

## CONCLUSIONES DE LA JORNADA: LOS RETOS DE LOS PLANES DE PENSIONES FRENTE A LA ISR: RENTABILIDAD Y TRANSPARENCIA.

---

El 26 de abril de 2013 se celebró una jornada de investigación y trabajo sobre Inversión Socialmente Responsable con representantes de fondos de pensiones de tipo de empleo españoles. Fue acogida por en el Centro Internacional de Formación Financiera de la Universidad de Alcalá, entidad patrocinadora de la jornada. Su objetivo principal consistió en dar voz y compartir reflexiones y visiones sobre la aplicación de la ISR en los fondos de pensiones, a través del debate.

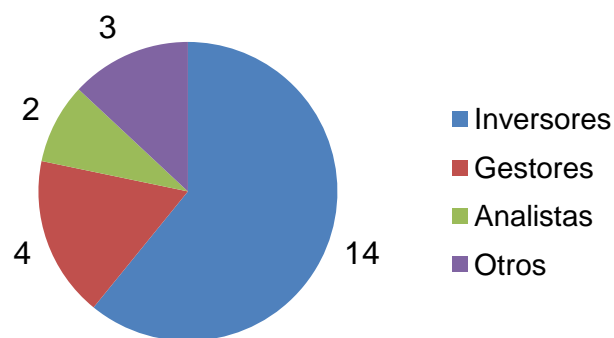
Como marco inicial del debate y del proceso de investigación, se desarrolló la mesa redonda titulada “Retos de los Planes de Pensiones frente a la ISR: Rentabilidad y Transparencia”. Las ponencias estuvieron a cargo de:

- D. José Antonio de Paz Carbajo, Subdirector General de Planes y Fondos de Pensiones en la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, que habló sobre la nueva regulación de los Planes de Pensiones, concluyendo que el desarrollo reglamentario previsto otorgará una gran libertad a cada fondo de pensiones para el desarrollo de la ISR, aunque requerirá una mayor estructuración de la información generada sobre este aspecto.
- D<sup>ña</sup>. Carlota García Mañas, directora de análisis en EIRIS, que habló sobre la experiencia de los Planes de Pensiones en otros países, que remarcó las diferencias entre fondos de pensiones públicos que a nivel de ISR siguen estrategias con mayor peso de exclusiones por el incumplimiento de regulación internacional; y los fondos de pensiones privados, más orientados hacia criterios de rentabilidad a largo plazo y creación de valor para sus beneficiarios, que suelen decantarse por estrategias best in class.
- D. Víctor de la Fuente Muñoz, Asesor de Vida y Pensiones en Caser, habló de la gestión de las carteras de Planes de Pensiones a través de la ISR, exponiendo el proceso de aprendizaje que dentro de su entidad han tenido a lo largo de más de una década. Como puntos relevantes señaló la necesidad de avanzar poco a poco, de plantear estrategias de ISR sencillas, y de monitorizar los resultados.
- D. Mario Sánchez Richter, Economista de la Secretaría de Protección Social y Políticas Públicas de la Confederación Sindical de Comisiones Obreras, habló sobre el papel del inversor activo frente a la ISR. Mario apostó por políticas ISR más complejas y equilibradas, y destacó la importancia que ha tenido la obligación de ejecución activa de los derechos políticos de voto para la concienciación desde las comisiones de control del potencial de la ISR. También subrayó la necesidad de participar en redes de inversores o en iniciativas de ISR multistakeholder, para poder maximizar el impacto de las actuaciones ISR de cada entidad de previsión social.

## CONCLUSIONES 1ª Mesa de Trabajo: El binomio Rentabilidad-Riesgo en los Planes de Pensiones ISR

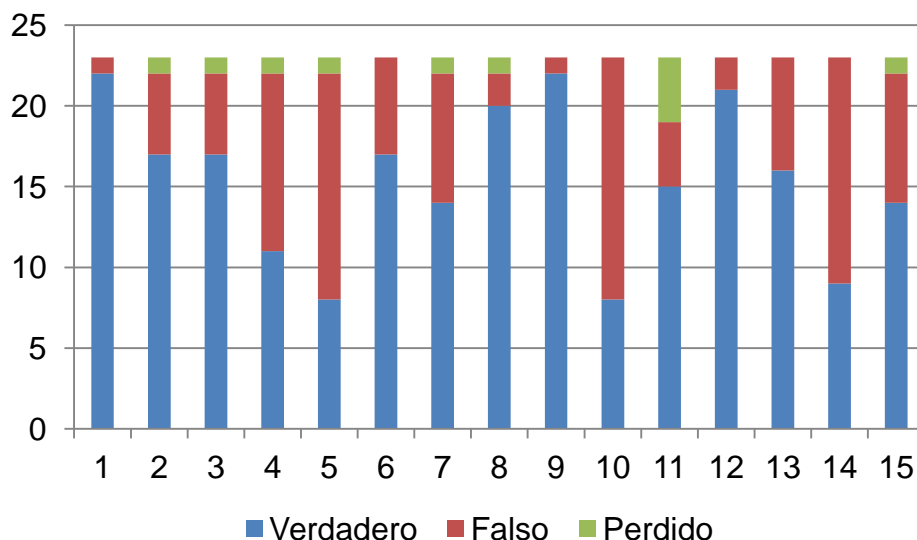
El taller contó con un total de 23 participantes, representantes en su mayoría de comisiones de control de diversos fondos de pensiones, tal y como se observa en el Gráfico 1. También se contó, aunque en mucho menor número, con la presencia de gestores de fondos de pensiones, analistas y grupos de interés varios. Las dinámicas utilizadas en esta primera mesa de trabajo fueron una encuesta (A) y el debate entre los asistentes (B).

**Gráfico 1.** Participantes en el taller



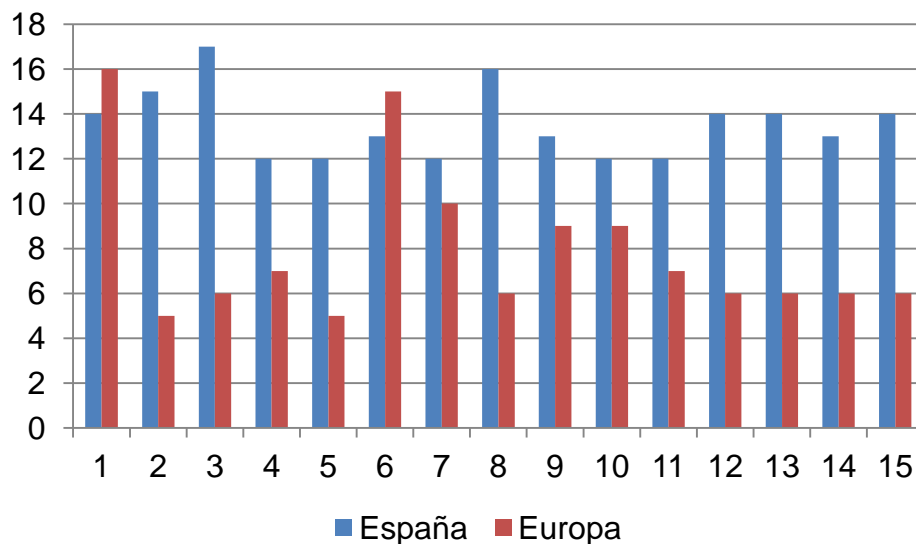
A. Los resultados de la encuesta inicial que se realizó durante el taller se muestran a continuación. En primer lugar figura la clasificación de las afirmaciones en verdaderas y falsas que realizaron los partícipes. Posteriormente se trata el ámbito de aplicación de las afirmaciones, si español o europeo. Ha de subrayarse que los resultados del cuestionario no son representativos, debido principalmente al reducido tamaño de la muestra.

**Gráfico 2.** Respuestas a las afirmaciones



En el Gráfico 2 se aprecian las respuestas que los participantes en el taller dieron a las 15 afirmaciones que se plantearon. Puede distinguirse entre afirmaciones sobre las que hay gran consenso (afirmaciones 1, 8, 9 y 12), afirmaciones sobre las que hay consenso parcial (afirmaciones 2, 3, 5, 6, 10, 11 y 13) y afirmaciones sobre las que no hay consenso (afirmaciones 4, 7, 14 y 15).

**Gráfico 3.** Ámbito de aplicación de las afirmaciones



El Gráfico 3 informa sobre si los participantes consideraban que las afirmaciones planteadas eran aplicables al mercado financiero español y/o al mercado financiero europeo. Se evidencian afirmaciones aplicables indistintamente a ambos mercados (afirmaciones 1, 6 y 7), afirmaciones que parecen ser más aplicables al mercado español, aunque también podrían aplicarse al mercado europeo (afirmaciones 9, 10, y 11) y afirmaciones que son principalmente aplicables al mercado español (afirmaciones 2, 3, 4, 5, 8, 12, 13, 14, y 15).

A continuación figuran las diferentes afirmaciones que se plantearon, así como las respuestas sobre ellas que dieron los participantes en el taller.

**1. El inversor institucional tiene un papel clave como promotor de la adopción de criterios ASG en el mercado financiero.**

**Afirmación de consenso** (considerada verdadera) aplicable tanto al mercado español como al mercado europeo.

**2. La escasa formación y comprensión que tienen los inversores institucionales sobre los criterios ASG hace necesario que éstos recurran a servicios externos para su tratamiento.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola verdadera) aplicable al mercado español.

**3. La falta de aceptación de los criterios ASG por parte del mercado tiene su origen en la falta de conocimiento y formación que se tiene de ellos.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola verdadera) aplicable al mercado español.

**4. El inversor institucional es escéptico respecto a la eficacia de los PRI para impulsar la adopción de criterios ASG en las decisiones de inversión.**

**Afirmación sin consenso** aplicable al mercado español.

**5. Si las empresas no reciben peticiones relacionadas con los PRI es porque éstos aún no funcionan.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola falsa) aplicable al mercado español.

**6. Implementar criterios ASG en las decisiones de inversión requiere una compleja gestión de la información: obtener una imagen completa de los criterios ASG requiere consultar diversas fuentes de información.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola verdadera) aplicable tanto al mercado español como al mercado europeo.

**7. El mercado financiero se caracteriza por la falta de diálogo entre sus miembros.**

**Afirmación sin consenso** aplicable tanto al mercado español como al mercado europeo.

**8. El mercado financiero se caracteriza por la drástica separación existente entre aspectos financieros por un lado y aspectos ASG por otro.**

**Afirmación de consenso** (considerada verdadera) aplicable al mercado español.

**9. La legislación de los criterios ASG ha de ser solución de problemas, no el problema.**

**Afirmación de consenso** (considerada verdadera) principalmente aplicable al mercado español, aunque también podría aplicarse al mercado europeo.

**10. Los inversores institucionales tienen muy poca capacidad de influir en las empresas, medida ésta como porcentaje de participación en ellas.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola falsa) principalmente aplicable al mercado español, aunque también podría aplicarse al mercado europeo.

**11. Los inversores institucionales no recurren a las empresas para informarse acerca de criterios ASG, prefieren otras fuentes.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola verdadera) principalmente aplicable al mercado español, aunque también podría aplicarse al mercado europeo.

**12. En lo que respecta a tema financieros, la relación entre los inversores institucionales y las empresas no es directa sino que tiene lugar a través del gestor.**

**Afirmación de consenso** (considerada verdadera) aplicable al mercado español.

**13. En lo que respecta a tema ASG, la relación entre los inversores institucionales y las empresas no es directa sino que tiene lugar a través del gestor.**

**Afirmación de consenso parcial** (predominio de respuestas considerándola verdadera) aplicable al mercado español.

**14. A día de hoy, el inversor institucional no dispone de mecanismos que le permitan asegurar que el gestor sigue criterios ASG a la hora de adoptar decisiones de inversión.**

**Afirmación sin consenso** aplicable al mercado español.

**15. Generalmente, los criterios ASG son tratados por la prensa como una herramienta de publicidad. Consecuentemente, tienen poca credibilidad y repercusión.**

**Afirmación sin consenso** aplicable al mercado español.

Se recogen en este cuadro resumen las afirmaciones consideradas como verdaderas en el mercado español:

- El inversor institucional tiene un papel clave como promotor de la adopción de criterios ASG en el mercado financiero
- El mercado financiero se caracteriza por la drástica separación existente entre aspectos financieros por un lado y aspectos ASG por otro.
- La legislación de los criterios ASG ha de ser solución de problemas, no el problema.
- En lo que respecta a tema financieros, la relación entre los inversores institucionales y las empresas no es directa sino que tiene lugar a través del gestor. En cuanto a los temas ASG, no es siempre así.

B. A continuación, se dinamizó un debate entre los asistentes sobre la **relación entre la rentabilidad y el riesgo en los fondos de pensiones que utilizan criterios ISR.**

De entrada, se consensuó que es necesario distinguir entre rentabilidad y picos de rentabilidad. Uno de los gestores presentes afirmó que sus fondos con criterios ISR

tienen mejor comportamiento financiero que otros fondos generalistas, considerándose en un medio o largo plazo.

**CARENCIA DE FORMACIÓN:** ¿Hay sensibilidad en los promotores cuando las gestoras plantean la aplicación de criterios ASG?

En opinión de una gestora, la ISR no se demanda por los promotores, aunque las gestoras “sentimos que debemos ser un agente de difusión de la ISR”. Suelen surgir dudas por el promotor sobre los efectos en la rentabilidad. Las gestoras tienen la obligación de demostrar (según su experiencia) si esta relación es positiva o, al menos, neutra.

**VOTO Y DERECHOS POLÍTICOS:**

Por parte de las comisiones de control se expresa que hay una necesidad de monitorizar el voto que ejerce la gestora. Existen redes, en las que hay apoyo sindical, que ayudan a focalizar el voto. El problema es que al ejercer el derecho de voto no se sabe dónde llega (o no) el voto. Existe una cierta inseguridad sobre las fórmulas de envío de voto a distancia establecidas por las empresas en las que se invierte y sobre las que se quiere ejercer el derecho político. Desde la experiencia directa del voto desde los propios fondos de pensiones, se pide que las empresas mejoren y faciliten el mecanismo de voto delegado o por correo.

**RENTABILIDAD/ RIESGO:**

También se comenta que en otras ocasiones es la gestora la reacia a aplicar criterios ISR o ASG, porque ven desventajas en cuanto a rentabilidad, mientras que la empresa promotora es muy proactiva en ese sentido. Una cuestión que afecta es quién asume el coste de los servicios de análisis ASG ¿el fondo, la gestora? En algunos casos, este dilema se suple invirtiendo en algunas iniciativas puntuales y minoritarias, como fondos temáticos. Se plantea que el problema es que el promotor y la gestora están interrelacionados: son “cautivos” de los objetivos de la gestora.

Otros representantes de las comisiones de control piensan que la ISR es una buena idea, pero a día de hoy implica pérdida de rentabilidad, porque “es más barato pagar multas que poner sistemas de gestión de los riesgos ASG”. No hay un convencimiento pleno sobre la falta de efectos negativos en la rentabilidad.

Asimismo, desde las comisiones de control también se piensa que los inversores institucionales deberían estar más informados e implicados en una ISR de verdad, evitando realizar simplemente una ISR de imagen/propaganda. Además, ha de

buscarse coherencia respecto de las actuaciones de la empresa promotora en RSC: “No se debe hacer ISR y luego dejar que la empresa promotora tenga proveedores que no respetan los DDHH”. Dentro de las empresas promotoras, al menos las multinacionales, existe ya una percepción de que la gestión de riesgos ASG a nivel general, influye en la supervivencia de la empresa. Igualmente existe cierto consenso en que no se trata de buscar rentabilidad a cualquier precio, sino que desde los fondos de pensiones ha de pensarse en el largo plazo y en el establecimiento de umbrales mínimos, mientras se mantiene coherencia con los principios que se promueven desde los sindicatos, etc.

En cuanto al papel de las certificaciones, sellos, etc. en RSC, para los inversores institucionales no ofrecen credibilidad. No obstante, la revisión de criterios ASG sí parece ofrecer información significativa para discriminar entre empresas, aunque esto es principalmente sostenido por los analistas.

Para finalizar, se comentaron los resultados de un estudio de investigación llevado a cabo por el RBF (Centre for Responsible Banking and Finance) de la Universidad de St. Andrews<sup>1</sup>: A partir de cinco carteras modelo en las que utilizaron información medioambiental de la agencia de calificación social EIRIS, analizaron el binomio rentabilidad-riesgo durante los cinco años anteriores. Se concluyó que se habían reducido los riesgos de volatilidad y los picos de rentabilidad para aquellas carteras que contenían un mayor porcentaje de empresas calificadas desde EIRIS como excelentes en cuanto a criterios ambientales. La rentabilidad a largo plazo no sufría variaciones.

---

<sup>1</sup> Hoepner, Andreas G. F., Rezac, Michael and Siegl, K. S.: “Does Pension Funds' Fiduciary Duty Prohibit the Integration of Environmental Responsibility Criteria in Investment Processes?: A Realistic Prudent Investment Test” (Septiembre, 2011). Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1930189> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1930189>

## **CONCLUSIONES 2ª Mesa de Trabajo: La transparencia en los Planes de Pensiones ISR.**

Se presenta el debate, recordando los avances regulatorios en España (entrada en vigor el 01/01/2013 de la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social; así como la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible; y el desarrollo reglamentario pendiente. A partir de aquí se plantearon las siguientes preguntas marco para el debate sobre el grado de profundidad con el que deberían informar los fondos de pensiones de empleo, no solamente desde la perspectiva de cumplir con las exigencias regulatorias, sino desde un punto de vista general de respuesta a las expectativas de partícipes, promotores y comunidad inversora en general:

- ¿Con qué grado de detalle debería informarse sobre la DPI: tipo y descripción de criterios, metodología de análisis, etc.?
- ¿Ha de ofrecerse detalle sobre la fuente de información ASG especializada y reconocida?
- ¿Existen asesores en ISR? ¿Qué función tienen?
- ¿Ha de describirse del engagement realizado con empresas o del ejercicio del derecho de voto para aspectos ASG?
- ¿Debe indicarse el número de reuniones anuales en las que la comisión de control ha tratado aspectos - ISR?
- ¿Los informes a los partícipes deberían incluir información sobre los aspectos ISR?
- Este ejercicio de transparencia, ¿supondrá un coste extra para el fondo de pensiones? ¿Quién debe asumir los costes?

Desde las comisiones de control se indica que, aunque se ha comenzado la andadura en la ISR con la firma de los PRI, sigue habiendo falta de recursos de tiempo y formación por parte de estas comisiones. Por ello se contratan asesores externos. Dentro de las políticas de inversión, es muy habitual que sólo se dedique un apartado muy escueto a la ISR. Se delega el tema del reporting en la gestora, aunque se está haciendo voto delegado: en este sentido se plantea que se “examine lo que realiza la empresa promotora, antes de exigir a otras empresas lo que tienen que hacer”. Sin embargo, la transparencia sobre aspectos ISR no es un problema: existe consenso respecto a que sólo cuando baja la rentabilidad es cuando los partícipes preguntan o reaccionan.

Desde la voz de los gestores, el partícipe no es homogéneo, aunque en general no tiene sensibilidad ISR, y se mueve generalmente por rentabilidad. Enfrentar como excluyentes rentabilidad vs criterios ISR es erróneo; se debe aprender a



desvincularlo como contrarios y a plantearlo como complementarios en la información a trasladar a los partícipes.

Existen varios planteamientos en la línea de trasladar la idea de que las empresas más sostenibles aportarán una mayor rentabilidad futura y reducirán los riesgos: según algunos ha de hacerse así, pero según otras opiniones no se debería ir tan lejos, aunque sí aclarar que el binomio rentabilidad-riesgo está desvinculado de la inclusión o no de aspectos ASG, es decir, informar de que incluirlos tampoco afecta en negativo.

Concretando sobre la cuestión de qué información específica demanda el partícipe de un fondo de empleo con filosofía de ISR, existen opiniones contrapuestas: desde algunas comisiones de control se opina que habría que reportar sólo la información que exige la ley, ya que el principal interés del partícipe es la rentabilidad, y sólo a quien quiera saber más se le debería proporcionar información específica. De otro modo, la función de la comisión de control se desvirtuaría en cuestiones de gestión y no de exigencia de responsabilidades. Por otro lado, se piensa que la información ISR sí es sensible para el colectivo de partícipes porque afecta a su prestación a largo plazo, aunque habría que proporcionar una información comprensible y adecuada, además de formación (ASG y financiera). Una de las herramientas que se comentan son las auditorías, de fácil comprensión por los partícipes.

No existe consenso sobre si la información ISR al partícipe debe proveerse proactivamente, o sólo debe “ponerse a disposición”. En algún caso se opina que no es bueno ofrecer demasiada información, y que es preferible presentar información de forma esquemática y bien estructurada, aunque ofreciendo la opción de consultar la información completa. En cualquier caso, sí hay acuerdo en que la información financiera y la extrafinanciera han de complementarse.

Desde los gestores y analistas, también se opina que es necesario complementar la información ASG con información sobre la sostenibilidad financiera de las empresas (esto también es un principio de la ISR). Y se constata que cuando hay rentabilidad, hay pocas preguntas de los partícipes sobre cómo se ha hecho la gestión. La información ISR tiene que ser clara y transparente, incluso reconociendo errores por parte de la gestora.

Finalmente se habla sobre los posibles conflictos de interés que pueden surgir cuando hay que aplicar la política de ISR sobre empresas accionistas, socias, parte de la empresa promotora/gestora del fondo, etc. Se recalca que en estos casos la transparencia es clave: dar información esquemática de cómo se ha actuado en las

juntas. Y se recuerda por algunos partícipes que la ISR también permite mantenerse en empresas rentables pero con mal comportamiento ASG y luchar para que estos comportamientos cambien.