisis interna de ITP coincidió con un proceso de transformación social y económica en España que afectó también a los sistemas de jubilación y los condujo a su privatización. Así, a mediados de la década de 1980 empezaron a surgir en España los primeros debates sobre los sistemas de jubilación privados complementarios al sistema público de la Seguridad Social. Este debate social desembocó, a finales de los años ochenta, en la aparición de los fondos de empleo privados y en la aprobación de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones 8/1987, de 8 de junio. De esta Ley se derivó el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, por el que se aprobó el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.

Estas circunstancias llevaron a la dirección de Telefónica a proponer la transformación de ITP en un fondo de pensión de empleo.

La previsión social en España cambió a finales de la década de 1980 con la aprobación de la primera Ley de Planes y Fondos de Pensiones (Real Decreto Legislativo 8/1987), sobre todo en la modalidad de empleo.<sup>36</sup> Legalmente, el Gobierno dotó a las empresas con un nuevo instrumento de jubilación que transformó el modelo de previsión basado en sistema interno de patrimonio empresarial destinado a la previsión social de los trabajadores frente a un nuevo marco externo de inversión basado en un plan de pensiones independiente del capital de la empresa.

El debate entre la dirección y los sindicatos fue muy complicado en España, y no solo en el caso de Telefónica, que lo fue especialmente. En primer lugar, los sindicatos se mostraron muy reticentes a aceptar un fondo de pensiones privado, pues se consideraba que se asistía a la privatización del sistema de previsión y jubilación. En segundo lugar, además, los sindicatos tuvieron en cuenta que la ITP incluía un triple sistema de cobertura que incluía ITP con prestaciones sustitutorias y complementarias, seguro colectivo de riesgo (muerte e invalidez) y

<sup>36</sup> Paralelamente, el Consejo de Ministros acordó la integración de la mutualidad ITP de Telefónica en el sistema público de la Seguridad Social, pues las ITP otorgaban prestaciones sustitutorias de la Seguridad Social y complementarias. Las prestaciones sustitutorias fueron integradas en el régimen general por acuerdo del Consejo de Ministros.

seguro colectivo de supervivencia (a la edad de 65 años, si no se había producido riesgo). Debido a ello, los sindicatos exigieron a la empresa condiciones muy estrictas para la creación del fondo. Se negoció la constitución de un plan de pensiones que permitiera paliar los efectos de la integración en el sistema público de las prestaciones sustitutorias, ya que este no otorgaba ningún tipo de complemento. En tercer lugar, los sindicatos y la propia empresa no querían dejar en manos de una entidad financiera la gestión del fondo de pensiones, sino que se quería mantener la influencia en la toma de decisiones de gestión.

Como consecuencia, se acordó la creación de una entidad gestora propia que formase parte de Telefónica en la que estuviesen participados el promotor y los trabajadores, representados por los sindicatos.

De esta forma, en 1992, Telefónica creó Fonditel Pensiones, E.G.F.P. S. A., entidad gestora de fondos de pensiones cuyo objetivo era gestionar directamente el nuevo Fondo de Pensiones de Empleados de Telefónica, creado en 1990 como Antares 2, Fondo de Pensiones. De esta forma, paralelamente a la creación del fondo de pensiones, Telefónica creó una entidad gestora ad hoc que en aquellos momentos tenía como objetivo único y principal la gestión de este fondo de pensiones.

### 2.6.3 Los principales actores participantes en el fondo

Uno de los elementos que nos permite entender el carácter innovador del fondo tiene que ver con los actores que confluyen en su origen y configuración. En general, en España, los fondos de pensiones de empleo promovidos por grandes empresas son gestionados por instituciones de gestión externas al grupo empresarial al que se contrata su gestión. En este sentido, existe solo una relación profesional entre la comisión de control del fondo y la institución gestora. En el caso del fondo de pensiones ETE, en cambio, la relación entre la entidad gestora y la comisión de control no es una relación clientelar externa, sino una relación de grupo. Todos forman parte de la misma empresa, y por ello se ha establecido una relación muy estrecha de supervisión y apoyo entre tres actores que forman parte de un mismo grupo empresarial: comisión de control (sindicatos), gestores de fondo y promotor (empresa).

Para entender la incorporación de la ISR en la política de inversión del fondo es fundamental aproximarnos a la relación entre los tres actores principales de ETE: la comisión de control, formada por delegados sindicales de CC. OO. y UGT en representación de los trabajadores de Telefónica de España y representantes del promotor del fondo; la entidad de gestión, Fonditel Pensiones y finalmente, la empresa, Telefónica de España. El equilibrio de fuerzas entre los tres actores ha sido un elemento fundamental para el desarrollo de la gestión y la integración de

criterios sociales y medioambientales en la preselección de la cartera de valores del fondo.

**Figura 25. Principales actores del fondo de pensiones ETE**



FONDO: elaboración propia

### **Comisión de control**

Como todos los fondos de pensiones de empleo, el fondo de pensiones de Telefónica tiene en la comisión de control a su principal órgano de control. La comisión de control del fondo de pensiones ETE está integrada por 17 miembros: 5 representantes del promotor (Telefónica de España, S. A.) y 12 representantes de sus partícipes y beneficiarios. Desde su creación, los sindicatos UGT y CC. OO. han presentado una candidatura conjunta por lo que respecta a los representantes de los partícipes y beneficiarios. Así, comparten la representación de esos 12 miembros; por otra parte, cada dos años rotan los cargos de presidente y vicepresidente.

Los cargos de la comisión de control son de representación social por parte de delegados de los sindicatos entre los trabajadores de

Telefónica. Inicialmente, en 1993, se desarrolló un proceso electoral para escogerlos por votación directa de los partícipes. Sin embargo, tras la aprobación del texto refundido del Real Decreto 1/2002 y el Real Decreto de 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprobó el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, se ha optado por el sistema de designación directa establecido en la norma; de este modo, sus miembros son nombrados por el comité intercentros, órgano que representa a los trabajadores de la empresa y, por ende, a los partícipes y beneficiarios.

Si comparamos el funcionamiento de este fondo con el de otros fondos de pensiones de empleo similares en España, observamos que la relación entre la comisión de control y Fonditel es muy estrecha. La comisión de control de ETE es el principal cliente de Fonditel; de hecho, durante muchos años fue su único cliente. El trabajo de colaboración y control de la comisión de control ha sido muy importante. Según acordaron en su inicio el promotor y los sindicatos, los gestores del fondo se siguen reuniendo semanalmente con los representantes de la comisión de control, aunque muchas veces el contacto sigue siendo casi diario. En las reuniones se supervisa la gestión, se proponen nuevas inversiones y se revisan las decisiones tomadas por la gestora.

### **Entidad de gestión: Fonditel Pensiones**

Fonditel Pensiones, Entidad Gestora de Fondos de Pensiones, S. A. es la gestora de inversión creada por Telefónica en 1992 con el objetivo de gestionar su fondo de pensiones de empleo. Esta entidad gestora está participada en un 70% por Telefónica, en un 15% por UGT y en un 15% por CC. OO.

Tanto Telefónica como los sindicatos designaron a las personas que participarían en la dirección de la entidad gestora. Telefónica designa al consejero delegado de Fonditel Pensiones, y tanto UGT como CC. OO. designan a sus personas de confianza en la dirección de la entidad. En este sentido, observamos que Fonditel es fruto del delicado consenso de fuerzas entre la empresa, en tanto que promotora del fondo, y los trabajadores, representados por los sindicatos mayoritarios.

Actualmente, Fonditel ha ampliado su mercado a la gestión de otros fondos de pensiones de empleo, del grupo Telefónica y de otras empresas, y a fondos del sistema individual; no obstante, el fondo de pensiones de los empleados de Telefónica sigue siendo su principal fondo, en cuanto a patrimonio y partícipes. A finales del año 2007, Fonditel pensiones gestionaba 51 planes de pensiones y 4 fondos inversores en 7 fondos de pensiones, gestionando un total de 5.631 millones de euros.



## **Promotor: Telefónica**

El promotor del fondo de pensiones es Telefónica de España, S. A. U. Este se compromete a realizar aportaciones ordinarias obligatorias que consisten en un 6,8% del salario de cada partícipe, siempre que esté incorporado a Telefónica de España antes del 1 de julio de 1992, y en un 4,51% del salario, si se ha incorporado con posterioridad a esa fecha. Por otra parte, esas aportaciones se realizan siempre y cuando el empleado aporte el 2,2% de su salario anual.

Telefónica, además, como ya hemos explicado, designa al consejero delegado y parte del equipo directivo de Fonditel Pensiones. Asimismo, cuenta con cinco representantes en la comisión de control.

## **Confederaciones sindicales**

Desde la creación del fondo en 1990-1992, el papel de las confederaciones sindicales, tanto de UGT como de CC. OO., ha sido muy importante, sobre todo el de sus respectivas áreas de fondo de pensiones. Tanto CC. OO. como UGT han apoyado directamente el trabajo de los miembros de la comisión de control en relación con el control de la inversión y la implementación de los criterios de responsabilidad social y buen gobierno corporativo. La inquietud de los sindicatos ha sido uno de los elementos decisivos para la aplicación de la ISR en el fondo de pensiones.

### **2.6.4 Política de inversión y datos económicos**

La cartera está invertida principalmente en bonos y acciones. Además, se puede invertir en otro tipo de inversiones, como las inversiones alternativas, esto es, private equity, hedge funds, inversiones inmobiliarias y cualesquiera otras permitidas por la legislación vigente en cada momento. Las inversiones se realizan preferentemente a través de la inversión directa, aunque se contempla la inversión mediante fondos de inversión especializados.

La parte de la cartera invertida en renta fija representa el 51% de la cartera y debe estar compuesta por bonos emitidos por el Estado o sus organismos autónomos, las comunidades autónomas, corporaciones locales o las administraciones públicas de los países de la OCDE, y también por emisiones corporativas o de empresas privadas. La cartera de renta fija está mayoritariamente denominada en euros. La renta fija privada debe ser, como máximo, el 25% del patrimonio invertido en renta fija. Por otra parte, la renta fija no denominada en euros debe alcanzar un máximo del 12% del patrimonio total del fondo.

A continuación se detallan los principales datos económicos del fondo a 31 de diciembre de 2007.

Balance de situación a 31 de diciembre 2007

- Patrimonio en gestión: 4.426.971.420 €
- Partícipes: 39.459
- Beneficiarios: 3.783

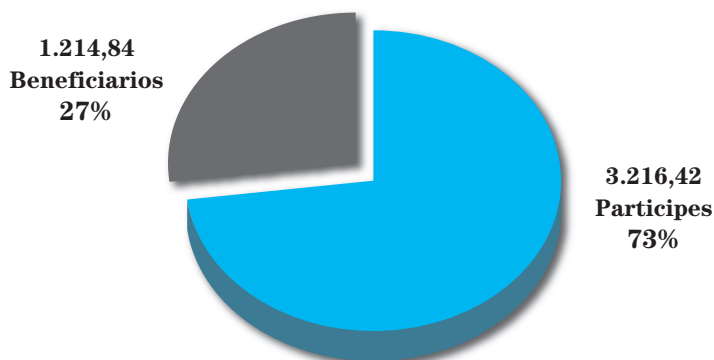
**Tabla 13.** Estructura de la cartera a 31 de diciembre de 2007

|                                | Porcentajes |
|--------------------------------|-------------|
| Renta fija                     | 27%         |
| Acciones                       | 24%         |
| Inversión alternativa          | 15%         |
| Activos monetarios y tesorería | 34%         |
| Total cartera de valores       | 100%        |

Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

**Figura 26.** Distribución del patrimonio del Fondo entre beneficiarios y partícipes (31/12/07)

**PATRIMONIO A 31/12/07 (Mil Millones de €)**



Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

Por lo que respecta al número de partícipes a 31 de diciembre de 2007, el fondo contaba con 44.540 partícipes y 16.356 beneficiarios.

Desde su creación en 1992, la rentabilidad del fondo ha experimentado una evolución muy importante en relación con la media del mercado. Solamente se han generado rentabilidades negativas en el año 2002, como consecuencia de la crisis financiera de los mercados. La rentabi-

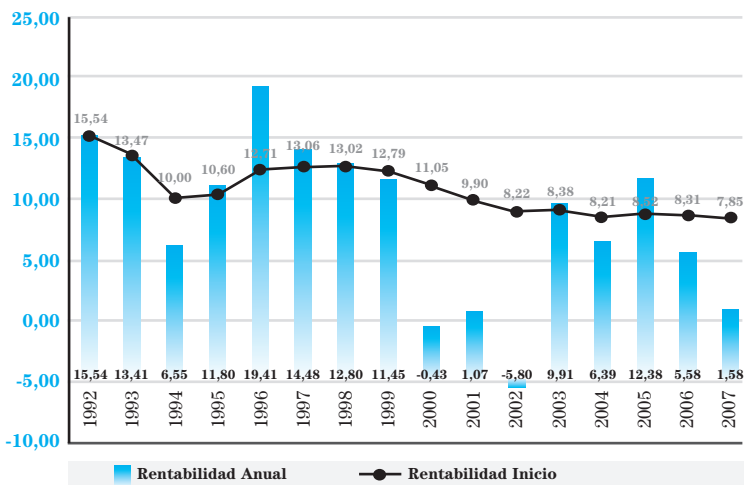
lidad neta positiva durante 2007 ha sido del 1,58%. La rentabilidad acumulada desde 1992 hasta 2007 es del 211,44%. Finalmente, la rentabilidad anualizada desde el inicio del plan ha sido del 7,85%.

**Tabla 14. Contribución por activos del Fondo de pensiones ETE (31/12/2007)**

|                              | % de la cartera           | rentabilidad | contribución |
|------------------------------|---------------------------|--------------|--------------|
| <b>Total renta fija</b>      | 45,10                     |              | 0,10         |
| Deuda pública y privada      | 35,70                     | 0,31         |              |
| Fondos Renta Fija            | 9,40                      | -0,10        |              |
| <b>Total renta variable</b>  | 39,90                     |              | 0,44         |
| Renta Variable               | 37,50                     | 0,91         |              |
| Fondos Renta Variable        | 1,30                      | 5,30         |              |
| Inver. Social. Responsable   | 1,10                      | 2,50         |              |
| <b>Inversión alternativa</b> | 15,00                     |              | 1,04         |
| Fondos inmobiliarios         | 3,00                      | 10,30        |              |
| Hedge Funds                  | 10,30                     | 5,40         |              |
| Capital Riesgo               | 1,70                      | 10,90        |              |
|                              | <b>rentabilidad total</b> |              | <b>1,58</b>  |

Fuente: Comisión de control ETE (2008).

**Figura 27. Evolución de la rentabilidad del Fondo de pensiones ETE (1992-2007)**



Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

### 2.6.5 La ISR en el fondo

Entre los elementos que dieron origen a la incorporación de la ISR en el fondo ETE figura la labor desarrollada por los sindicatos en relación con la difusión de los criterios sociales entre los miembros de las comisiones de control de los grandes fondos de pensiones de empleo, y en relación con la integración de valores sociales, incluso antes de que en España se conociese la ISR.

El hecho de que la entidad gestora estuviese participada en un 30% por los sindicatos fue un elemento fundamental en este proceso. En este sentido, hay que tener presente que los sindicatos nombraron a sus miembros en la dirección de Fonditel y que estas personas han desempeñado un papel decisivo en la difusión y el desarrollo de la ISR en el fondo.

Los primeros debates sobre la posibilidad de incorporar valores socialmente responsables surgieron ya en los primeros momentos de creación del fondo, en 1993-1994. Esos debates, finalmente, acabaron cuajando en la iniciativa concreta de integrar valores de ISR en la cartera del fondo. De este modo, en 1999, se invirtió en uno de los primeros fondos ISR que existió en España, Renta 4 Ecofondo FIM, y en un fondo ético de Mellon.

En España, los primeros fondos de inversión ISR en el mercado retail se comercializaron a partir de 1999, año del despegue de la ISR en nuestro país. El debate sobre el impulso de la ISR en el mercado institucional se reactivó en 2003, cuando las confederaciones sindicales, sobre todo el Área de Planes y Fondos de Pensiones de CC. OO. impulsó de nuevo el debate fruto de su relación informal con Eurosif, en el que también participó la gestora de inversión de las cajas de ahorro, CASER.

Fue entonces, en 2003, cuando se dio el paso más importante: la comisión de control aprobó destinar el 1% de su patrimonio a participaciones en ISR. Fue un acuerdo de la comisión de control de fondo, que solicitó a los gestores que buscasen posibles inversiones. De forma paralela, en esa búsqueda de nuevas posibilidades de inversión, los gestores del fondo se interesaron por la ISR. En aquellos momentos, aún no estaba formalizada la nueva política de inversión del fondo, que se aprobó en 2004. En la política de inversión no se explicitan los criterios de ISR.

El proceso se desarrolló de forma lenta, pero consensuada entre la comisión de control y los gestores. Desde entonces, los gestores del fondo han ido proponiendo nuevas inversiones a la comisión de control, y de forma paralela, paulatinamente, la comisión de control ha ido creyendo cada vez más en la ISR, la ha impulsado y la ha integrado en el fondo, una vez superado el principal obstáculo de la ISR, que era el

miedo a la rentabilidad. En efecto, en los primeros años las principales discusiones surgieron en torno a la rentabilidad de las inversiones ISR. No obstante, con el paso del tiempo, debido a la integración gradual de la ISR, se ha demostrado que las inversiones con criterios ISR han comportado rentabilidades medias similares a las del resto de la inversión del fondo; de hecho, algunos fondos de inversión concretos, como los fondos que invierten en el sector del agua, han comportado incluso rentabilidades superiores a la media del mercado.

### **La cartera de ETE y la ISR: estrategia reducida**

La estrategia adoptada para aplicar la ISR en la gestión de la cartera ha sido una **estrategia de inversión reducida**; es decir, la ISR se aplica solo a un porcentaje reducido de la cartera del fondo. Cabe destacar que la ISR no se ha incluido aún en la política de inversión del fondo que no hace referencia a los criterios de ISR, pero sí se recogen en las actas de la comisión de control.

A finales del año 2007, el porcentaje del patrimonio invertido en ISR era del 1,83%: 81.223.000 euros de los 4.426.971.420 euros del patrimonio total. Es el volumen más importante invertido por un fondo de pensión exclusivamente en ISR en España. Si lo comparamos con los fondos de inversión ISR domiciliados en España, a excepción del fondo más importante (BBVA Extra 5 II Garantizado, FI), el patrimonio invertido en ISR por este fondo de pensiones de empleo supera el patrimonio del resto de los 18 fondos de inversión ISR que existen, sin contar los fondos extranjeros.

La rentabilidad de los fondos ISR en el año 2007 ha sido del 2,90%, lo que parece demostrar una rentabilidad media más alta que el resto de la cartera.

La ISR se invierte a través de fondos de inversiones y compra de acciones concretas. Al cierre del ejercicio de 2007, la ISR en el fondo está invertida en diferentes tipos de inversión: el 59,4% del patrimonio invertido en ISR está invertido en fondos de inversión ISR, y el 40,5% restante, en inversiones específicas: 30.470.000 euros en vivienda protegida (acciones de Lazora S. A. y Lazora II, S. A.) y 2.504.000 euros en inversión forestal (Foresta).

**Tabla 15. Distribución de las inversiones ISR en el Fondo de pensiones ETE (31/12/2007)**

| Acciones                                | Fecha de inversión inicial | (miles de €)          |
|---|----------------------------|-----------------------|
|   |                            | Valoración 31/12/2007 |
| Acciones de Lazora, SA                  | feb-04                     | 16.970                |
| Acciones de Lazora II, SA               | may-07                     | 13.500                |
| Acciones Foresta energía individual ISL | may-07                     | 282                   |
| Acciones Foresta Individual SL          | may-04                     | 2.222                 |
| <b>Total inversiones ISR directas</b>   |                            | <b>32.974</b>         |
| Fondo ABF Europe VA                     | sep-03                     | 10.253                |
| Fondo La Sicav Eurosocietale            | sep-03                     | 8.213                 |
| Fondo CAF Aqua Global Class I           | ene-07                     | 3.029                 |
| Fondo PF (Lux) Water Class I            | ene-07                     | 5.253                 |
| Fondo SAM Sustainability Water          | oct-03                     | 7.992                 |
| Fondo OFI Multiselect Europe SRI        | dic-04                     | 6.602                 |
| Fondo Júpiter Ecology Fund              | abr-05                     | 6.907                 |
| <b>Total fondos ISR</b>                 |                            | <b>48.249</b>         |

Fuente: Comisión de control ETE (2008).

**Tabla 16. Distribución de las inversiones ISR en el Fondo de pensiones ETE (31/12/2007)**

|                               | (miles de €) |            |            |            |
|-------------------------------|--------------|------------|------------|------------|
|                               | 31/12/2004   | 31/12/2005 | 31/12/2006 | 31/12/2007 |
| Patrimonio de ETE F.P.        | 3.885.512    | 4.282.637  | 4.462.196  | 4.426.971  |
| ISR en ETE, F. P.             | 34.250       | 44.883     | 51.104     | 81.223     |
| Fondos de inversión ISR       | 64,32%       | 72,77%     | 76,08%     | 59,40%     |
| Otras ISR                     | 35,68%       | 27,23%     | 23,92%     | 40,60%     |
| % ISR Patrimonio del Fondo    | 0,88%        | 1,05%      | 1,15%      | 1,83%      |
| Rentabilidad de fondos de ISR | 4,70%        | 25,00%     | 19,60%     | 2,90%      |

Fuente: Comisión de control ETE (2008).

La rentabilidad de las inversiones ISR se ha comportado como la rentabilidad media del fondo; en el caso del año 2007, la rentabilidad fue incluso mejor. Este elemento explica el hecho de que las inversiones no solo se hayan mantenido, sino que incluso se hayan ampliado.

## Resto de la cartera

Además de las inversiones clasificadas como ISR, observamos cómo, en el ejercicio de 2007, algunas de las inversiones de renta variable invertidas en acciones lo estaban en compañías que habían sido destacadas en diferentes foros por su política de responsabilidad social y medioambiental y, además, formaban parte del índice financiero DJ Sustainaibility; es el caso de Danone, Vivendi, BBVA, Iberdrola, Iberdrola Renovables o Telefónica de España. Entre las acciones no E.M.U.<sup>37</sup> encontrábamos la inversión en N. Basket Climate Change HSBC.

## Derechos políticos

Paralelamente, durante el año 2007, la comisión de control del fondo ha ejercido los derechos políticos inherentes a la tenencia de acciones de sociedades españolas cotizadas pertenecientes al IBEX 35, y ha votado por correo en las juntas generales de accionistas respectivas, conforme a los criterios de gobierno corporativo contenidos en el Código Unificado de Buen Gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta nueva estrategia también puede integrarse en la ISR, pues muestra preocupación por los temas de gobierno corporativo.

## Retos de futuro

Finalmente, en estos momentos, la ISR en el fondo ETE se encuentra en proceso de crecimiento. La comisión de control ha establecido como objetivo invertir el 2% de la cartera del fondo con criterios ISR. En este sentido, la estrategia adoptada sigue siendo la estrategia de inversión reducida de un porcentaje de la cartera.

No obstante, como hemos visto, en España se están desarrollando otras estrategias de integración de la ISR en la gestión global de la cartera de los fondos de pensiones, que plantean nuevos retos al futuro de la ISR en el fondo ETE. Se trata de iniciativas promovidas por las gestoras de fondos de pensiones vinculadas a instituciones bancarias, que están interesadas en desarrollar el mercado de la ISR, más allá del fondo de empleo concreto.

Fonditel Pensiones tiene como prioridad gestionar el fondo ETE y otros fondos de pensiones, pero no parece que su objetivo inmediato pase por ampliar su mercado en España. En este sentido, tiene menos incentivos para hacer un cambio de estrategia ISR. Es cierto que más allá del 2% el fondo ETE invierte en empresas que están en el índice FTSE4Good y que por tanto, podrían incorporar esto como parte de su política de ISR. En todo caso, esto significaría una revisión de la estrategia y las políticas de ISR seguida en los últimos años. Con lo que, en

estos momentos, el desarrollo de la ISR en ETE depende del establecimiento de un nuevo consenso entre la comisión de control del fondo y la gestora. Esto es sin duda más fácil que en otros casos, por el hecho de que el fondo cuenta con una gestora propia, que ha actuado de manera muy cercana con la comisión de control. Sin embargo, si se siguen buscando fondos ISR tan estrictos, resultará difícil ampliar el volumen de ISR en el conjunto de la cartera de inversiones.

### **2.6.6 El plan y fondo de pensiones de empleo del BBVA**

El fondo de pensiones de empleo del BBVA es uno de los fondos de pensiones españoles que ha adoptado la estrategia integrada de ISR. En febrero de 2008, la comisión de control del fondo se adhirió a los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas, asumiendo así los principios ISR en la gestión de la totalidad de su cartera de inversión.

El fondo de pensiones de empleo del BBVA es un fondo uniplán que se halla integrado exclusivamente por el plan de pensiones de empleo del BBVA. La gestión del fondo corre a cargo de Gestión de Previsión y Pensiones (GPP), una institución de gestión de fondos de pensiones de empleo perteneciente al mismo grupo corporativo: Grupo BBVA.

Al cierre del ejercicio del año 2007, el fondo contaba con 39.459 participes y 3.783 beneficiarios entre los trabajadores de BBVA en España y con un patrimonio de 2.522.135 miles de euros (31/6/2008). Tras la firma de los PRI en marzo de 2008, se inició el proceso de integración de los criterios ISR y de sostenibilidad en la gestión del total de la cartera.

El volumen de patrimonio y participes y la innovación demostrada por la comisión de control y la institución de gestión de este fondo de pensiones justifican su elección para el estudio de caso.

### **2.6.7 El origen del fondo de empleo del BBVA**

El fondo de pensiones de empleo del BBVA fue creado en el año 2000 en el contexto de fusión de los grupos Banco Bilbao Vizcaya (BBV) y Argentaria. El origen del fondo parte del fondo de pensiones de empleo del banco Argentaria.

Este fondo de pensiones nació en 1992 como fondo de pensiones de los empleados del Banco Exterior de España, que luego formó parte de la fusión de Argentaria. En efecto, Banco Exterior de España se fusionó en 1998 en el proceso de Argentaria, donde concurrieron, además, varios planes de pensiones de diferentes empresas que participaron en la fusión: los fondos de pensiones de empleo de Caja Postal, de Banco Hipotecario, de Banco Exterior de España y de Banco de Crédito Industrial. En aquel proceso, los fondos de Caja Postal y Banco



Hipotecario se integraron en el fondo del Banco Exterior de España. Se modificaron las condiciones y se sumaron las características y especificidades de los colectivos existentes para crear el nuevo fondo de pensiones de empleo de Argentaria. En el año 2000, tras la fusión de BBV y Argentaria, este fondo pasó a ser el plan y fondo de pensiones de los empleados del BBVA.

En esta segunda fusión, tras un proceso de negociación colectiva iniciado en el año 2000, se fueron integrando el patrimonio y todas las especificaciones de los diferentes colectivos diferenciados. Además, con la fusión de BBV se integró en el fondo de empleo al colectivo de trabajadores del BBV, que hasta aquel momento no disfrutaban de un fondo de pensiones de empleo. Así pues, cada uno de los colectivos mantuvo sus derechos adquiridos, con sus especificidades concretas, y se integraron los que no tenían ningún derecho.

Por medio de un proceso que duró dos años se fueron incorporando los diferentes patrimonios y partícipes. A partir de 2002, el fondo acogía ya la mayor parte del patrimonio e iniciaba su andadura como nuevo fondo de pensiones de empleo.

El fondo pasó a ser gestionado por la entidad de gestión del grupo BBVA: Gestión de Previsiones y Pensiones. Se trata de la gestora de inversión del plan de pensiones de empleo de Caja Postal, que se había mantenido en Argentaria y que se ha mantenido como gestora tras la fusión de BBVA. El reglamento del fondo establece que la entidad gestora del fondo debe ser una empresa del grupo.

### **2.6.8 Los principales actores participantes en el fondo**

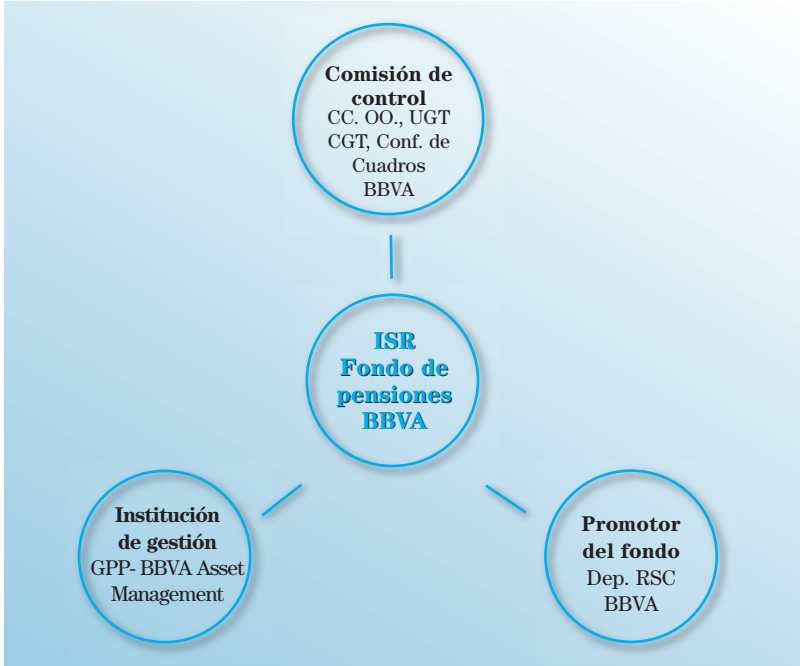
Como ocurre en el caso anterior, uno de los enfoques que nos permite entender el carácter innovador del fondo en la aplicación de la ISR tiene que ver con la relación entre los actores que confluyen en el origen y el desarrollo del fondo de pensiones de empleo.

Como hemos explicado, en España, en general, los fondos de pensiones de empleo promovidos por grandes empresas son gestionados por instituciones de gestión externas al grupo a las que se contrata su gestión. Tanto en el caso de Telefónica como en el del BBVA, esto no es así. Como se ha explicado, en ambos casos, las instituciones de gestión forman parte del mismo grupo, lo que permite establecer una relación más estrecha entre diferentes departamentos y unidades de negocio del propio grupo con los miembros de la comisión de control del fondo de pensiones.

Para entender los elementos fundamentales en relación con la incorporación de la ISR en la política de inversión y la gestión de la cartera del fondo de pensiones de empleo del BBVA, es fundamental que nos apro-

ximemos a la relación que se establece entre los actores principales: la comisión de control, formada por delegados sindicales de CC. OO., UGT, CGT y Confederación de Cuadros y los representantes del promotor y los beneficiarios; la entidad gestora, GPP, apoyada por la unidad de gestión de inversiones BBVA Asset Management; y, finalmente, la participación del promotor del fondo, a través del Departamento de Responsabilidad y Reputación Corporativa del Grupo BBVA.

**Figura 28. Principales actores del fondo de pensiones de empleo BBVA**



FONDO: elaboración propia

### **Comisión de control**

La comisión de control del fondo está formada actualmente por 27 miembros: 14 representantes de los partícipes a través de delegados sindicales, 11 representantes del promotor y 2 miembros elegidos directamente por los beneficiarios.

El número de personas que representan a los partícipes es de 14, y se eligen proporcionalmente en las confederaciones sindicales a partir de los resultados de las elecciones sindicales que se realizan cada cuatro

años. Cada vez que hay elecciones sindicales se adecua el número de personas a los resultados sindicales.

La confederación sindical es la que designa a los miembros que pasarán a formar parte de la comisión de control. Se intenta que estos se vayan renovando, pero que, al mismo tiempo, haya cierta estabilidad en lo que respecta a las personas que llevan tiempo en el cargo y se han convertido en expertos para tomar decisiones sobre los procesos de inversión del fondo. Por tanto, en muchas ocasiones, el mandato no se agota a los cuatro años. Cada sindicato asigna a los miembros hasta que decide efectuar un cambio. A este respecto, cabe señalar que se observa cierta permanencia en lo que respecta a los miembros de la comisión de control desde su creación, para permitir el desarrollo de un trabajo continuado y con experiencia.

En la actualidad, la distribución de los representantes de los partícipes en relación con las confederaciones sindicales es la siguiente: 6 miembros de CC. OO., 3 miembros de UGT, 3 miembros de CGT y 2 miembros de la Confederación de Cuadros.

Los representantes de los partícipes ostentan la presidencia. Por otra parte, aunque no está establecido por el reglamento del fondo, siempre se ha aceptado que la presidencia corresponde al sindicato que ha resultado mayoritario en las elecciones sindicales. El promotor del fondo ostenta la secretaría.

Respecto al funcionamiento de la comisión de control, esta se reúne en pleno para tomar las decisiones, pero el trabajo diario se realiza a través de comisiones técnicas. En principio, las decisiones de la comisión se toman por consenso en sesiones plenarias. Este elemento es importante para entender el proceso de integración de la ISR en la gestión del fondo. Se trata de un proceso consensuado por todos los miembros de la comisión de control, que ha ido avanzando desde el año 2002 hasta hoy.

De nuevo, si comparamos el funcionamiento de este fondo con el de otros fondos de pensiones de empleo, se observa cómo, por el hecho de estar integrados en un mismo grupo corporativo, la relación de los miembros de la comisión de control con la institución de gestión es muy estrecha, y se da, sobre todo, a través de encuentros no formalizados. Las reuniones formales entre la comisión de control del fondo y los gestores del fondo son trimestrales. Por otra parte, hay reuniones con la comisión técnica de inversiones en períodos más cortos. No obstante, en los últimos años, en relación con la ISR, las reuniones entre gestores y comisión de control han sido mucho más frecuentes.

## **Institución de gestión: GPP**

Gestión de Previsión y Pensiones E.G.F.P. es la entidad gestora de planes y fondos de pensiones del Grupo BBVA. Se trata de una entidad jurídica independiente cuyo capital se distribuye como sigue: BBVA (60%), CC. OO. (20%) y UGT (20%). Los sindicatos intervienen en el gobierno de la sociedad, pero no en la gestión directa de los fondos de pensiones.

GPP, que proviene de Argentaria, se integró en el grupo con la fusión de BBVA. En la actualidad, es la gestora de planes y fondos de pensiones del grupo.

Su objetivo social es la administración de fondos de pensiones. El patrimonio gestionado asciende a 5.504 millones de euros (31/12/2007), con 46 fondos de pensiones gestionados y 250 planes de pensiones administrados.

Además de planes individuales, gestiona otros planes y fondos de pensiones de empleo, entre los que destaca el plan de pensiones de los empleados públicos de la Administración General del Estado creado en octubre de 2004.

GPP es la primera gestora de inversión de España que se ha adherido a los PRI. En febrero 2008, su Consejo de Administración aprobó de forma consensuada entre el grupo empresarial y los sindicatos participantes en el capital la firma de los PRI, con el objetivo de integrarlos en la gestión de todo el patrimonio que se encuentra bajo su gestión: los planes y fondos de pensiones.

## **BBVA Asset Management**

BBVA Asset Management S. A. SGIIC es la unidad de negocio que integra todas las entidades de gestión de activos del grupo BBVA: fondos de inversión y fondos de pensiones. Como unidad general, BBVA Asset Management ofrece servicios a las diferentes entidades de inversión del Grupo BBVA, entre ellas a GPP.

GPP está integrada en BBVA Asset Management como unidad de negocio, de manera que cuenta con el apoyo de las unidades de recursos de esta última para desarrollar parte de sus funciones. BBVA Asset Management tiene una estructura integrada en algunos aspectos vinculados con los recursos para llevar a cabo la gestión de activos.

Debido a ello, también desempeña un papel importante en el desarrollo de este proceso, porque es la unidad encargada del análisis financiero de los valores.

## **Promotor: BBVA**

38 <<http://www.bbva.com/TLB/B/tlbb/jsp/esp/resreco/index.jsp>> (10/7/2008).

El promotor del fondo es BBVA, que también ha tenido un papel destacado, pues la dirección del grupo empresarial ha asumido la RSE como un valor y una función prioritaria del banco.

En este sentido, ha sido fundamental la labor desarrollada por el Departamento de Responsabilidad Social y Reputación Corporativa de BBVA, pues ha contribuido decisivamente a la consolidación del proceso.

Este departamento se creó en el año 2002 por iniciativa de la presidencia del grupo. Desde entonces, ha tenido un papel muy activo y ha impulsado, a través de diferentes departamentos o áreas de la compañía, diversas iniciativas en torno a la responsabilidad social y medioambiental. El departamento se ha acercado a todas las áreas que tenían relación con su función. En este sentido, siempre consideró que el fondo de pensiones de los empleados era un elemento importante para el grupo y para el desarrollo de la ISR del grupo.

En los últimos años, este departamento ha plasmado en estrategias y políticas concretas el desarrollo de objetivos y los valores de responsabilidad social y medioambiental. A este respecto, la autoevaluación de las políticas de RSE se realiza a partir de una serie de indicadores clave destinados a evaluar el impacto de su RSE.<sup>38</sup>

BBVA se ha abierto a la participación y el diálogo con los grupos de interés del banco. Todo ello le ha llevado a adoptar estándares de conducta, compromisos y acuerdos nacionales e internacionales.

Entre estos acuerdos internacionales destacan, en primer lugar, el Comunicado de Bali y la declaración Preocupados por el Cambio Climático. Ambos documentos tienen el propósito de mostrar la disposición de los líderes empresariales internacionales a afrontar el problema del cambio climático y trabajar para encontrar soluciones dentro de un marco legal vinculante de Naciones Unidas en relación con el Pacto Mundial de Naciones Unidas y el Consejo Mundial para el Desarrollo Sostenible.

En segundo lugar, BBVA es firmante del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, que exige el compromiso de las empresas de respetar sus principios relativos a derechos humanos, normas laborales, protección del medio ambiente y lucha contra la corrupción. BBVA es miembro del Comité Ejecutivo de la Asociación Española del Pacto Mundial desde su constitución en el 2004. En 2006 ha cumplimentado un Informe de Progreso para esta asociación.

En tercer lugar, se ha firmado la Iniciativa para Instituciones Financieras del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente,

que tiene por objetivo movilizar los esfuerzos de las entidades financieras para fomentar la protección del medio ambiente y su colaboración con el desarrollo sostenible.

En cuarto lugar, se han firmado los Principios de Ecuador, con la finalidad de establecer criterios ambientales y sociales exigentes en la financiación de grandes proyectos de inversión.

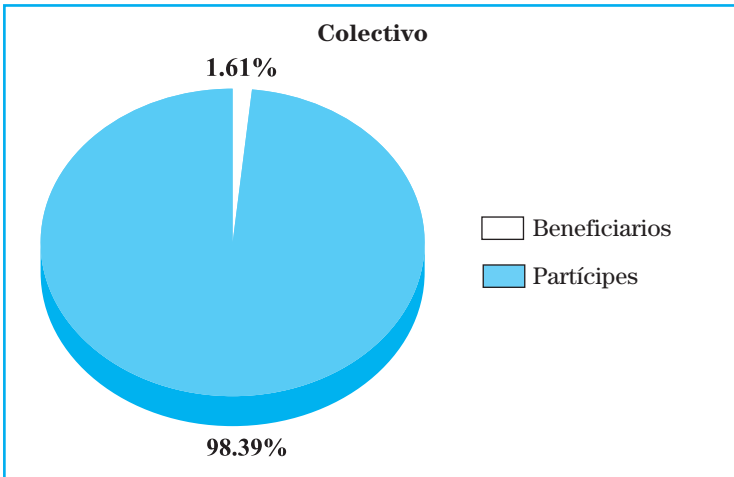
### 2.6.9 Datos económicos

A continuación se detallan los principales datos económicos del fondo a 31 de diciembre de 2007.

Balance de situación a 30 de junio 2008

- Patrimonio en gestión: 2.522.135 miles de euros
- Partícipes: 39.459
- Beneficiarios: 3.783

**Figura 29. Distribución de partícipes y beneficiarios (31/12/2007)**



Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

**Tabla 17. Estructura de inversión a 31 de diciembre de 2007**

| ACTIVOS               | % Cartera      |
|-----------------------|----------------|
| Renta Variable        | 23,43%         |
| Renta Fija            | 51,24%         |
| AA.MM. y Tesorería    | 25,33%         |
| Inversión ALternativa |                |
| <b>TOTAL</b>          | <b>100,00%</b> |

Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

**Tabla 18. Análisis de rentabilidad del fondo de pensiones de empleo BBVA (2000-2007)**

| Periodo | Rentabilidad |            |           |
|---------|--------------|------------|-----------|
|         | AÑO          | Anualizada | Acumulada |
| 2000    | 0,7%         |            |           |
| 2001    | -2,2%        | -1,3%      | -1,6%     |
| 2002    | -1,7%        | -1,5%      | -3,2%     |
| 2003    | 5,7%         | 0,7%       | 2,3%      |
| 2004    | 4,7%         | 1,6%       | 7,1%      |
| 2005    | 6,5%         | 2,5%       | 14,0%     |
| 2006    | 4,1%         | 2,8%       | 18,7%     |
| 2007    | 2,9%         | 2,8%       | 22,1%     |

Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

**Tabla 19. Análisis de la rentabilidad del fondo de pensiones de empleo BBVA (31/12/2007)**

| Asset Class       | Peso (a)      | Rentabilidad (b) | Contribución (a " b) |
|-------------------|---------------|------------------|----------------------|
|                   | Fondo         | Anualizada       | Fondo                |
| RV                | 22,08         | 3,59             | 0,79                 |
| RF                | 76,90         | 2,83             | 2,17                 |
| INVER ALTERNATIVA | 0,00          | 0,00             | 0,00                 |
| Other             | 1,03          | 5,89             | 0,06                 |
| <b>TOTAL</b>      | <b>100,01</b> | <b>2,97</b>      | <b>2,97</b>          |

Fuente: informe de gestión correspondiente al ejercicio de 2007.

### 2.6.10 La ISR en el fondo

39 <<http://www.innovestgroup.com>> (19/8/2008).

El origen de la integración de la ISR en el fondo parte de la iniciativa mostrada por la comisión de control desde su creación. En el año 2005, cuando se redactó la política de inversión del fondo, los miembros de la comisión de control manifestaron ya la voluntad de considerar los criterios de responsabilidad social en la gestión del fondo. De esta forma, tanto los representantes de los partícipes como del promotor mostraron su interés en la ISR, algo que ya se estaba desarrollando en España respecto a los fondos de pensiones de empleo.

Desde entonces, la actividad de la comisión en relación con este tema no ha dejado de desarrollarse. En el año 2005, sus miembros trasladaron esa demanda a la entidad gestora, que se mostró receptiva, y actuaron para buscar alternativas e implementarlas en el proceso de inversión.

En este sentido, hay que señalar que ha existido una inquietud previa por parte de todos y una buena recepción por parte de la entidad gestora. Este hecho permitió consolidar una relación win-win entre la comisión de control y la entidad gestora en un momento en que los sindicatos y la opinión pública empezaban a impulsar la ISR en España.

Aunque los miembros de la comisión de control han desempeñado un papel muy importante como impulsores, no es menos cierto que todo este proceso no hubiera sido posible si la institución de gestión del fondo, en este caso la gestora del grupo BBVA, Gestión de Previsión y Pensiones, no hubiera aceptado el reto de avanzar en paralelo con la comisión de control.

Así pues, desde el año 2006, GPP contó con una herramienta que le permitía integrar en el análisis de los valores de la cartera el filtro de la sostenibilidad y responsabilidad social. Se trata del rating de sostenibilidad y el servicio de investigación sobre sostenibilidad que ofrece en los mercados financieros Innovest Strategic Value Advisors.<sup>39</sup> BBVA Asset Management había contratado este servicio y ofrecía el recurso a GPP. La entidad gestora venía trabajando con los filtros sobre las empresas y su sostenibilidad. Desde hacía algún tiempo, se analizaban las empresas españolas, europeas y americanas y se venían filtrando los títulos en función de que alcanzaran un rating de sostenibilidad determinado por la base de datos de Innovest. En caso de que las empresas estuvieran por debajo del rating, los gestores tenían que analizar y justificar el valor positivo de la inversión en esta compañía.

En todo este proceso, hay un tercer actor que ha ayudado a catalizar la adhesión a los PRI y a formular la política de ISR de forma que quedara plasmada en un proyecto concreto. Se trata del Departamento de Responsabilidad y Reputación Corporativa, que desarrolla las políticas



de responsabilidad social de la empresa de acuerdo con la voluntad de la dirección del grupo.

En los últimos años, este departamento ha sido sensible a las demandas de diferentes grupos y áreas que, dentro de la empresa, podían estar implicados en políticas de RSC. En este sentido, se ha acercado con especial atención e interés a la comisión de control del fondo de pensiones de los trabajadores. Debido a ello, les ha apoyado, sobre todo, durante los últimos dos años en plasmar su voluntad de desarrollo de un proyecto concreto.

Fue el departamento de RSC el que dio a conocer diferentes iniciativas en relación con la ISR y los fondos de pensiones de empleo en el mundo y facilitó el conocimiento de los PRI. En aquellos momentos, los representantes sindicales en la comisión de control también tenían información sobre los instrumentos y principios que recibían de las confederaciones sindicales.

Este proceso desembocó en el acuerdo por unanimidad por parte de los miembros de la comisión de control para adherirse a los PRI de Naciones Unidas. Esta decisión implicaba no solo a la comisión de control, sino también a la entidad gestora.

El mandato de la comisión de control aprobado en febrero 2008 obliga a la entidad gestora a integrar criterios ISR y de sostenibilidad en la gestión de la cartera del fondo. Esta decisión hizo copartícipe a la propia gestora, que, a través del trabajo conjunto con la comisión de control y el departamento de RSC, observa positivamente la posibilidad de adherirse también a los PRI.

Finalmente, el consejo de administración de la gestora GPP, de forma paralela, decidió suscribir también los principios con el acuerdo de consenso de BBVA, CC. OO. y UGT. En este sentido, el consejo de administración de GPP es consciente de la creciente importancia de la sensibilidad sobre estos temas entre la opinión pública, y especialmente entre las comisiones de control de los fondos de empleo en España. En definitiva, el consejo de administración de GPP consideró que este tipo de inversión era aplicable al resto de los fondos de pensiones que gestionaba y decidió aceptar el reto.

### **Estrategia utilizada en la selección de la cartera: estrategia integrada**

Cuando el fondo de empleados del BBVA firmó los PRI, lo trasladó a la gestora, con el propósito de que, a su vez, trasladara estos criterios a la totalidad del patrimonio gestionado. Por lo tanto, la entidad gestora tenía que estar en disposición de poderlo realizar. Debido a ello, GPP, junto con BBVA Asset Management, analizó sus posibilidades y adoptó una estrategia de inversión que denominan integrada.

Los PRI de Naciones Unidas adoptan un enfoque muy abierto, amplio y pragmático sobre cómo deben aplicarse los principios a la gestión de las carteras institucionales. Se trata de un instrumento de promoción, pero no establece un cuadro de mando acerca de cómo deben aplicarse los principios. Así, la firma de los PRI no significa adoptar ningún tipo de concreto de ISR; por el contrario, se trata de un proceso amplio en el que se espera que participe mucha gente, para compartir información y experiencias.

Ante esta situación, GPP ha presentado a la comisión de control una estrategia para gestionar la ISR en la cartera del fondo teniendo en cuenta la estrategia de integración. El objetivo es cubrir la totalidad del patrimonio de los fondos de pensiones (80% renta fija y 20% renta variable). Esta estrategia ha sido desarrollada con el apoyo de BBVA Asset Management y ha sido aceptada por la comisión de control del fondo.

La estrategia se divide en tres áreas:

1. Carteras de títulos de renta variable
2. Fondos de renta variable de terceras gestoras
3. Activos de renta fija (gobiernos y renta fija privada)

**Tabla 20. Estrategia de integración de la ISR adoptada por GPP-BBVA Asset Management en la gestión de pensiones**

| Objetivo ISR: cubrir la totalidad del patrimonio   |  |
|--|--|
| <b>1 Cartera de títulos de RV</b>  | Tres criterios: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Concordancia con normas internacionales en materia de derechos humanos o explotación infantil, por ejemplo.</li> <li>• Integración de ESG en el análisis de inversiones.</li> <li>• Actividad de gobierno corporativo.</li> </ul> |
| <b>2 Fondos de RV de terceras gestoras</b>   | Solo las comprometidas con la ISR.   |
| <b>3 Activos de RF (gobiernos y privada)</b>   | Rating mínimo de sostenibilidad.   |
| <b>4 Posibilidad de contemplar inversiones pasivas basadas en índices sostenibles e inversiones y fondos temáticos</b> |  |

Fuente: GPP (2008).

En la cartera de renta variable desarrollan tres criterios. En primer lugar, se ha decidido adoptar una *política de concordancia con las normas internacionales en materia de derechos humanos o explotación infantil*.

GPP presentó una política que no se basaba en las exclusiones de valores en función de su sector o actividad. La política de integración, pues, no adopta criterios negativos de exclusión; no se realiza una preselección negativa de los valores de la cartera. En algunos casos puntuales, sí que aceptan ciertas exclusiones, por ejemplo, cuando haya violaciones de los derechos humanos o no se cumplan las normas internacionales en materia de derechos humanos o explotación infantil.

En segundo lugar, se desarrolló una estrategia de integración a partir de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el análisis de inversiones. Se avanza, pues, en la integración de criterios extrafinancieros a partir de la base de datos y los rating que reciben de Innovest.

El equipo de gestión de inversiones ha integrado estas valoraciones como parte integral del proceso de toma de decisiones de la composición de la cartera.

No se pretendía adoptar ni criterios negativos de exclusión, que limitasen la composición de la cartera antes, ni criterios positivos posteriores, que solo integrasen aquellas empresas con los mejores ratings de sostenibilidad. Estos criterios se han integrado como parte del proceso de toma de decisiones, de forma que no delimiten el universo de inversión.

En la práctica, este proceso lleva a GPP a integrar la gestión del riesgo basado en criterios sociales, medioambientales y de gobiernos corporativo como criterio en el proceso de análisis y composición de la cartera.

El tercer criterio aplicado a la renta variable es la actividad de gobierno corporativo. La idea que transmiten es que quieren entender mejor a las compañías en las que invierten, sus negocios y sus riesgos, especialmente los extrafinancieros. GPP considera que, si tienen en cuenta todos los aspectos, y no solo los financieros, van a estar en disposición de tomar las mejores decisiones de inversión en el fondo.

Eso no significa que las empresas mejor valoradas con los criterios de Innovest sean, necesariamente, las que van a estar en la cartera. Se utiliza como una fuente de información, junto con otros proveedores externos, pero GPP ha formado sus propios gestores especialistas en ISR, para hacer sus propios estudios de las compañías y aplicarlas a la gestión de la cartera.

Los gestores, en la medida de lo posible, deben permanecer atentos a las compañías que pueden afectar al riesgo de la cartera. Por ello, es importante adoptar un actitud proactiva respecto a las empresas basada en el engagement o diálogo con las empresas, por lo menos en el

ámbito nacional, pues con las compañías extranjeras resulta más difícil.

Además, GPP valora la relación directa entre los gestores y las empresas participadas. Si se conoce directamente a la empresa, se considera si está avanzado en este sentido. Se presenta a la comisión de control, y si la comisión considera que hay una compañía en cartera que no cumple requisitos, el gestor mantiene la vigilancia para revisar la integración de ese valor en la cartera.

Para ello también es importante su participación en el foro de entidades gestoras de los PRI, que ofrece la posibilidad de reunirse con otros inversores para compartir experiencias y avanzar en el desarrollo de iniciativas de aprendizaje.

Por lo que respecta a las carteras de renta variable de terceras gestoras, GPP ha acordado que solo invertirá en los fondos de inversión de entidades gestoras que estén comprometidas con la ISR, especialmente a través de la firma de los PRI. Si no los ha firmado, permiten a la gestora que explique si está comprometida con la ISR.

En cuanto a los activos de renta fija, es la parcela que más se debe desarrollar, pues, a diferencia de la renta variable —donde ya se tenía experiencia en la integración de la ISR—, en la renta fija se inició con la firma de los PRI. Por el momento, su análisis se basa en los ratings de sostenibilidad y la investigación ofrecida por Innovest.

Finalmente, como cuarta estrategia, se abre la posibilidad de contemplar inversiones pasivas basadas en índices de sostenibilidad e inversiones y fondos temáticos específicos de ISR (energía renovable, agua, venture capital para la sostenibilidad, etc.).

## **Retos de futuro**

El proceso descrito lleva poco menos de un año de desarrollo, de manera que es todavía pronto para valorar los resultados, sobre todo el impacto sobre la rentabilidad del fondo. No obstante, es importante seguir la evolución del impacto de la gestión de la cartera de este fondo de pensiones.

GPP considera uno de sus objetivos en los próximos años el poder plasmar que esta estrategia supone un comportamiento diferencial en materia de rentabilidad.

Además, considera que se debe avanzar de forma cualitativa. En este sentido, son conscientes de que se hallan inmersos en un proceso de aprendizaje constante que puede comportar críticas, pero que, a la vez,

les permite ir mejorando el impacto de cada una de las estrategias, especialmente en la renta fija. Para ello es fundamental crear un equipo experto en la integración de la ISR en la gestión de activos. El marco de los PRI les permite avanzar en el proceso en colaboración con otras entidades de gestión y fondos de pensiones en el contexto internacional.

El objetivo de GPP es aplicar este enfoque de gestión a todas las comisiones de gestión de fondos de pensiones que forman parte de su cartera de clientes. Esta estrategia encaja con la política de inversión de los fondos de pensiones de empleo, porque tiene vocación de medio o largo plazo. Además, en un futuro no muy lejano, se prevé que otras comisiones de control adopten un rol activo con demandas concretas sobre la aplicación de los criterios ISR en la gestión de la cartera.

### 2.6.11 Instituciones de gestión de fondos de pensiones de empleo

En España existe un número concreto de instituciones de gestión de inversiones que gestionan los planes y fondos de empleo.

**Tabla 21. Principales instituciones de gestión de planes y fondos de pensiones de empleo en España 2007**

| Mil Millones de €             |                |                |
|-------------------------------|----------------|----------------|
| Instituciones                 | Diciembre 2006 | Diciembre 2007 |
| <b>GPP- BBVA</b>              | 6.871          | 7.066          |
| <b>Fonditel</b>               | 4.775          | 4.784          |
| <b>VidaCaixa - la Caixa</b>   | 4.567          | 4.751          |
| <b>Ibercaja</b>               | 2.788          | 2.896          |
| <b>Caser Seguros</b>          | 2.311          | 2.392          |
| <b>BanSabadell Pensiones</b>  | 1.197          | 1.191          |
| <b>SCH Gestión de Activos</b> | 1.108          | 1.192          |
| <b>Caja Madrid Pensiones</b>  | 769            | 829            |
| <b>Popular Pensiones</b>      | 730            | 789            |
| <b>Total del sistema</b>      | 30.201         | 31.162         |

Fuente: Inverso.

Estas instituciones de gestión están adoptando un papel activo en la promoción de la ISR en los planes y fondos de pensiones de empleo en España. En el último año, las propias gestoras han adoptado compromisos importantes como instituciones. Este hecho responde a las demandas del mercado y al compromiso de las instituciones de gestión con sus clientes, especialmente las comisiones de control.

Entre las iniciativas más importantes entre las instituciones de gestión de planes y fondos de pensiones de empleo destacan:

40 <<http://www.unpri.org/signatories>> (4/9/2008)

Como hemos explicado, la gestora de fondos de pensiones de empleo del Grupo BBVA, Gestión de Previsión y Pensiones (GPP),<sup>40</sup> ha sido la primera institución de gestión de planes y fondos de empleo en España que se ha adherido a los PRI de Naciones Unidas. Lo ha hecho en febrero de 2008.

El objetivo de GPP es integrar en la gestión de los fondos de pensiones de su cartera los criterios de sostenibilidad medioambiental, social y responsabilidad social adoptados por los PRI. Con esta decisión, GPP se convierte en la primera institución de gestión de fondos de pensiones de empleo que se adhiere en España a los citados principios, y, además, los hace compatibles con los mandatos establecidos por las distintas comisiones de control de los planes de pensiones de empleo que gestiona.

Actualmente, GPP cuenta con un patrimonio gestionado de 5.504 millones de euros (31/12/2007). Gestiona 46 fondos de pensiones y 250 planes de pensiones.

GPP fue creada por Caja Postal-Banco Argentaria y los sindicatos CC. OO. y UGT en la década de 1990 para cubrir la gestión de los fondos de pensiones de empleo. Actualmente forma parte del Grupo BBVA y está gestionada por BBVA (60%), junto con los sindicatos CC. OO (20%) y UGT (20%). Tanto los sindicatos como la dirección de BBVA han tenido un papel activo en la integración de los criterios de ISR y sostenibilidad en la gestión de los patrimonios gestionados.

En este último año, GPP está integrando las herramientas de gestión ISR en la gestión de todas sus carteras, lo que confirma que esta decisión no afecta a la rentabilidad de los fondos de pensiones. GPP ofrece a todas las comisiones de control la posibilidad de adecuar sus políticas de inversión a los criterios de ISR, que poco a poco se van integrando en la gestión de la cartera. Para poder analizar el comportamiento de los valores y de las empresas cotizadas, GPP utiliza una de las herramientas existentes en el mercado, concretamente Innovest Strategic Value Advisors, cuya plataforma es una de las principales referencias mundiales en esta materia. En poco tiempo, GPP ha ido adoptando un papel de promotor de la ISR facilitando el que las comisiones de control dispongan de herramientas para entender cómo se aplican los criterios de responsabilidad social y medioambiental en la gestión de sus fondos de pensiones.

Otra de las entidades de gestión activas en esta área es Caser Seguros. En diciembre de 2007, gestionaba 2.392 millones de euros en planes de pensiones de empleo.

En los últimos años, Caser ha desarrollado una política de promoción de la ISR entre las comisiones de control de los fondos de empleo. Actualmente está trabajando en el Nuevo Reglamento de planes y fondos de pensiones publicado en marzo 2007 y que entró en vigor en el año 2008.

En el artículo 6 de este Reglamento se especifica que la comisión de control deberá ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera del fondo con relevancia cuantitativa y con carácter estable. Especialmente, deberá ejercer el derecho de voto en las juntas de accionistas de estas compañías. Dicho derecho lo ejercerá la comisión de control, bien directamente, bien a través de la entidad gestora.

En el informe anual del fondo de pensiones se deberá informar de la política de inversión del fondo con relación a los derechos políticos.

Hay pocos fondos que hayan empezado a trabajar en este sentido, pero Caser ha informado a todas las comisiones de control con las que trabaja. En los últimos años, además, ha animado a las comisiones de control a aprobar políticas de inversión con criterios ISR y a ejercer los derechos políticos en las asambleas de accionistas de las compañías participadas en sus carteras.

Finalmente, bajo el impulso de CASER, la comisión de control del fondo de pensiones de empleados de Cajasol (Andalucía occidental) ha adoptado una política con criterios ISR. La comisión de control ha aceptado la firma de los PRI de Naciones Unidas, proceso que se está iniciando. El fondo cuenta con más de 300 millones de euros de patrimonio.

En cuanto a la gestión de planes de pensiones individuales, Caser gestionaba en diciembre de 2007 1.555 millones de euros. La gestora ha lanzado en el mercado retail el fondo de pensiones Ahorro Pensión 33, adscrito al Plan Caser Responsabilidad Plus. El fondo, del que forman parte planes de pensiones de diferentes cajas de ahorro, cuenta con una política de inversiones ISR basada en criterios de exclusión de valores según sectores de actividad.

Otra entidad gestora en esta área es VidaCaixa Previsión Social, del grupo “la Caixa”, que gestiona el fondo de pensiones de los empleados de “la Caixa”.

También debemos mencionar el papel de Caja Madrid Pensiones, que gestiona el fondo de pensiones de los empleados del Grupo Caja Madrid. Cuenta con una declaración de política de inversiones que incluye criterios ISR.

## 2.7 Lecciones sobre la ISR en los fondos de pensiones de empleo

El estudio de casos nos permite extraer una serie de conclusiones que conviene tener en cuenta al abordar el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones. Estas primeras conclusiones del estudio son provisionales, pues deberán ser confirmadas en investigaciones posteriores.

En primer lugar, para el desarrollo de la ISR en fondos de pensiones de empleo parece que deba darse una confluencia de las voluntades, intereses y competencias de varios actores. Así, destaca la importancia de la colaboración, la coordinación y la transparencia que se establece entre los tres actores principales de un fondo de pensiones: comisión de control, gestor del fondo y promotor. En los dos casos analizados, esto ha sido posible por el hecho de que la comisión de control y la entidad gestora pertenecen al mismo grupo empresarial.

En segundo lugar, se confirma que el papel activo en el impulso y la toma de decisiones de los miembros de la comisión de control constituye el elemento más importante para el desarrollo de la ISR en estos fondos de pensiones. En este sentido, se constata también la importancia de la continuidad del trabajo de los miembros de la comisión de control. Esta experiencia facilita sus conocimientos financieros y el desarrollo de la ISR.

Asimismo, en tercer lugar, junto con la comisión de control, otro elemento fundamental es el papel de los gestores del fondo. En particular, destaca la importancia de los gestores de fondos que toman la iniciativa como agentes que ofrecen estrategias y opciones de inversión ISR. En los dos casos analizados, los gestores han sabido aceptar el reto presentado por las comisiones de control. Destaca la actitud proactiva de las gestoras que han buscado estrategias de inversión, en un caso a través de inversiones pasivas en terceros fondos y, en el otro, a través del desarrollo de una estrategia de implementación de los PRI en la gestión de toda la cartera (renta variable, renta fija y terceros fondos). Ha sido importante la capacidad de los gestores de demostrar que estas opciones no afectaban a la cuenta de resultados, ni a la rentabilidad.



**Tabla 22. Lecciones extraídas sobre el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo**

41 CC significa Comisión de Control del Fondo de Pensiones de Empleo

| Factores fundamentales   | Factores no determinantes   | Principales obstáculos a investigar   |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• confluencia de voluntades, intereses y competencias de los actores: CC,<sup>41</sup> gestor y promotor.</li> <li>• existencia de una gestora que pertenece al mismo grupo empresarial</li> <li>• profesionalidad e interés de la gestora por buscar nuevos productos e iniciativas donde invertir con criterios ISR</li> <li>• papel impulsor y facilitador de la dirección del grupo empresarial</li> <li>• sindicatos como promotores de los valores sociales entre los miembros de las comisiones de control</li> <li>• evidencia de relación positiva entre la rentabilidad y la ISR</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• la existencia o no de índices de sostenibilidad, como DJSI o FTSE4Good.</li> <li>• que exista o no un Foro para la Inversión Socialmente Responsable.</li> <li>• que haya o no un marco legal favorable para el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones: una legislación fiscal o de transparencia</li> <li>• que exista o no Departamento de Responsabilidad Corporativa en la empresa promotora</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• formación y difusión del conocimiento sobre las estrategias y los instrumentos de ISR entre los miembros de las comisiones de control.</li> <li>• vinculación estable y diálogo entre los miembros de las comisiones de control y los gestores del fondo</li> <li>• desconocimiento de los gestores sobre la ISR y sus técnicas de aplicación en el análisis financiero.</li> <li>• poca difusión de los estudios que demuestran la relación entre ISR y rentabilidad</li> </ul> |

Fuente: elaboración propia

Como consecuencia de los dos primeros elementos tratados, debemos confirmar que la relación de trabajo conjunto, cooperación y toma de decisiones en consenso entre los miembros de la comisión de control del fondo y los gestores es un elemento fundamental. En estos casos, ha sido posible gracias al diálogo continuo entre ellos, que pertenecen a un mismo grupo empresarial, lo que hace que se potencien y se apoyen mutuamente.

Paralelamente, en cuarto lugar, debemos tener en cuenta el papel impulsor y facilitador que desarrolla el promotor del fondo de pensiones, en el caso de Telefónica la dirección del grupo empresarial, y en el caso del BBVA, el papel de catalizador que ha desarrollado el Departamento de Responsabilidad y Reputación Corporativa.

En quinto lugar, los sindicatos también desempeñan un papel clave como promotores de los valores sociales entre los miembros de las comisiones de control de los fondos de pensiones. En la organización sindical, este papel impulsor corresponde a los departamentos de fondos de pensiones,

que ejercen una influencia positiva en los miembros sindicales de las comisiones de control.

Finalmente, hemos podido constatar cómo uno de los elementos fundamentales en la consolidación de la estrategia de ISR en el fondo ha sido la relación positiva entre la rentabilidad y la ISR. El hecho de que los gestores hayan aportado un valor añadido a la gestión del fondo seleccionando fondos de inversión ISR con resultados financieros altamente positivos y en inversiones alternativas muy rentables ha consolidado el éxito de la estrategia ISR.

De forma paralela, otros elementos que parecerían importantes a priori no han demostrado serlo, o al menos no serlo tanto para los miembros de las comisiones de control, después del análisis de este caso.

En primer lugar, no se ha detectado una demanda explícita y espontánea por parte de los miembros de las comisiones de control del fondo de pensiones de empleo de que exista un Foro para la Inversión Socialmente Responsable. Aunque los miembros de las comisiones de control, y especialmente los gestores y promotores de los fondos de pensiones de empleo valoran positivamente su existencia y esperan que en un futuro se apoye el trabajo desarrollado por los fondos de pensiones de empleo.

En segundo lugar, no se ha encontrado una relación directa entre el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones y la demanda por parte de los miembros de la comisión de control de un marco legal favorable para el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones: una legislación fiscal o de transparencia.

En cambio, parece que podríamos deducir, aunque haría falta comprobarlo, que existen algunos elementos que, en algunas circunstancias, pueden dificultar el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones de empleo. Ello nos induce a pensar en nuevas líneas de investigación futura.

En este sentido, es importante profundizar en el tema de la formación y la difusión del conocimiento sobre las estrategias y los instrumentos de ISR entre los miembros de las comisiones de control, y el papel impulsor de los sindicatos en este ámbito.

Además, sería preciso analizar los factores que podrían facilitar el establecimiento de una vinculación estable y de diálogo entre los miembros de las comisiones de control y los gestores del fondo. El caso de los fondos de pensiones de los empleados de Telefónica y de BBVA no se puede extrapolar a otros fondos de pensiones de empleo, en la mayoría de los

cuales el gestor no forma parte del grupo empresarial y solo se establece una relación profesional. En muchos casos, el hecho de que la gestión se confíe a gestores externos al grupo empresarial no facilita una relación estable de demanda y compromiso por parte de los miembros de las comisiones de control. También es importante el hecho de que, en general, los gestores de fondos de pensiones no conozcan qué es la ISR y cuáles son sus técnicas de aplicación en el análisis financiero. En definitiva, no existen profesionales especializados en este sector.

44 En el Observatorio de la ISR (2006) se presentó un estudio que demostró la rentabilidad media positiva de los fondos de inversión ISR.

Otro elemento sobre el que resulta interesante desarrollar investigación es la relación directa entre la ISR y la rentabilidad. En efecto, uno de los factores que dificultan el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones es el miedo que los miembros de las comisiones de control tienen a la hora de integrar criterios de responsabilidad social y medioambiental, pues pueden pensar que ello se va a traducir en una pérdida de rentabilidad. En este sentido, cabe apuntar que existe poca difusión de los estudios que demuestran la relación entre ISR y rentabilidad.<sup>44</sup>

A tenor de lo expuesto en los párrafos precedentes, podemos concluir que este estudio de caso nos ha permitido entender mejor los elementos fundamentales del impulso de la ISR en los fondos de pensiones de empleo, así como ver cuáles parecen ser menos importantes y cuáles son los que pueden convertirse en obstáculos. Al mismo tiempo, debemos permanecer atentos a la evolución de la ISR en los fondos de pensiones de empleo en los próximos meses. De esta forma, podremos ver cómo evolucionan las tres estrategias adoptadas hasta la fecha: la estrategia reducida, aplicada entre otros por los fondos de pensiones de empleo más pioneros hace unos años; en segundo lugar, el desarrollo del activismo accionarial por parte de las comisiones de control directamente o delegando su poder a las instituciones de gestión, y finalmente, la estrategia integrada en la gestión de toda la cartera de los fondos de pensiones.

### 3. La ISR en España: hechos importantes acerca de su evolución durante 2007-2008

En este tercer capítulo vamos a analizar los hechos más relevantes del año 2007-2008 en relación con la evolución de la ISR en España. Ello nos permitirá entender cuál es la situación de la ISR en nuestro país, más allá de los datos ofrecidos en el primer capítulo de este Observatorio.

#### 3.1 La creación de SpainSIF

El 22 de mayo de 2008 varias entidades expresaron públicamente su intención de crear SpainSIF, el foro español sobre ISR, como plataforma para el desarrollo de este tipo de inversión en España. Entre esas entidades figuraban BBVA, Crédit Agricole, BBK, Caser, FTSE, la Asociación Española para las Relaciones con Inversores (AERI), ESADE y Forética.

SpainSIF se constituiría como una asociación sin ánimo de lucro con personalidad jurídica propia. El objetivo de sus impulsores es que este foro se convierta en un lugar de encuentro para la comunidad financiera, gestoras de fondos, planes de pensiones y agencias de rating, además de entidades del tercer sector vinculadas a la ISR.

En su lanzamiento se expresó que la actividad de SpainSIF se centraría en la difusión de conocimiento en materia de ISR y en la generación de demanda primaria acerca de estos productos tanto a nivel particular como a nivel institucional. En estos momentos, la organización está participando en la nueva oleada del estudio de Eurosif sobre la ISR en Europa.

#### 3.2 Intermón-Oxfam actúa como accionista activo para defender los derechos de los pueblos indígenas

En España, las ONG han empezado a actuar como accionistas activos participando en las juntas de accionistas de las grandes empresas. Esta forma de proceder, que resulta bastante común en los países anglosajones, es aún bastante insólita en nuestro país.

El 14 de mayo de 2008, Intermón Oxfam se presentó en la junta de accionistas de Repsol YPF para pedir a la empresa que se dotase de una política de relación con las comunidades indígenas que habitan en los territorios donde opera. En concreto, se pidió a la empresa que su política fuera transparente y verificable y que incorporara el respeto a la legislación acordada internacionalmente.

Intermón Oxfam actuó en calidad de representante, pues le cedieron su derecho avoto diversos inversores españoles (con unas 81.000 acciones) y el fondo de inversión ética de Estados Unidos Boston Common Assets. Durante la junta de accionistas, Intermón Oxfam hizo entrega, además, de las más de 11.000 firmas recogidas en su campaña de participación ciudadana.

Previamente, el fondo Boston Common Assets, junto con el Calvert Asset Management Co. —uno de los fondos de inversión social y medioambiental más grandes de Estados Unidos—, el Boston Common International Social Index Fund y el Friends Fiduciary Corp, enviaron una carta a Repsol YPF, antes de que se celebrase su junta, para dar a conocer a la empresa sus demandas. Estos cuatro fondos reúnen cerca de 800.000 acciones de Repsol YPF.

La ONG Intermón Oxfam desarrolla un proceso de diálogo con la empresa desde hace más de tres años; en él se pide a Repsol YPF la elaboración de una política de relación con las comunidades indígenas. En los últimos dos años, Intermón Oxfam ha tenido como interlocutor al Departamento de Responsabilidad Social de la empresa. Con anterioridad a la junta de accionistas, Repsol YPF había anunciado el objetivo de dotarse con una política sobre pueblos indígenas. Así, elaboró un borrador y abrió un proceso de consultas entre expertos y organizaciones, entre las que figuraba Intermón Oxfam. Esta organización, no obstante, consideraba que faltaba la mención a la legislación internacional que vela por los derechos de las poblaciones indígenas.

En la junta de accionistas, Intermón Oxfam pidió a la empresa que respetase las dos normas de carácter internacional que salvaguardan los derechos de estos pueblos: la Declaración de las Naciones Unidas sobre los derechos de los pueblos indígenas y el convenio 169 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), ambos ratificados por España. El convenio 169 de la OIT recoge el derecho a consulta previo, libre e informado para tener el consentimiento de los pueblos indígenas en cualquier actividad que afecte a su modo de vida y sus costumbres. Este reconocimiento es clave, puesto que constituye la puerta de acceso al resto de los derechos internacionales, como el de participación de beneficios, la compensación de daños o la capacidad de decidir sobre su propio proceso de desarrollo.

En 2007, Intermón Oxfam inició una campaña de participación ciudadana para presionar a la empresa, pidiendo firmas para enviar la demanda. Estas 11.000 firmas de la ciudadanía fueron entregadas al presidente de la empresa durante la junta de accionistas que tuvo lugar 14 de mayo.

### **3.3 La actividad de los fondos de pensiones de empleo en relación con la integración de criterios de ISR**

En el último año, los principales planes de pensiones de empleo, sobre todo los vinculados a las instituciones financieras y bancarias, han avanzado para integrar en sus políticas de inversión criterios de ISR.

En primer lugar, destaca el hecho de que el 20 de febrero de 2008 Gestión de Previsión y Pensiones (GPP), la gestora de planes de empleo del Grupo BBVA participada por CC. OO. y UGT, se adhirió a los Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas. Esta decisión fue acordada por el Consejo de Administración de GPP en su reunión del 1 de febrero de 2008. El objetivo de esta decisión es integrar en la gestión de fondos de pensiones de empleo criterios de sostenibilidad medioambiental, sostenibilidad social y responsabilidad social. GPP se convierte así en la primera institución de gestión de fondos en España que se adhiere a estos principios.

En segundo lugar, paralelamente a la decisión de GPP, la comisión de control del plan de pensiones de los trabajadores del BBVA presentó públicamente el 20 de febrero de 2008 su adhesión a los PRI. El fondo de empleo de BBVA es uno de los mayores planes de empleo de España, con un patrimonio de 2.100 millones de euros y más de 41.000 partícipes. La comisión de control de BBVA Fondo de Empleo aprobó la integración de los criterios de PRI en la totalidad del patrimonio gestionado del fondo. La comisión de control del plan está integrada por representantes del banco, en tanto que promotor; los sindicatos CC. OO., UGT, Confederación de Cuadros y CGT; y una representación de los beneficiarios.

En tercer lugar, la institución de gestión CASER seguros también ha adoptado un papel activo en la promoción de la ISR entre los fondos de pensiones de empleo. Recientemente, la comisión de control del del fondo de pensiones de empleo Cajasol ha aceptado iniciar los trámites para adherirse a los PRI. CASER también ha lanzado al mercado retail un fondo de pensiones con política ISR, el fondo de pensiones Ahorro Pensión 33.

En cuarto lugar, el plan de pensiones de empleo de Santander Central Hispano, que cuenta con 20.380 empleados y 33,6 millones de euros, anunció en mayo de 2008 que integrará criterios ISR. Para ello, la comisión de control del plan y el fondo de pensiones Santander Empleados acordó, en abril 2008, la creación de una comisión técnica para analizar la aplicación de criterios socialmente responsables (sociales, medioambientales y de gobierno corporativo) a su fondo de pensiones.

Esta comisión técnica está desarrollando el ideario ético del plan y fondo de pensiones, donde se reflejarán los criterios de ISR que posteriormente se aplicarán en el análisis de las compañías en que se invierta. El análisis con criterios de responsabilidad se realizará a través del Servicio de Gestión de ISR de Santander Asset Management.

### 3.4 La emergencia de nuevos fondos

#### **Triodos Values Funds**

Triodos Bank también comercializa en España diferentes fondos para clientes constitucionales. Se trata de Triodos Values Bond Fund y Triodos Values Pioneer Fund.

Estos fondos forman parte de de Triodos SICAV I, domiciliada en Luxemburgo. Los partícipes invierten directamente en la SICAV en Luxemburgo.

Triodos Values Equitity invierte en valores con políticas de desarrollo sostenible y excluye empresas de sectores como el tabaco, el armamento, la energía nuclear, etc.

Triodos Values Bond invierte en renta fija provada, excluyendo también sectores. Triodos Values Piones invierte en renta variable en empresas seleccionadas por sus políticas de sostenibilidad.

#### **FTSE4Good Ibex**

BBVA Asset Management ha lanzado al mercado el nuevo fondo BBVA FTSE 4Good Ibex comercializado por BBVA en septiembre de 2008. El fondo está dirigido especialmente a inversores institucionales, especialmente los fondos de pensiones de empleo.

El BBVA FTSE4Good Ibex es un fondo de renta variable española que ofrece la posibilidad de invertir en empresas socialmente responsables que están incluidas en el FTSE4Good Ibex 35. De esta forma, el fondo replica el comportamiento del índice FTSE4Good.

Es un fondo ETF (Exchange-Traded Funds). Son fondos de inversión que tienen la particularidad de que cotizan en bolsa, igual que una acción, pudiéndose comprar y vender a lo largo de una sesión al precio existente en cada momento sin necesidad de esperar al cierre del mercado para conocer el valor liquidativo al que se hace la suscripción/reembolso del mismo.

Los ETFs son uno de los productos financieros que más está creciendo en España. A diferencia de un fondo de inversión tradicional, un ETF se comporta como una acción, dado que su precio se calcula de forma automática teniendo en cuenta la ponderación de los valores que contiene. Por ese motivo se puede comprar y vender exactamente igual que una acción.

## Conclusiones

En esta edición del Observatorio hemos intentado ofrecer un amplio panorama de la situación de desarrollo de la ISR en España, teniendo siempre presente que es necesario contextualizar el desarrollo del mercado español en el contexto internacional.

En primer lugar, hemos visto que el mercado español de los fondos ISR sigue mostrando precariedad. Así, a finales del año 2007, encontramos en el mercado financiero español 61 IIC socialmente responsables, 19 de ellas gestionadas por instituciones gestoras en España y 42 gestionadas por instituciones gestoras extranjeras. Si comparamos estas cifras con el número de fondos ISR en el año 2006 (53 en total), se observa que, a lo largo del año 2007, se ha producido un incremento del 15,09% respecto al número de fondos ISR comercializados en España en el año anterior, un dato destacable, especialmente en un período de crisis financiera como el actual.

Por lo que respecta a los fondos ISR extranjeros comercializados en nuestro país, a finales del año 2007, se comercializan 42 fondos socialmente responsables gestionados en otros países europeos. Se observa, por tanto, un incremento positivo respecto al número de fondos desde el año 2006, puesto que se han incorporado al mercado financiero español 8 nuevas IIC socialmente responsables extranjeras. La incorporación de estos fondos al mercado financiero español, tal y como apuntábamos en el Observatorio del año pasado, no deja de ser un dato notablemente positivo para el desarrollo de la ISR en nuestro país y, sobre todo, una clara muestra de que la ISR tiene futuro en España. Este dinamismo de los fondos ISR también ha tenido reflejo en algunos cambios estructurales de los fondos.

En cuanto a los fondos socialmente responsables domiciliados y gestionados en España, la situación es negativa, puesto que se ha registrado un significativo descenso del volumen de patrimonio: se ha pasado de 1.125.100 miles de euros en 2006 a 937.668 miles de euros en 2007. Por tanto, el descenso en 2007 respecto al año 2006 es del 16,66%. Además, debemos tener en cuenta que un porcentaje muy importante de este patrimonio pertenece a un solo fondo que no tiene una política explícita de ISR, sino que utiliza el FTSE4Good para construir la cesta de valores BBVA Extra 5 II Garantizado.

Los datos, pues, no son muy alentadores, sobre todo en un momento especialmente complicado para el mercado financiero.

Una de las razones que pueden explicar esta disminución del volumen de patrimonio es el impacto de la crisis financiera iniciada en 2007 en



Estados Unidos y que afectó de forma negativa a la industria de los fondos de inversión. Además, el patrimonio de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España suponía, en esa fecha, el 0,37% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España. Entre 2006 y 2007, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España registró una disminución del 5,65%, mientras que la disminución patrimonial de los fondos ISR entre 2006 y 2007 fue del 16,70%, un porcentaje muy superior, por tanto, al del total de fondos de inversión mobiliarios.

En segundo lugar, uno de los elementos interesantes e innovadores que presenta este Observatorio es la aparición de nuevos instrumentos de capital riesgo invertidos en empresas en sectores medioambientales y sostenibles, como las energías renovables, y en sectores donde las empresas adoptan políticas de RSE. Se trata de instrumentos que tienen importancia por el propio desarrollo del capital riesgo, pero que nos permiten abrir nuevos espacios para la ISR, aunque también abren nuevos interrogantes.

En tercer lugar, uno de los objetivos más importantes de este Observatorio ha sido analizar la situación de los fondos de pensiones de empleo en relación con la ISR en España. Para ello, hemos analizado en primer lugar el marco general, con especial atención a sus aspectos normativos. Además, por primera vez, hemos presentado estudios de casos concretos sobre la aplicación de la ISR en el marco de los inversores institucionales en España.

El estudio de casos sobre el fondo de pensiones de empleo nos ha permitido obtener conclusiones importantes que debemos tener en cuenta:

Hemos constatado que, en nuestro país, los miembros de las comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo tienen un papel relevante en la dirección y toma de decisiones de la política y la inversión de sus fondos. Poco a poco, en los últimos años, algunas comisiones de control de los fondos de pensiones de empleo han desarrollado estrategias de ISR. En un primer momento, las comisiones de control adoptaron un estrategia reducida a través de aplicar un porcentaje menor del patrimonio del fondo a criterios ISR. No obstante, en la actualidad, se observa como las comisiones de control han pedido a sus gestores la implementación de criterios de responsabilidad social, medioambiental y ética, así como la integración de criterios de gobierno corporativo en la política de inversión en la gestión de todo el patrimonio de sus carteras. En algunos casos, las comisiones de control, por su parte, han empezado a implementar la ISR a través de la firma de los

Principios de Inversión Responsable (PRI) de Naciones Unidas, que son aceptados e impulsados en todo el mundo por inversores institucionales y cada vez más en España. En otros casos, finalmente, las comisiones de control de los fondos de empleo han comenzado a adoptar estrategias como inversores activos y han empezado a votar en las asambleas de accionistas de las grandes empresas del IBEX 35 de las que son accionistas, preocupándose sobre todo por los temas de gobierno corporativo.

Otro actor fundamental es el papel de los gestores del fondo. En particular, destaca la importancia que los gestores sepan ofrecer a las comisiones de control nuevos productos y estrategias en la aplicación de criterios y técnicas de preselección de la cartera. En este sentido, es importante su interés por aceptar el reto planteado por las comisiones de control e integrar criterios ISR en la gestión de los fondos. Como consecuencia de ello, para el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones es fundamental la relación de trabajo conjunto, cooperación y toma de decisiones en consenso entre los miembros de la comisión de control del fondo y los gestores de los fondos.

Paralelamente, es importante considerar el papel de catalizador que pueden desarrollar los departamentos de Responsabilidad Social de las empresas en el apoyo a las comisiones de control y su relación con las gestoras de inversión, como hemos visto en el caso del BBVA.

Otro actor fundamental son los sindicatos que tienen un papel fundamental como promotores de la ISR en tanto que facilitan a las comisiones de control estrategias y formación tanto en temas de responsabilidad social y medioambiental, como en gobierno corporativo.

También destaca la relación positiva entre la rentabilidad y la inversión ISR. Es necesario desarrollar y dar a conocer los estudios e instrumentos que verifiquen la rentabilidad de la inversión ISR. De esta forma, las comisiones de control y los gestores de fondos dispondrán de informes para poder analizar el comportamiento financiero de las inversiones ISR y así tomar decisiones.

Finalmente, podemos concluir que observamos que los factores más importantes que determinan el desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones son factores internos al trabajo interno de la comisión de gestión y la gestora, entre ellos destaca la confluencia de voluntades, intereses y competencias de los actores, la comisión de control, el gestor y el promotor; y la relación de trabajo conjunto y toma de decisiones en consenso entre los miembros de la comisión de control y los

gestores. De forma que podemos decir que la ISR en los fondos de pensiones es un asunto que implica a diferentes partes y que su incorporación y expansión dependen del empeño de distintos actores y sobre todo de la relación positiva entre ellos. En definitiva, se trata, como se ha dicho en otras ocasiones, de un proceso multistakeholder. Así, pues en este país debemos avanzar en generar estas dinámicas relacionales positivas entre los miembros de las comisiones de control y los gestores ISR, los promotores de los fondos, los departamentos de RSE y los sindicatos.

## **Estudio de casos: Datos de los fondos y de las personas que han participado en las entrevistas**

Fondo de pensiones de los empleados de Telefónica  
Empresa: Telefónica de España, S. A. U.  
Grupo: Telefónica Holding

Personas entrevistadas:

Sra. Belén Gómez  
Presidenta de la Comisión de Control  
Delegada de CC. OO.

Sr. Adrián Martínez  
Miembro de la Comisión de Control  
Subcomisión de Inversiones  
Delegado de UGT

Sr. Carlos Moreno  
Director de Inversiones Específicas  
Fonditel Pensiones E.G.F.P., S. A.

Sr. Luis Peña  
Consejero delegado  
Fonditel Pensiones E.G.F.P., S. A.

Fondo de pensiones de empleo de BBVA  
Empresa: BBVA España  
Grupo: BBVA

*Personas entrevistadas:*

Sr. Álvaro Elices  
Director de estrategia de mercado y negocio institucional  
BBVA Asset Management

Sr. Vicente Hernández García  
Presidente de la Comisión de Control del plan y fondo de pensiones de empleo de BBVA

Sr. Ignacio Galar  
Responsable de pensiones España  
Grupo BBVA

Sra. Pilar Morata  
Secretaria de Comisión de Control del plan y fondo de pensiones empleo de BBVA  
BBVA

Comisiones Obreras  
Área de Planes y Fondos de Pensiones

*Personas entrevistadas:*

Sr. Carlos Bravo  
Responsable confederal del Área de Planes y Fondos de Pensiones  
CC. OO.

Sr. Mario Sánchez  
Área de Planes y Fondos de Pensiones  
CC. OO.

# Instituciones de inversión colectiva ISR en España

Instituciones de inversión colectiva con preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social comercializados en España a 31 de diciembre de 2007.

## Gestionados por instituciones gestoras en España

1. Ahorro Corporación Responsable 30, FI
2. BBK Solidaria, FI
3. BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI
4. BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI
5. Caixa Catalunya Europa Valor, FI
6. Caja Ingenieros Mundial ISR, FI
7. CAM Fondo Solidaridad, FI
8. Compromiso Fondo Ético, FI
9. Corporate Governance Spain Fund, FI
10. Foncaixa Cooperación, FI
11. Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI
12. Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI
13. Fondo Solidario Pro Unicef, FI
14. Santander Dividendo Solidario, FI
15. Santander Responsabilidad Bolsa, FI
16. Santander Responsabilidad Conservador, FI
17. Urquijo Cooperación, SICAV
18. Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI
19. BBVA Extra 5 II Garantizado, FI

## Gestionados por instituciones gestoras extranjeras

20. ABN AMRO Funds - Sustainable Global Equity Fund
21. Aviva Morley - European Socially Responsible Equity Fund
22. Axa World Fund Clean Tech
23. Axa World Fund Development Debt
24. Axa World Fund Human Capital
25. CAAM Funds Aqua Global
26. CAAM Funds Euro SRI
27. Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy
28. Dexia Equities L Sustainable Green Planet
29. Dexia Equities L World Welfare
30. Dexia Sustainable EMU
31. Dexia Sustainable Euro Bonds
32. Dexia Sustainable Euro Corporate Bonds
33. Dexia Sustainable Euro Government Bonds
34. Dexia Sustainable Euro Long Term Bonds
35. Dexia Sustainable Euro Short Term Bonds
36. Dexia Sustainable Europe
37. Dexia Sustainable European Balanced High

38. Dexia Sustainable European Balanced Low
39. Dexia Sustainable European Balanced Medium
40. Dexia Sustainable World
41. Dexia Sustainable World Bonds
42. DWS Invest Climate Change
43. DWS Invest Responsibility
44. European Responsible Consumer Fund
45. Fortis L Fund Bond SRI Euro
46. Fortis L Fund Equity SRI Europe
47. Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe
48. Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe
49. Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe
50. ING (L) Invest Sustainable Growth Fund
51. ING (L) Renta Fund Sustainable Fixed Income
52. Mellon European Ethical Index Tracker
53. Pictet Funds - European Sustainable Equities
54. Pioneer Funds - Global Ecology
55. Pioneer Funds - Global Ethical Equity
56. UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators
57. UBS (Lux) Responsibility Fund - European Equities B
58. Dexia Sustainable North America
59. Dexia Sustainable Pacific
60. JP Morgan Funds - Global Socially Responsible Fund
61. UBS (Lux) Equity Fund -Eco Performance





# Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables registradas en la CNMV. Año 2007

| Tipología de la IIC (Circular Inverco)                   | Fecha de constitución  | Patrimonio (31/12/2007) | Participes en España (31/12/2007) | Entidades beneficiarias | Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/2007) | Estructura de la cartera (31/12/2007)     | Criterios de preselección | Criterios negativos | Criterios positivos | Investigación ética | Comité de seguimiento | Relación con los participes | Comunicación con las empresas |
|--|--|-------------------------|-----------------------------------|-------------------------|--|---|---------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| ABN AMRO Funds - Sustainable Global Equity               | 12/3/2001  | 50.000 miles de euros   | No disponible                     | -                       | -2,00%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Ahorro Corporación Responsable 30, FI                    | 01/07/1999. Con fecha 20/12/2005 se modificó la política de inversión del fondo, incorporando criterios de ISR.  | 4.353 miles de euros    | 681                               | -                       | -2,02%   | 74,45% renta fija y 25,55% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | ✓                           | -                             |
| Aviva Morley - European Socially Responsible Equity Fund | 3/14/2001  | 94.396 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 5,29%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | ✓                             |
| AXA World Fund Clean Tech                                | 4/24/2007  | 35.740 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 4,19%  | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Axa World Fund Development Debt                          | 1/2/2002   | 15.800 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 2,84%  | 100% renta fija                           | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Axa World Fund Human Capital                             | 10/30/2007   | 20.957 miles de euros   | No disponible                     | -                       | -6,48%   | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| BBK Solidaria, FI  | 6/3/2005   | 7.036 miles de euros    | 522                               | -                       | 3,40%  | 75,20% renta fija y 24,80% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI                     | 02/09/1997 (anteriormente denominado BBVA Mid Cap Internacional, FI)   | 29.886 miles de euros   | 6.550                             | -                       | -6,25%   | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| BBVA Extra 5 II Garantizado, FI                          | 10/2/2003  | 688.073 miles de euros  | 25.994                            | -                       | -1,12%   | 100% renta fija                           | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| BNP Paribas Fondo Solidaria, FI                          | 12/1/1999  | 8.620 miles de euros    | 99                                | -                       | -2,14%   | 74,35% renta fija y 25,65% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Caixa Catalunya Europa Valor, FI                         | 15/11/1999 (Como Caixa Catalunya Solidari, FIM. Cambio de denominación registrado el 30/12/2004)   | 6.011 miles de euros    | 386                               | -                       | -0,21%   | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | -                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Caixa Ingenieros Mundial ISR, FI                         | 17/06/1997. Con fecha 19/09/2006 se modificó la política de inversión del fondo, incorporando criterios de ISR.  | 5.210 miles de euros    | 241                               | -                       | -3,49%   | 23,60% renta fija y 76,40% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| CAM Fondo Solidaridad, FI                                | 6/20/2005  | 10.946 miles de euros   | 250                               | -                       | -1,32%   | 63,88% renta fija y 36,12% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| CAAM Funds Agua Global                                   | 12/15/2006   | 45.980 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 0,87%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| CAAM Funds Euro SRI                                      | 12/15/2006   | 28.310 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 4,20%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Compromiso Fondo Etico, FI                               | 12/5/2005  | 12.642 miles de euros   | 158                               | -                       | 2,12%  | 56,85% renta fija y 43,16% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Corporate Governance Spain Fund, FI                      | 9/30/2005  | 26 miles de euros       | 95                                | -                       | 0,72%  | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Credit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy B          | 08/10/90. como "Credit Suisse Fund EcoEfficiency". Cambio de nombre y divisa (de USD) 05/06/00. En Noviembre del 2007, el fondo se fusionó con el Credit Suisse Equity Fund (Lux) Future Energy y ha adoptado esta nueva denominación. | 193.470 miles de euros  | No disponible                     | -                       | 27,54%   | 100% renta variable                       | ✓                         | -                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |



| Tipología de la IIC (Circular Inverco)              | Fecha de constitución  | Patrimonio (31/12/2007)  | Participes en España (31/12/2007) | Entidades beneficiarias | Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/2007) | Estructura de la cartera (31/12/2007)     | Criterios de preselección | Criterios negativos | Criterios positivos | Investigación ética | Comité de seguimiento | Relación con los participes | Comunicación con las empresas |
|---|--|--------------------------|-----------------------------------|-------------------------|--|---|---------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Fonexa 133 Socialmente Responsable, FI              | 9/6/2005   | 3.563 miles de euros     | 723                               | -                       | -5,74%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Fondo Solidario Pro Unicef, FI                      | 5/7/1999   | 4.468 miles de euros     | 449                               | -                       | 1,42%  | 78,71% renta fija y 21,29% renta variable | ✓                         | ✓                   | -                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Fortis L Fund Bond SRI Euro                         | 11/1/2006  | 77.750 miles de euros    | No disponible                     | -                       | 0,30%  | 100% renta fija                           | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Fortis L Fund Equity SRI Europe                     | 12/1/1997  | 107.460 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 1,40%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe          | 6/1/1998   | 126.450 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 0,57%  | 50% renta fija y 50% renta variable       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe            | 6/1/1998   | 38.980 miles de euros    | No disponible                     | -                       | 0,98%  | 25% renta fija y 75% renta variable       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe         | 6/1/1998   | 89.280 miles de euros    | No disponible                     | -                       | 0,03%  | 75% renta fija y 25% renta variable       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| ING (L) Invest Sustainable Growth Fund              | 7/10/2000  | 187.930 miles de euros   | No disponible                     | -                       | -0,44%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| ING (L) Renta Fund Sustainable Fixed Income         | 5/23/2007  | 254.670 miles de euros   | No disponible                     | -                       | 2,40%  | 100% renta fija                           | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| JP Morgan - Global Socially Responsible Fund        | 9/1/2002   | 52.000 miles de \$       | No disponible                     | -                       | 8,27%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Mellon European Ethical Index Tracker               | 1/11/2002  | 16.170 miles de euros    | No disponible                     | -                       | 0,52%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Pictet Funds - European Sustainable Equities        | 10/1/2002  | 160.000 miles de euros   | No disponible                     | -                       | -4,29%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | -                     | -                           | -                             |
| Pioneer Funds - Global Ecology                      | 18/12/2000   | 1.422.700 miles de euros | No disponible                     | -                       | 11,00%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Pioneer Funds - Global Ethical Equity               | 7/4/2000   | 203.500 miles de euros   | No disponible                     | -                       | -8,10%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Santander Dividendo Solidario, FI                   | 2/1/1999   | 55.116 miles de euros    | 1.450                             | -                       | -3,55%   | 16,25% renta fija y 83,75% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| Santander Responsabilidad Bolsa, FI                 | 5/22/2007  | 3.120 miles de euros     | 15                                | -                       | 1,47%  | 100% renta fija                           | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| Santander Responsabilidad Conservador, FI           | Este fondo se denominaba Santander Responsabilidad y durante el año 2007 cambio de denominación y pasó a denominarse Santander Responsabilidad Conservador, FI | 35.893 miles de euros    | 201                               | -                       | 1,72%  | 88,00% renta fija y 12,00% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance             | 6/29/2001  | 234.970 miles de CHF     | No disponible                     | -                       | -4,40%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| UBS (Lux) Equity Fund - Global Innovators           | 7/15/2005  | 1.014.470 miles de euros | No disponible                     | -                       | 28,30%   | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| UBS (Lux) Responsibility Fund - European Equities B | 2/26/2002  | 18.130 miles de euros    | No disponible                     | -                       | 2,00%  | 100% renta variable                       | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | ✓                             |
| Urquijo Cooperación, SICAV                          | 12/9/2003  | 14.658 miles de euros    | 104                               | -                       | 5,34%  | 63,80% renta fija y 36,20% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |
| Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI             | 12/9/2003  | 25.238 miles de euros    | 567                               | -                       | -3,04%   | 56,38% renta fija y 43,62% renta variable | ✓                         | ✓                   | ✓                   | ✓                   | ✓                     | ✓                           | -                             |

## Bibliografía

- Caser Pensiones (2007)** *Planes y fondos de pensiones*. Textos de la Ley, Reglamento y Disposiciones Complementarias, Madrid
- CC. OO. (2008)** *Ibex 35: Gobierno corporativo 2007. Juntas de accionistas 2008. Cuadernos de información sindical*. Madrid
- CC. OO. (2007)** *Ibex 35: Gobierno corporativo 2006. Juntas de accionistas 2007. Informe del Área de planes y Fondos de Pensiones, Madrid*.
- Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2007)** *Planes y fondos de pensiones: informe estadístico 2006*, Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2008)** *Seguros y fondos de pensiones. Informe 2007*, Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda.
- European Federation for Retirement Provision (2008)** *Annual Report 2007*.
- Eurosif (2007)** *Venture Capital for Sustainability 2007*, París
- Eurosif (2008)** *European SRI Study 2008*, París.
- Eisenhard, K. (1989)** "Building Theories from Case Study Research", *The Academy of Management Review*, núm. 14, vol. 4, octubre.
- FTSE y BME (2008)** *FTSE4Good IBEX Index*. Inclusión Criterios.
- FTSE y BME (2008)** *FTSE4Good IBEX Index*. Factsheet. Julio.
- FTSE y BME (2008)** *Ground Rules for the management of the FTSE4Good*. Abril.
- OCDE (2007)** *Pension markets in Focus*, vol. 4, noviembre.
- Petigrew, A. (1988)** "Longitudinal field research on change: Theory and practice". Paper presentado en la National Science Foundation Conference on Longitudinal Research Methods in Organisations. Austin.
- Stake, R. E. (1994)** "Case Study", en *Denzin, N. K. y Lincoln, Y. S. (eds.) Handbook of Qualitative Research*, Thousand Oaks: Sage Publications, pp. 236-247.
- USSIF (2007)** *2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*.
- Yin, R. (1984)** *Case Study Research*, Beverly Hills, CA: Sage Publications.



# ESADE

**Universidad Ramon Llull**

Av. Pedralbes 60-62  
E-08034 Barcelona  
Tel. +34 93 280 61 62  
Fax + 34 93 204 81 05  
[www.esade.edu](http://www.esade.edu)

# BBVA

Pº Castellana 81  
28046 Madrid  
Tel. +34 9153746000  
Fax. 915377000  
Web: [www.bbva.com](http://www.bbva.com)  
<http://rrc.bbva.com>



ISBN 978-84-88971-19-7



9 788488 971197