
LA INFLUENCIA DEL INVERSOR INSTITUCIONAL EN LA RSC DE LA EMPRESA

La perspectiva de las
grandes empresas
españolas



Bankia

BBVA



endesa

ferrovial

INDITEX

indra



sacyr

Telefónica

SOBRE ESTE INFORME

El sistema financiero se ha basado tradicionalmente en el supuesto de maximizar el valor para el accionista como el único objetivo a tener en cuenta en las decisiones de inversión. En la actualidad, este supuesto se muestra insuficiente en un mundo interconectado y con grandes retos medioambientales y sociales a los que enfrentarse. Prueba de ello, los inversores institucionales, respondiendo al aumento de la demanda de inversiones responsables por parte de los ahorradores y a las recomendaciones y normas de las instituciones reguladoras, están manifestando la relevancia que tienen los factores sociales y medioambientales, tanto en sus decisiones de inversión, como en las relaciones que mantienen con las empresas en las que invierten.

La Fundación SERES, a través de su iniciativa LabS de Inversores y el IE en su interés académico por el tema, han decidido profundizar sobre la evolución de este proceso en el entorno español, destacando el impacto que puede tener en las grandes empresas españolas. Este estudio ha sido elaborado por el profesor Joaquín Garralda, Decano de Ordenación Académica de IE Business School, con el apoyo de la Fundación SERES y la participación relevante de 16 empresas SERES.

Contenido

Resumen ejecutivo	6
Introducción	9
Metodología de la investigación	10
Análisis de las preguntas	11
1. Percepción de la situación actual	11
2. Perspectivas a corto plazo	12
3. Los índices de sostenibilidad	14
4. Actividades que muestran un mayor <i>engagement</i>	16
5. Temas específicos	21
6. Los <i>proxi advisors</i>	23
Conclusiones	24
Referencias	29

Resumen ejecutivo

En los últimos años y en especial durante el año 2018, se ha observado un mayor número de noticias en la prensa especializada que hacían referencia al cambio experimentado en las relaciones de los inversores institucionales con las empresas en las que invertían. La evolución iba dirigida a un creciente compromiso (*engagement*, en adelante) con las empresas en las que invertían, influyendo en decisiones y políticas. En enero de 2018, la carta anual de Larry Fink, CEO de *BlackRock*, el mayor gestor de fondos mundial, expresaba claramente la propuesta de actuar bajo un nuevo concepto de *engagement* en el que la comprensión del “**propósito**” de la empresa era fundamental en sus relaciones con las compañías (I.). El Fondo de Pensiones de Noruega, el referente fondo soberano del mundo, también ha generado muchos titulares por sus comunicados y por las votaciones en las Juntas Generales de Accionistas.

En sentido contrario, en este último año se han publicado informes y noticias que niegan que se haya producido un aumento en el *engagement* de estos inversores, tal y como declaraban en los medios. Distintas ONG (II.), utilizando los datos que publicaban empresas especializadas, trataban de demostrar que los inversores institucionales únicamente votaban siguiendo las recomendaciones de votos dictadas por los *proxi advisors* y que, en la mayoría de los casos, eran votos a favor de las propuestas del Consejo. Por tanto, extraían la conclusión de que estas declaraciones de los grandes inversores institucionales podían calificarse como *bluwashing*¹.

OBJETIVOS DEL ESTUDIO

En este contexto mundial, parecía interesante investigar si en el entorno de las grandes empresas españolas, se producía una similitud en el aumento del nivel de *engagement* de los inversores institucionales, ya que por su dimensión tienen un porcentaje relevante de esta tipología de inversores entre sus accionistas.

Las cartas de Larry Fink, CEO de *BlackRock*

En enero de 2018, la carta de Larry Fink, CEO de *BlackRock*, el mayor inversor institucional del mundo con más de 6 billones de dólares (trillones americanos) bajo gestión, enviada a los CEO de las empresas más representativas del mundo, se volvió “viral” por sus mensajes contundentes a favor de un nuevo modelo de *engagement* (compromiso) de los inversores. Su objetivo era emitir un mensaje claro insistiendo en que “la empresa tiene que lograr no sólo unos resultados financieros, sino también demostrar cómo logra una contribución positiva para la sociedad”. En su carta del 2019 (III.), Larry Fink sigue la misma tónica largo-placista de sus anteriores comunicaciones, poniendo especial énfasis en que las empresas en las que *BlackRock* invierte deben perseguir, además del beneficio, un *purpose* (propósito) que les conduzca a un beneficio a largo plazo. Su intención como inversor es entender este propósito de la empresa y ayudarle a que oriente su estrategia y decisiones en línea con criterios *ESG* (*environmental, social, governance*) (IV.).

Lógicamente estas afirmaciones han provocado un gran número de comentarios, que se traducían en críticas o en alabanzas, dependiendo de quién y en qué entorno se hacían.

¹ Utilizar las declaraciones de RSC como un argumento de Relaciones Públicas, más que de verdadero compromiso de la empresa con los aspectos de la RSC.

Con este primer objetivo, se ha realizado entre las grandes empresas adheridas a la Fundación SERES, una encuesta en profundidad, mediante una entrevista personal, en la que las preguntas del cuestionario servían para introducir los temas. No obstante, se dejaba abierta la posibilidad de añadir matices y comentarios explicativos de su opinión. Una de las conclusiones esperadas era conocer si percibían este aumento de *engagement* en los inversores institucionales que componían su capital y la manera en que se estaba desarrollando, así como cuál era su opinión respecto a cómo iba a evolucionar dentro de un horizonte temporal de tres años.



El resultado de la investigación en lo relativo al incremento del nivel de *engagement* refrenda algunas afirmaciones que *a priori* eran previsibles. Para la mayoría de los responsables de las Relaciones con Inversores, los únicos temas que destacaban de los asuntos financieros en sus contactos con los inversores eran los relacionados con la gobernanza de la empresa y dentro de ellos, en especial, las preguntas respecto a la composición del Consejo de Administración y al sistema de incentivos de la Alta Dirección. Sin embargo, se ha podido detectar algunas tendencias y cambios que, a la luz de la evolución en el entorno financiero y regulatorio, parece prudente concluir que, en un corto espacio de tiempo (dentro del horizonte de tres años), el nivel de *engagement* aumentará sensiblemente y, en especial, en las empresas que hasta ahora no habían experimentado unas relaciones que no fueran puramente financieras. No obstante, a raíz de los comentarios en las entrevistas, surge una pregunta: ¿se va a producir un cambio en la manera en que entendemos el *engagement* de los inversores institucionales? La evolución de los suministradores de investigación social y medioambiental, junto con las normas e iniciativas del regulador y los avances tecnológicos, ofrecen un panorama en el que sí es posible una nueva visión del *engagement*.

Un segundo objetivo de la investigación era tratar de sondear el tipo de relaciones existentes entre el departamento de Responsabilidad Social Corporativa/Sostenibilidad (en adelante RSC) y el de Relaciones con Inversores (en adelante RI) en temas relacionados con aspectos Medioambientales, Sociales y de Buen Gobierno (en adelante utilizaremos el acrónimo *ESG*, *Environment, Social and Governance*, por su utilización generalizada en el entorno financiero). Con este fin, las entrevistas realizadas se han hecho a la vez con representantes del **departamento de RI y el de RSC de la empresa**. La intención era apreciar en los comentarios y respuestas el nivel de “proximidad” en su interpretación de los acontecimientos y relaciones con sus inversores. Los departamentos de RSC y RI dieron sus puntos de vista desde el ámbito que les ocupa de manera complementaria, por un lado impulsando las actuaciones en el ámbito *ESG* y por el otro, poniendo énfasis en la evolución de los indicadores financieros. En las entrevistas se trataba de percibir el nivel de “aproximación” que existía entre ambos departamentos, como un indicador de la importancia que el departamento de RI daba a las acciones de *engagement* en temas *ESG* de los inversores institucionales.

El resultado de esta segunda parte de la investigación es coherente con el de la primera. La investigación también corrobora algunas afirmaciones que eran de esperar antes de la encuesta, si bien se aprecian unos matices destacables. Por un lado, como se preveía, se evidencia que la variable sectorial y la dimensión de la empresa son muy relevantes a la hora de determinar el acercamiento entre ambos departamentos. La lógica de este resultado es que en aquellas empresas en las que el factor social o medioambiental, tienen características acusadas, generan un efecto sobre su “materialidad” financiera. Esta “materialidad”, que afecta a sus ingresos o a sus costes (incluidos los costes financieros atribuibles al impacto de su reputación), está condicionada por el riesgo social o ambiental del sector en el que se encuentra la empresa o por el impacto que, por su dimensión, tiene en la opinión pública debido a su visibilidad en los medios. En este sentido, no se ha apreciado un aumento en el nivel de *engagement* entre compañías que no se encuentran en el entorno *ESG* y de gran dimensión antes comentado y, sin embargo, sí se ha observado un acercamiento de los RI hacia posiciones de “alerta” ante estos, aun cuando no hayan tenido “evidencias” directas de *engagement* en estos asuntos por parte de los inversores. Es una mayoría, con matices según quien contestara debido a las diferencias en el sector o el departamento que ocupara en la organización, quienes consideran que, en el plazo de tres años, los factores *ESG* van a tener mucha más relevancia en sus relaciones con inversores, estén en el sector que estén y aunque tengan una dimensión relativamente menor.

Un factor que se ha de tener en cuenta, para relativizar la influencia de los gestores de fondos internacionales en la Bolsa española, es que en ella la dispersión de accionistas es menor que en los mercados financieros de Estados Unidos y Gran Bretaña. En el año 2017, en el conjunto de la Bolsa española², los fondos, compañías de seguros, bancos e intermediarios financieros tenían alrededor del 14% de su capitalización. Los fondos poseían un 8%, cifra muy inferior a la que existe en el entorno bursátil anglo-americano. El grado de accionistas de control en las empresas del IBEX es relativamente alto con respecto a los mercados mencionados, pero a efectos de esta encuesta, de las 16 empresas SERES que han participado, 10 tienen un tramo de capital flotante superior al 50%, lo que indica que un 68,75% están expuestas a entradas y salidas de inversores. En cualquier caso, todas tienen a alguno de los grandes inversores institucionales en su capital.

Un vector con gran relevancia en el aumento del *engagement*, y que se ha podido constatar en las entrevistas, son las “controversias” (sobre las que posteriormente se tratará en el estudio), ya que están desatando un mayor grado de solicitudes de información, en la medida que su origen se corresponde con temas sociales y medioambientales. Si bien las controversias siempre han sido relevantes cuando impactaban de una manera directa en la cuenta de resultados, se detecta una ampliación de las fronteras de la “materialidad” como consecuencia de la mayor visibilidad mediática de los temas relacionados con *ESG*.

El activismo del Fondo Soberano de Noruega (V.)

Otro ejemplo destacado por su influencia en las empresas en que invierte es el Fondo Soberano de Noruega, que ha aparecido en muchos titulares por sus comunicados en los que se posicionaba claramente ante algunos temas controvertidos, como el de la limitación de las retribuciones de los altos directivos, el aumento del número de mujeres en el Consejo, o la reducción de la exposición de su cartera de inversiones en empresas con alta “huella de carbono”.

Sus inversiones en renta variable se centran en gran medida en Estados Unidos y Europa, diversificando no sólo mercados, sino también sectores. Las empresas en las que invierte cotizan en Bolsa, con un límite de participación en el capital de un 10%. Dado su enorme volumen, en noviembre de 2018, su valor estaba en 1,074 billones de dólares, tiene una participación relevante en la mayoría de las grandes empresas mundiales, incluido *BlackRock*, donde tenía alrededor de un 7% en el 2018.

Introducción

Desde SERES hemos observado la evolución del inversor y su atención por la dimensión social y la sostenibilidad. Estamos frente a un nuevo tipo de inversor comprometido que quiere combinar rentabilidad con criterios *ESG*.

Si Larry Fink en su carta anual este año hablaba más de propósito y los beneficios como un vínculo indisoluble, desde SERES hemos querido poner el acento en este documento precisamente ahí. Hemos recogido a través de las entrevistas con las empresas participantes en este informe, vuestra visión sobre el análisis exhaustivo de los inversores hacia temas sociales, gobernanza y sostenibilidad. Si atendemos a los fondos de inversión sostenibles y responsables comercializados en España por instituciones de inversión colectiva, tanto nacionales como extranjeras, superaron en 2018 los 30.000 millones de euros en activos bajo gestión.

La importancia de los intangibles para los inversores es innegable y de hecho hoy en día, las organizaciones se explican en un 80% por intangibles. Si el objetivo de todo inversor es la rentabilidad, hacerlo pensando en el largo plazo (para los inversores y el conjunto de la sociedad) y lograr un impacto positivo es un doble reto que sin duda apunta hacia una inversión más eficiente.

LA EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR)

Desde el año 2012 se ha podido apreciar un fuerte aumento de la Inversión Socialmente Responsable (ISR)³, que ha tenido amplio reflejo en los medios económico-financieros. La superación del prejuicio en contra de su menor rentabilidad, demostrado por innumerables estudios académicos, junto con el cuestionamiento general del sistema financiero tras la crisis del 2008, han sido dos factores relevantes para que esta tendencia se desarrollara hasta ocupar un lugar en los comunicados de los gestores de activos y empresas. Este acercamiento entre los inversores financieros puros y los socialmente responsables, ha producido un espacio en el que ambos se encuentran cómodos: el espacio *ESG*. Se encuentran satisfechos porque los inversores más financieros sí consideran importante el impacto de la G (la Gobernanza) en los resultados financieros de la empresa y, en especial, en su supervivencia a largo plazo.

Esta sensibilidad ante los temas relacionados con la Gobernanza es lógica, ya que el sistema capitalista se basa en empresas que responden a los intereses de sus propietarios; pero cuando el capital social está muy dividido entre muchos accionistas, el factor “propietario” se diluye y los directivos de la empresa tienen más margen para actuar priorizando sus propios intereses. Ya en 1932, los profesores Berle y Means⁴ pusieron de relieve este hecho. Con el fin de evitar este efecto pernicioso, los inversores deben controlar la independencia y eficacia del Consejo de Administración de la empresa, ya que es el elemento fundamental en el sistema de buen gobierno. Cuando existe la duda de su independencia, de su capacidad o de su compromiso, entonces el sistema de gobierno no está funcionando como debiera, desequilibrándose a favor de los directivos.

Ante esta situación, una de las preocupaciones del regulador financiero es cómo lograr que los propietarios participen en la “orientación” de la empresa a través de la Junta General de Accionistas o mediante solicitudes de transparencia y explicación de las decisiones adoptadas. Es decir, que actúen como “propietarios” y asuman las responsabilidades de su tarea. Pensar que un ahorrador, accionista muy minoritario, puede asumir actualmente esa responsabilidad, es cuanto menos ingenuo. Pero ¿tienen alguna responsabilidad los intermediarios que reciben sus ahorros y los invierten?

2 Propiedad de acciones españolas cotizadas; Servicio de Estudios. BME; septiembre 2017 Fuente: Informe Eurosif, 2018

3 Fuente: Informe Eurosif, 2018

4 The Modern Corporation and Private Property (1932)

LA RESPONSABILIDAD DE LOS GESTORES DE INVERSIÓN

Hay varias razones, que se superponen, para poder explicar el cambio mencionado en el comportamiento de los grandes inversores institucionales. Por una parte, está la creciente dificultad que se encuentran para mantener su política tradicional de relegar su influencia como “propietarios” al único mecanismo de “votar con los pies”⁵, con el que tradicionalmente entendían que cumplían su función. Esta dificultad es debida a varios factores. Por un lado, dado el enorme volumen de capital que disponen para invertir, su participación en el capital de la mayoría de las grandes sociedades es muy relevante, dificultando en consecuencia que puedan vender las acciones de una empresa sin experimentar pérdidas, que estarían inducidas por su propia decisión. A esto se añade que una parte notable, y creciente, de los fondos bajo su gestión siguen una estrategia de “inversión pasiva”, que les impide vender una empresa determinada que esté incluida en el índice que siguen o forma parte del grupo de empresas que se han seleccionado en el diseño de un ETF⁶. Si, además, tal como enfatiza Larry Fink en sus cartas, el perfil de su cliente es el de alguien que está muy interesado en lograr una jubilación sin sobresaltos, es lógico que su filosofía de inversión sea de “largo plazo” y no de operaciones oportunistas de mercado. En consecuencia, por todos estos factores, se ven abocados a incrementar su nivel de compromiso con las empresas en las que han invertido.

Este propósito de lograr que los inversores institucionales tengan una actitud de mayor influencia sobre las empresas en las que invierten, que el regulador está persiguiendo y la sociedad lo está esperando, es el origen de esta investigación para el caso español.

Metodología de la investigación

Las actividades genéricas de *engagement* se pueden agrupar en dos: a) comportamiento previo y durante la Junta General de Accionistas (JGA) – solicitud de información previa sobre temas específicos, votación de los puntos del orden día y realización de preguntas en la JGA - y, b) requerir puntualmente a lo largo del año comunicaciones o encuentros específicos, que pueden abarcar desde preguntas aclaratorias por mail, hasta la solicitud de reuniones con la alta dirección, o un miembro del Consejo, con el fin de explicar su posición frente a algún tema controvertido. Estas comunicaciones del inversor se hacen esperando una respuesta o acción, acorde con su demanda, por parte de la empresa.

Bajo este esquema, se han realizado 16 encuestas a grandes empresas españolas socias de Fundación SERES, donde, se puede comprobar que están la mayoría de los sectores y son empresas que ocupan una posición de liderazgo en cuanto a su capitalización en la Bolsa española. De acuerdo con este parámetro, las empresas entrevistadas que pertenecen al IBEX35, suponen el 46% de su capitalización con datos de 31 de diciembre de 2018.

El período de realización de las encuestas - noviembre, diciembre de 2018, enero y febrero de 2019 - ha condicionado las respuestas, ya que al final del año la valoración bursátil de las bolsas más importantes, han sufrido mucha volatilidad y unas pérdidas muy destacables. Este factor puede ser necesario tenerlo en cuenta de cara a las opiniones de los representantes de RI, ya que coincide con el momento en que la empresa responde y argumenta cuestiones muy exigentes de sus inversores, preocupados por los resultados del corto plazo.

5 ETF: Exchange Traded Fund. Fondos de inversión que cotizan en la Bolsa

6 Con esta frase se trata de reflejar la opción de que, si no gustan los resultados de una empresa, se vende la participación que se tenga, sin tener la necesidad de asistir a la JGA o de involucrarse de ninguna manera con la Alta Dirección o el Consejo de la empresa.

NOTAS METODOLÓGICAS:

- Teniendo en cuenta la audiencia a la que va enfocado este estudio, se ha reducido al mínimo las citas académicas para facilitar su lectura.
- En las respuestas de los participantes, hubo tres empresas que en dos preguntas distintas se decantaron por posiciones que estaban en medio de las dos posibles opciones que estaban indicadas en el cuestionario. Se han utilizado los comentarios verbales que hacían los encuestados durante la entrevista para explicar su posición, para, desde una perspectiva razonable, decidir cuál de las dos era la respuesta que mejor reflejaba su opinión. En la selección de la respuesta también se tenía en cuenta los fines perseguidos en la encuesta.
- En cinco casos, por motivos de complejidad de agendas profesionales en esta época del año, se ha obtenido su respuesta por escrito, una de RSC, dos de departamento de RI y dos del Secretario General, sin que hubiese una entrevista personal en su cumplimentación. Sin embargo, sí expresaron los matices de sus respuestas en la parte de texto abierto que se incluía en el formulario.
- En algunos gráficos las cifras han sido redondeadas por lo que la suma total puede superar el 100%.

Análisis de las preguntas

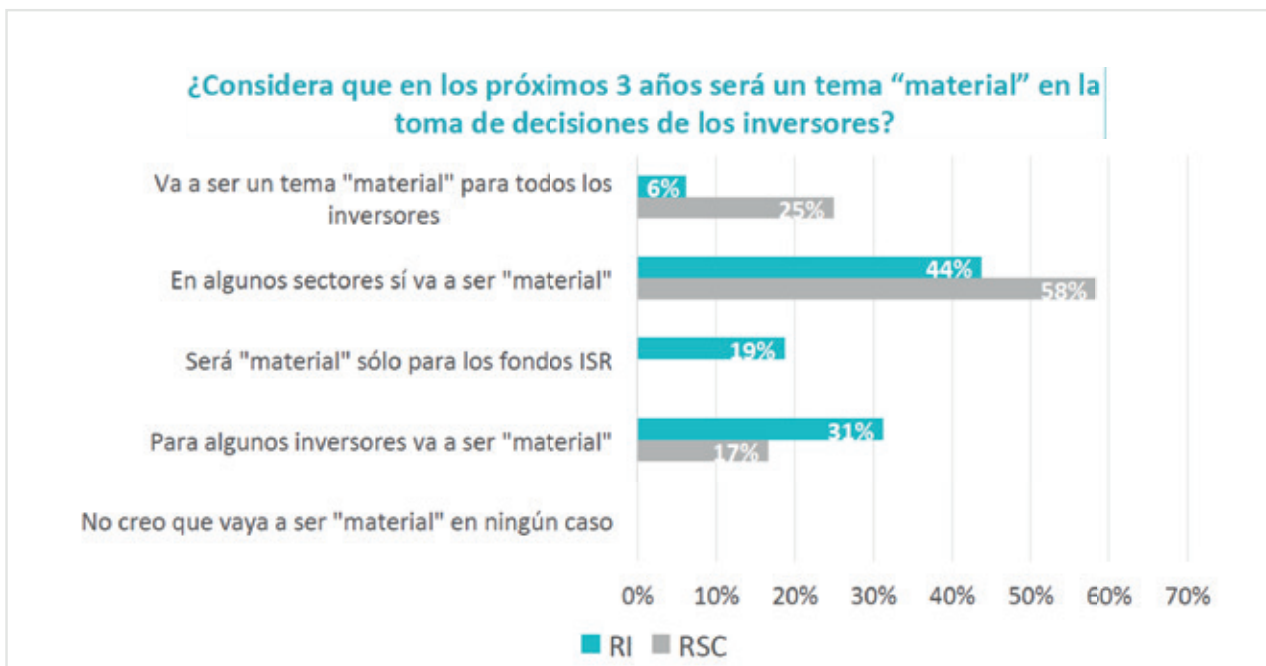


1. PERCEPCIÓN DE LA SITUACIÓN ACTUAL

Evidentemente el departamento de RSC es más sensible a la información que refuerza su visión. Percibe señales que el departamento de RI no traduce igual (VI.). Prueba de ello, el 31% de las respuestas de RI se refieren a que han “apreciado algunas preguntas esporádicas”, frente al otro extremo, en que un 25% de las respuestas de RSC se refieren a que “han surgido con regularidad” y un 25% han percibido un “aumento relevante”, opinión sólo compartida por el 6% de RI. Es destacable el efecto de los sectores de las empresas en las contestaciones, como se puede apreciar en que un 25% de los RSC consideran que, en su caso, la intensidad de este efecto positivo es distinto al de los demás miembros de RSC encuestados.

Dada la posible indefinición que puede encontrarse en la pregunta, en la siguiente cuestión se precisa con más detalle el factor “material”, se refiere a que tiene impacto en los resultados económicos de la empresa, y, además, se fija el plazo de tiempo, 3 años, para que se perciba una relativa proximidad.

2. PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO

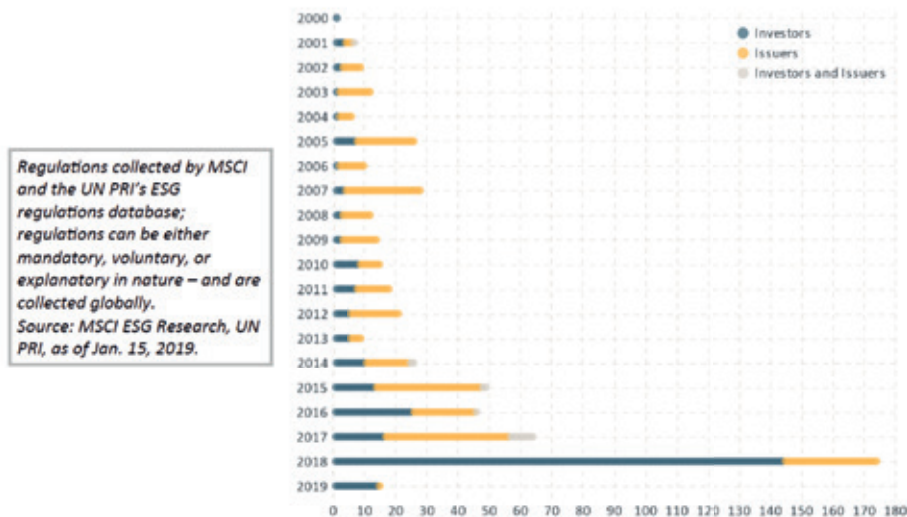


En la respuesta a esta pregunta, los resultados en ambos departamentos son más positivos respecto a la relevancia de los temas ESG. Aunque siguen siendo los del departamento de RSC más optimistas en la contestación de “Va a ser un tema “material” para todos” con un 25% de los encuestados, frente a un 6% de los de RI. Destaca otra vez el impacto del sector, ya que la pregunta “En algunos sectores sí va a ser “material” “ es la que más encuestados de ambos departamentos consideraron que era la más acertada.

Sin embargo, teniendo en cuenta las respuestas que siguen en el cuestionario, estas contestaciones más optimistas respecto a temas ESG, reflejan una mezcla de intuición y buenos deseos, más que de evidencias objetivas de sus relaciones con los inversores institucionales. Esta percepción positiva es en parte el resultado de la gran difusión que se da en los medios económicos al aumento de las inversiones que tiene en cuenta factores ESG.

Un factor que condiciona la tendencia futura y que sí es objetivable, es la reciente tendencia del regulador a introducir muchos cambios normativos en temas ESG relacionados con el “ecosistema” de inversión, afectando a Fondos de Pensiones, Gestores de Activos, compañías de seguros, bancos y empresas de información y servicios para los inversores.

En el cuadro siguiente, se puede observar este sustancial aumento.



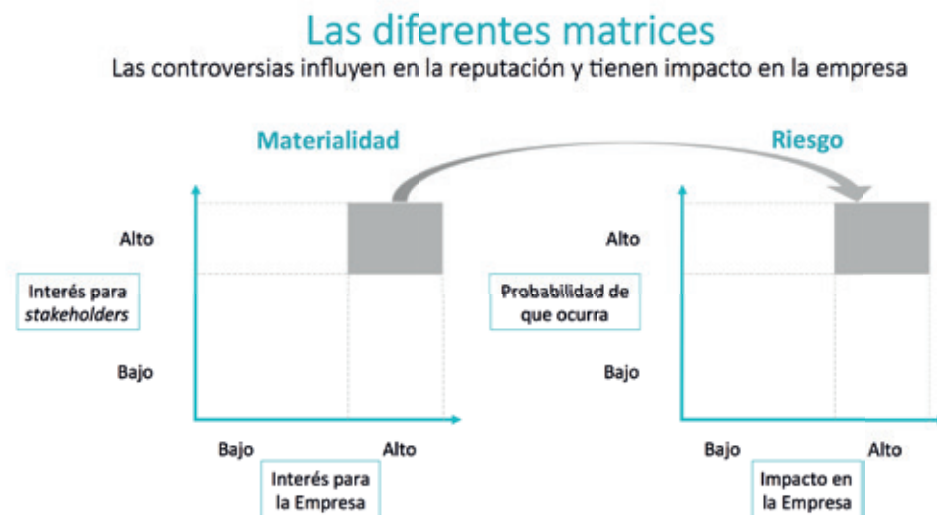
Fuente: <https://www.msci.com/www/blog-posts/ese-trends-to-watch-in-2019/01225995404>

Aunque son recomendaciones, disposiciones y directivas, que algunas todavía no se han plasmado en la legislación española, la tendencia es muy clara hacia una mayor exigencia en: la transparencia de los costes y criterios de los gestores de inversión; la introducción de preguntas *ESG* en la entrevista de idoneidad del ahorrador para invertir en los productos financieros; y la obligación de los distintos agentes financieros de trasladar eficazmente en la cadena de inversión - desde el ahorrador hasta la empresa en que invierte - las inquietudes que pueda tener el ahorrador. Posteriormente se harán comentarios más precisos respecto a las iniciativas reguladoras en el entorno europeo.

MATERIALIDAD Y RIESGO

A estos cambios normativos, se añade la consideración de los factores *ESG* desde la perspectiva del riesgo por parte de los inversores institucionales. Un aspecto crítico que afecta al departamento de RI es esta revisión de la consideración del riesgo. En la medida en que el regulador incluya factores *ESG* en la categoría de “riesgo material” en su normativa - voluntaria u obligatoria -, el inversor institucional deberá incluirlo en sus comunicados y presentaciones y, por tanto, deberá ampliar sus recursos y conocimientos al respecto. Esta tendencia trae como consecuencia que el departamento de RI tenga que ampliar sus conocimientos y sensibilidades para responder ante preguntas de los inversores relacionadas con factores *ESG*.

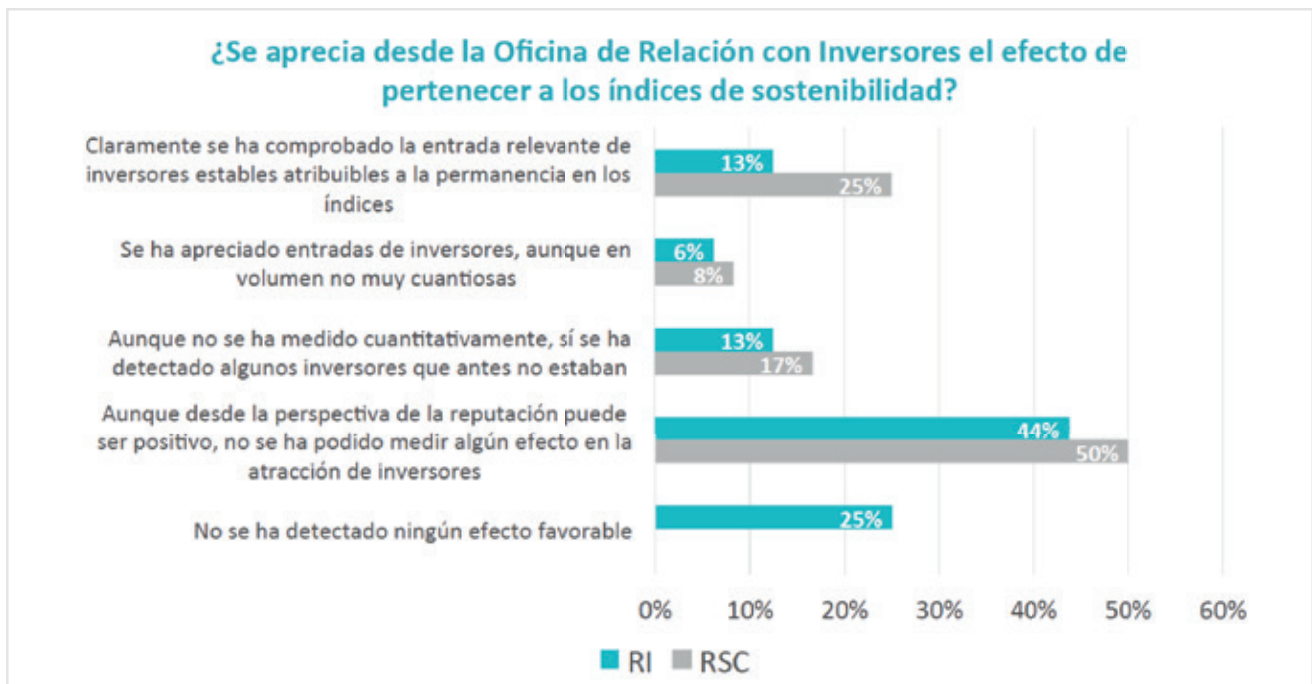
En la figura siguiente se pone de relieve la interrelación entre la visión *ESG* de los grupos de interés y la visión financiera del riesgo. El mapa de materialidad que muchas empresas publican para reflejar sus actuaciones en temas que son relevantes para la empresa y para sus grupos de interés - en línea con las recomendaciones del GRI⁷-, puede tener su relación con la matriz de riesgo. Matriz que, desde el punto de vista financiero, señala los factores de riesgo relacionándolos con el impacto en los resultados económicos de la empresa y la probabilidad de que se produzcan. La sensibilidad creciente en la sociedad ante temas *ESG*, hace que aumente la probabilidad de que un incidente situado en el cuadrante superior derecho de la matriz de materialidad produzca un impacto relevante en los resultados de la empresa (cuadrante superior derecho en la matriz de riesgo).



Esta relación entre las dos matrices refuerza la percepción por parte de los de RI del aumento de la importancia de los temas *ESG* en sus contactos con analistas.

⁷ Global Reporting Initiative: es una organización que establece unos estándares para informar sobre los temas *ESG*, que siguen muchas grandes compañías

3. LOS ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD



Si siguiendo con la lógica anterior, son mayoría los de RSC (50%) y los de RI (44%) que consideran que su efecto positivo se aprecia” desde la perspectiva de la reputación”, señalando que sí existe un cierto valor, difícilmente cuantificable, dejando la respuesta en el terreno de lo abstracto.

Uno de los inconvenientes que suele tener el departamento de RSC en su diálogo con el de RI, proviene de la dificultad de cuantificar el impacto de sus actividades en los resultados económicos. En este sentido, el esfuerzo que le supone a RSC mantenerse dentro de los índices de sostenibilidad – en concreto en el DJSI y FTSE-4GOOD – es muy relevante. Responder a unos cuestionarios de más de 100 preguntas complejas, que exigen interpretación y que cambian con cierta frecuencia a tenor de los acontecimientos (véase el recuadro sobre su metodología), supone la dedicación de unos recursos – generalmente de dentro del departamento de RSC – que, por no poder medir su retorno, no obtienen el reconocimiento interno merecido. Por supuesto, excepto cuando la empresa es excluida del índice de sostenibilidad, que en este caso sí les hace merecedores de gran parte del demérito.

Un efecto positivo en la reputación de la empresa, en un sentido abstracto, como se ha comentado, no la niegan ninguno de los encuestados; sin embargo, generalmente dicho efecto es menos percibido por los departamentos de RI que los de RSC. La dificultad de medir ese retorno se ponía de relieve en la pregunta que se hacía en la entrevista sobre cómo medir el impacto de esa actividad.

Sin embargo, una compañía en un sector que sí impacta directamente al cambio climático, ha realizado un estudio profundo para tratar de cuantificar el efecto de estar en los índices de sostenibilidad y su conclusión ha sido que sí existía un retorno cuantificable del esfuerzo.

Observando las respuestas sobre los índices de sostenibilidad y teniendo en cuenta los comentarios verbales que se hacían al responder esta pregunta, se percibe que el interés de mantenerse dentro de los índices está disminuyendo. El esfuerzo es muy elevado y como están surgiendo muchos instrumentos financieros - ETF (*exchange-traded fund*) o fondos que siguen un índice, pero que incluyen la “etiqueta” ESG - la diferenciación inicial que suponía estar dentro de un índice está estrechándose. En consecuencia, el impacto positivo, existente cuando pocas empresas lo conseguían, ha disminuido. En este sentido, es destacable que, en las cartas de los presidentes de las empresas encuestadas, en la memoria anual del 2017, sólo cuatro hacen re-

ferencia a su inclusión en los índices y tres lo dejaron de mencionar, aunque en alguna de las memorias de los dos años anteriores, el presidente sí hacía mención explícita de los índices en su carta a los accionistas.

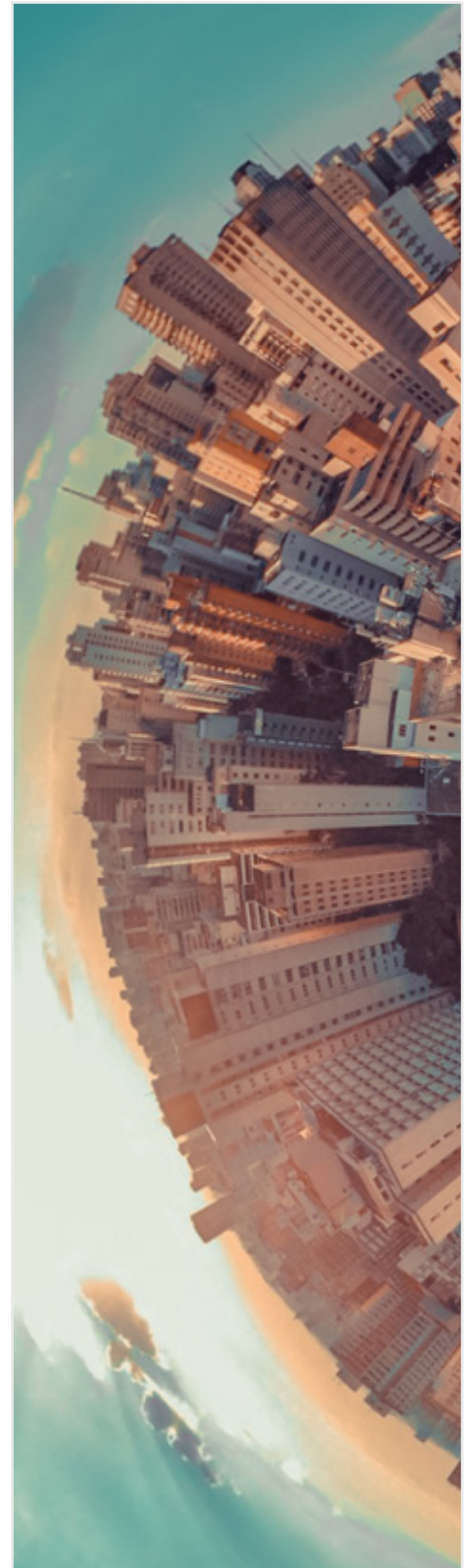
Por otro lado, como no se puede medir bien, tampoco es seguro que no tenga ningún impacto; por ello, dejar de responder unilateralmente un índice es un riesgo que generalmente no se asume fácilmente. Sin embargo, en un caso, tras un estudio sobre el tema decidieron abandonar uno de los índices más conocidos.

La evolución de la metodología de los índices de sostenibilidad (VII.)

Se han ido produciendo una serie de cambios en la metodología de los índices de sostenibilidad, en la medida en que su sistema de inclusión/exclusión de las empresas en sus índices, que se realizaba anualmente, quedaba con facilidad muy distanciado de los acontecimientos diarios – catástrofes, accidentes peligrosos, vertidos contaminantes – que se producían. Esta circunstancia temporal conducía a incoherencias de la clasificación del índice con la percepción de la sociedad respecto a empresas involucradas en un incidente notorio. El ejemplo más notorio es el de una compañía de automoción que ocupaba en el DJSI el puesto de liderazgo en su sector, cuando estalló el escándalo de las mediciones de contaminación de sus coches diésel. Se tardó un tiempo en decidir su baja por parte de los administradores del índice, en el que las noticias sobre el escándalo se difundían mundialmente.

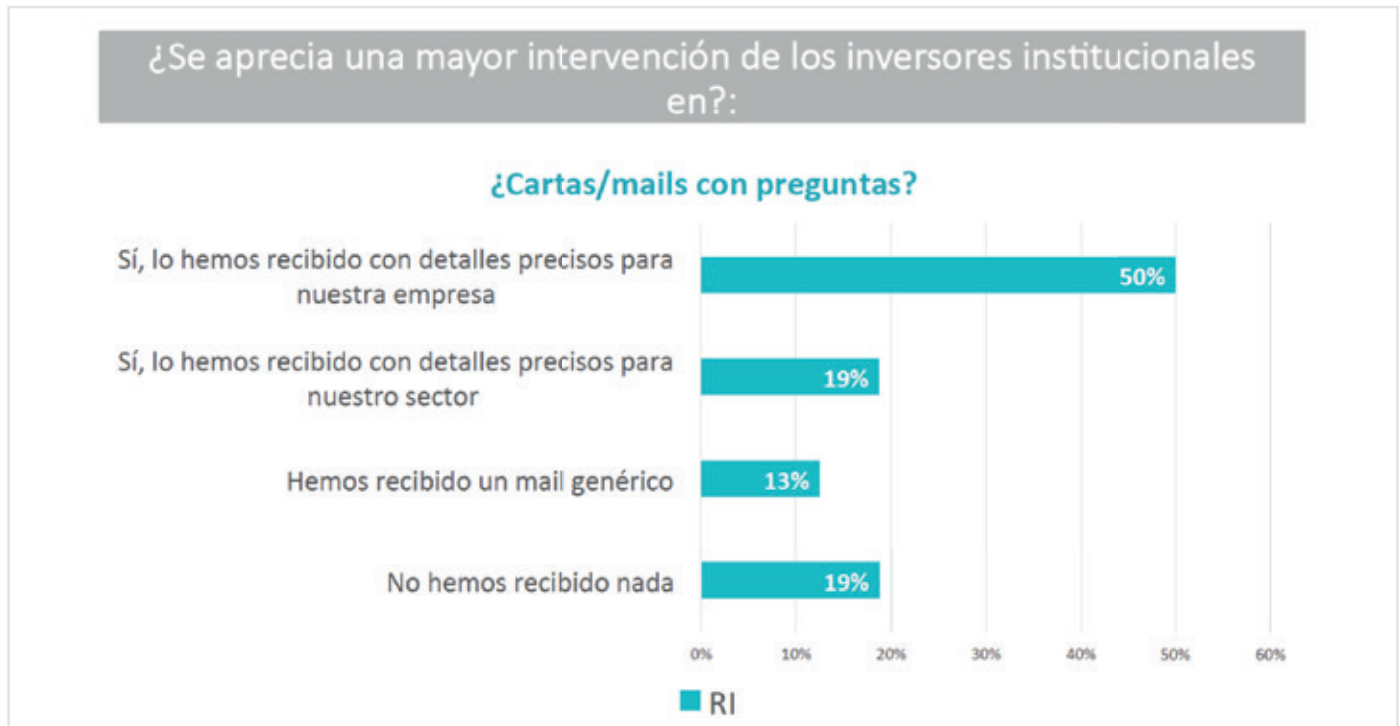
Para resolver esta posible situación, las metodologías de los índices han ido introduciendo cada vez más información externa a la suministrada por la empresa, junto con revisiones automáticas cuando se producía una controversia grave. De acuerdo con Sustainalytics - una empresa de investigación en temas de *ESG* que realiza ratings de las empresas – los índices inicialmente tenían una perspectiva muy condicionada por la opinión de los *stakeholders* y el factor sectorial se reducía a excluir algunos muy conocidos. Posteriormente, el peso del factor “materialidad” se fue incrementando, junto con la variable sectorial, si bien se mantenía una perspectiva de *stakeholders*. La propuesta innovadora de esta empresa es analizar desde una perspectiva de riesgo financiero - para lo que considera 5 grados de riesgo - haciendo un análisis más granular - a nivel de subsector de la empresa - y distinguir entre los riesgos que la empresa gestiona y los que no gestiona. Con esta metodología, su propósito es poder comparar el *rating* entre empresas, independientemente de su sector.

En definitiva, el análisis se hace teniendo en cuenta, prioritariamente la investigación propia de la agencia, basada en información externa a la empresa, y considerando el riesgo y el impacto de su actividad, como factores críticos para determinar el *rating* de la empresa. Valoración que determina su inclusión, o no, en el índice de sostenibilidad.



4. ACTIVIDADES QUE MUESTRAN UN MAYOR ENGAGEMENT

A. CARTAS O EMAILS



Al ser el departamento de RI el canal natural de las relaciones de los inversores institucionales, es lógico que sus contestaciones tengan una información más precisa de los temas. Por ello, en las preguntas que siguen, sólo se van a incluir las contestaciones de ese departamento. Sin embargo, los comentarios que surgieron de ambos departamentos en las entrevistas han servido para conocer mejor las relaciones entre ambos. Este conocimiento ha permitido hacer unas consideraciones al final sobre el nivel de proximidad entre los departamentos. Un indicador que se ha planteado como otro objetivo perseguido en este estudio.

Lógicamente, el departamento de RI se comunica con el de RSC para trasladarle las preguntas de temas que entiende caen dentro de su campo. En cualquier caso, un poco más de la mitad de los de RI - 50% - reconocía que había recibido por parte de los inversores institucionales unas preguntas específicas de temas ESG, en su mayoría sobre temas de gobernanza, concernientes a la situación de la empresa.

El problema de *compliance*

El tratamiento de la información que se suministra a un inversor en respuesta a una pregunta puede ser considerado como ventaja diferencial y por tanto es posible considerarla dentro de información privilegiada, aspecto que despierta inquietud en las relaciones de las empresas con sus inversores, tal como se refleja en la solicitud de aclaración al FRC por parte de los gestores británicos.

Fuente: Financial Reporting Council FRC; GUIDANCE ON BOARD EFFECTIVENESS (JULY 2018) - <https://www.frc.org.uk/getattachment/61232f60-a338-471b-ba5a-bfed25219147/2018-Guidance-on-Board-Effectiveness-FINAL.PDF>

B. ENTREVISTAS PERSONALES

¿Se aprecia una mayor intervención de los inversores institucionales en?:

¿Entrevistas con la Alta Dirección?



Nota: es posible varias respuestas por encuestado

Es destacable que un 45% de las empresas haya mantenido una entrevista con una persona muy notoria dentro de la organización. Las controversias financieras siempre han provocado preguntas, ya sea en los *road-shows*, como en el momento en el que se produce el hecho significativo. En este sentido, en temas de G (*Governance*) y en algunos sectores en temas de E y S, si han percibido un mayor número de solicitudes de reunión, física o a través de comunicación digital.

Un factor usual por el que se solicita una entrevista con la alta dirección, suele ser un acontecimiento extraordinario sobre el que se necesita conocer la respuesta de la empresa. En términos de las agencias que suministran información *ESG* y controlan los índices, se denomina controversia y como se ha mencionado antes, está siendo una variable que condiciona sustancialmente el resultado del *rating* de la empresa.

El riesgo de las controversias

Las fuentes analizadas para determinar el grado de importancia de una controversia – generalmente relacionadas con el incumplimiento de normas o convenciones internacionales – son muy variadas. No sólo se considera la información publicada en los medios tradicionales, sino que también se consideran páginas web de Watchlists (observadores sociales especializados en compañías o temas específicos), el tráfico que se produce en las redes sociales ante algún acontecimiento y la virulencia de la respuesta en manifestaciones, boicots y otras declaraciones públicas. Esta metodología genera una gran preocupación entre las empresas, ya que se introduce la dificultad de asegurar la credibilidad de ciertas denuncias en lugares con dificultad de acceso y verificación. A esto se une la asimétrica difusión de la compañía en las redes sociales para explicar su postura y convencer con sus argumentos.

C. PREGUNTAS EN LOS ROAD-SHOWS



Es necesario resaltar que se refiere a las preguntas que se producen en los *road-shows* financieros sobre temas relacionados con la sostenibilidad, no en aquellos *road-shows* específicos ESG, donde evidentemente las preguntas están relacionadas con esos temas. Las cuestiones que surgen en estos *road-shows* financieros, están determinadas por el sector en el que opera la empresa, ya que pueden condicionar el nivel de materialidad que valoran los estándares financieros, prueba de ello es que un 31% sí ha recibido “preguntas muy específicas de nuestro caso”. A este factor se añade que en los *road-shows* la limitación del tiempo disponible en los *one-to-one* (encuentros de la empresa con un inversor actual o potencial) para explicar estrategias, proyecciones financieras y gestiones de riesgos, deja poco espacio para debatir sobre temas más abstractos y de impacto a más largo plazo.

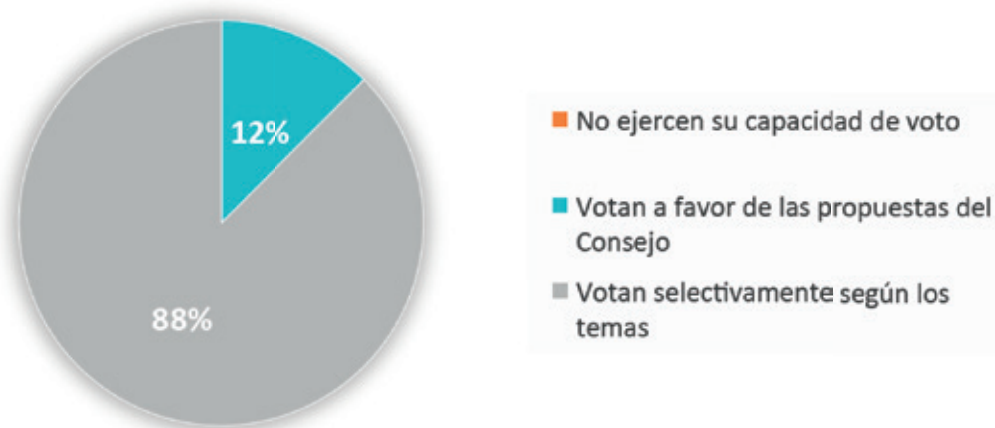
Cambios en los *road-shows*

La normativa MIFID II, obliga a los gestores de fondos a dar una mayor información a sus beneficiarios, desagregando los costes que se repercuten en los gastos que facturan. Por ello, la asunción del coste de acceso a la dirección, que el inversor institucional le pagaba a la organización que convocaba el evento, está provocando distintas respuestas. Unos gestores lo han asumido en sus costes y otros lo han repercutido al cliente, pero en la medida en que el gestor está internalizando los costes que antes trasladaba a los clientes, ese coste de acceso a la dirección de la empresa emisora se está cuestionando. Sobre todo, en la medida en que la empresa emisora se muestra muy dispuesta a responder las solicitudes de información (al “*engagement*”) de las gestoras.

D. VOTOS EN LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS (JGA)

¿Cuál es el comportamiento de los inversores institucionales en la JGA?

¿Votos de los inversores institucionales en las Juntas Generales de Accionistas (JGA)?



La contundencia del resultado de que ninguna empresa afirme que los inversores institucionales no ejercen su capacidad de voto, demuestra la aceptación por parte de los inversores de cumplir con su deber de *engagement*. También es destacable que una amplia mayoría – el 88%– reconoce que los inversores institucionales votan selectivamente, dependiendo de los propios principios de *stewardship* que tengan o de las recomendaciones que les hagan los *proxi advisors*, sobre los que posteriormente se harán unas consideraciones.

Comportamiento en las JGA de los “tres grandes”^(VIII.)(IX.)

A partir del análisis de sus documentos de *stewardship*, se comprueba que el número de empresas con las que hacen mayores actividades de *engagement* es con empresas de EE. UU./Canadá, que es donde tienen una parte relevante de su inversión. En el caso de State Street supone un 30% de su capital invertido y en el de BlackRock un 76%. Europa supone sólo el 10% en Vanguard, por eso el *engagement* es del 47% del capital bajo gestión.

	Ratio de empresas en las que han realizado compromiso sobre el total	Nº de reuniones en las que han participado	Nº de votos emitidos en JGA
BlackRock (2018)	2.049 / n.d.-	17.151	158.942
Vanguard (2018)	721 / 12.724	19.357	168.786
State Street (2017)	700+ / n.d.	n.d.	154.458

E. PREGUNTAS EN LAS JGA

¿Cuál es el comportamiento de los inversores institucionales en la JGA?



La mayoría silenciosa

Una dificultad notoria es conocer cuántos recursos le han dedicado los inversores institucionales a aumentar su capacidad para analizar los temas *ESG* y cómo se relaciona esta capacidad con las decisiones de inversión.

Esta dificultad pone en duda si el silencio se corresponde con una decisión tomada tras el análisis, o si es una ausencia de dedicación a supervisar las inversiones desde la perspectiva de *ESG*.

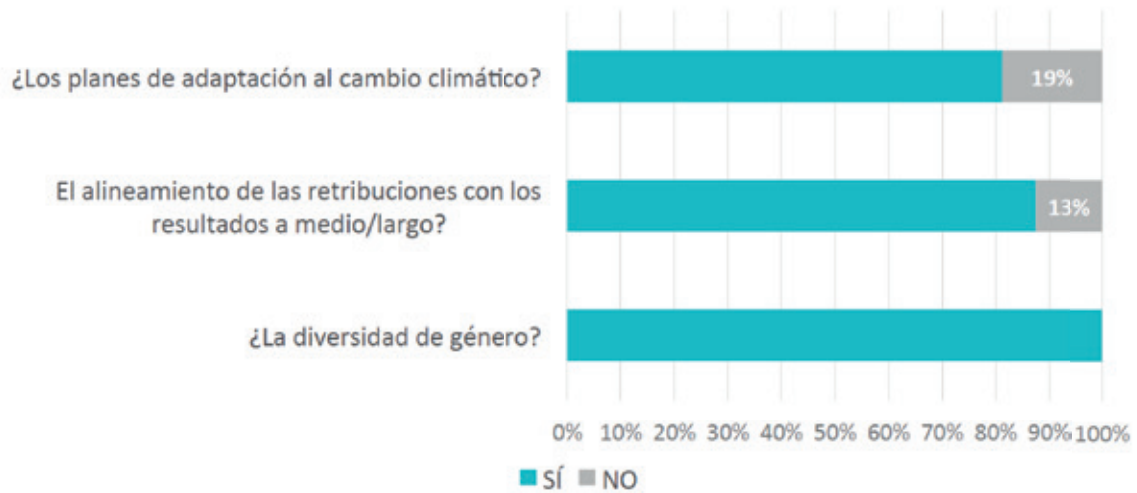
Por otro lado, se critica que los inversores pasivos - compiten en costes - no tienen incentivos para invertir en esa supervisión, sino que se aprovechan de los análisis de los otros gestores de inversión activa.

Las decisiones de los denominados universal owners está siendo valorada bajo otro prisma que incluye las externalidades de la empresa. Estos inversores institucionales son aquellos grandes gestores que debido a su tamaño tienen inversiones en todos los sectores y por ello se deben preocupar obligadamente por las externalidades y el largo plazo. En estas circunstancias, estos gestores sí tienen incentivos para hacer un *engagement* en temas *ESG*, ya que sus resultados anuales dependen del nivel económico de los países en que invierten.

De nuevo, esta respuesta es coherente con sus declaraciones en las que los inversores institucionales argumentan que tienen otros mecanismos más influyentes - y que son menos intrusivos - que hacer una pregunta en la JGA, donde se comparte la preocupación sobre un tema con una audiencia muy diversa en intereses. A esto se añade, que el compromiso que el presidente asume en ese momento, con una respuesta políticamente correcta no puede ser tan efectivo como el que se logra en una reunión entre dos interlocutores con unos intereses que pueden ser distintos, pero son claramente identificables.

5. TEMAS ESPECÍFICOS

Solicitudes de información sobre temas específicos



Más allá de las JGA, en unas relaciones más cercanas, los inversores pueden dialogar con la empresa sobre temas específicos con el fin de tomar posiciones sobre asuntos que les condicionará su voto en la JGA o sobre políticas o decisiones sobre las que quieren influir exponiendo su posición como accionista relevante.

El importante impacto que ha supuesto para las empresas cotizadas la preocupación social referente a que la diversidad de género esté representada en el Consejo de Administración, queda en evidencia con que el 100% de las empresas hayan recibido solicitudes de información sobre la participación del género femenino en el consejo. Además, se aprecia cierta sensibilidad en este sentido, aflorando también cuestiones de Derechos Humanos e igualdad en el ámbito laboral.

Otra de las preocupaciones sociales - el nivel de retribución de los altos directivos - queda patente en que el 87% de los encuestados han recibido solicitudes de información sobre la alineación de las retribuciones de la alta dirección - y el consejo - con la estrategia a largo plazo de la compañía.

De nuevo, de acuerdo con las respuestas de los participantes, el parámetro sectorial es determinante en la pregunta sobre el cambio climático. Sin embargo, en la medida en que los inversores se alinean con los compromisos de París 2015, están teniendo más en cuenta los riesgos que se producen en el período de adaptación al cambio climático, no sólo a los de mitigación de sus emisiones. En este sentido, un 81% de los encuestados, cifra superior que la previsible debida a su sector, sí ha recibido preguntas sobre sus planes de adaptación al cambio climático. Este dato demuestra que los riesgos de adaptación afectan a un número mayor de sectores y no solamente a aquellos que tradicionalmente se consideran más expuestos a las exigencias sobre las emisiones de CO₂ de sus operaciones. Consecuentemente, aumenta la probabilidad de que sea un tema de *engagement* para un número mayor de empresas.

El activismo de los inversores institucionales (XI.) (XII.)

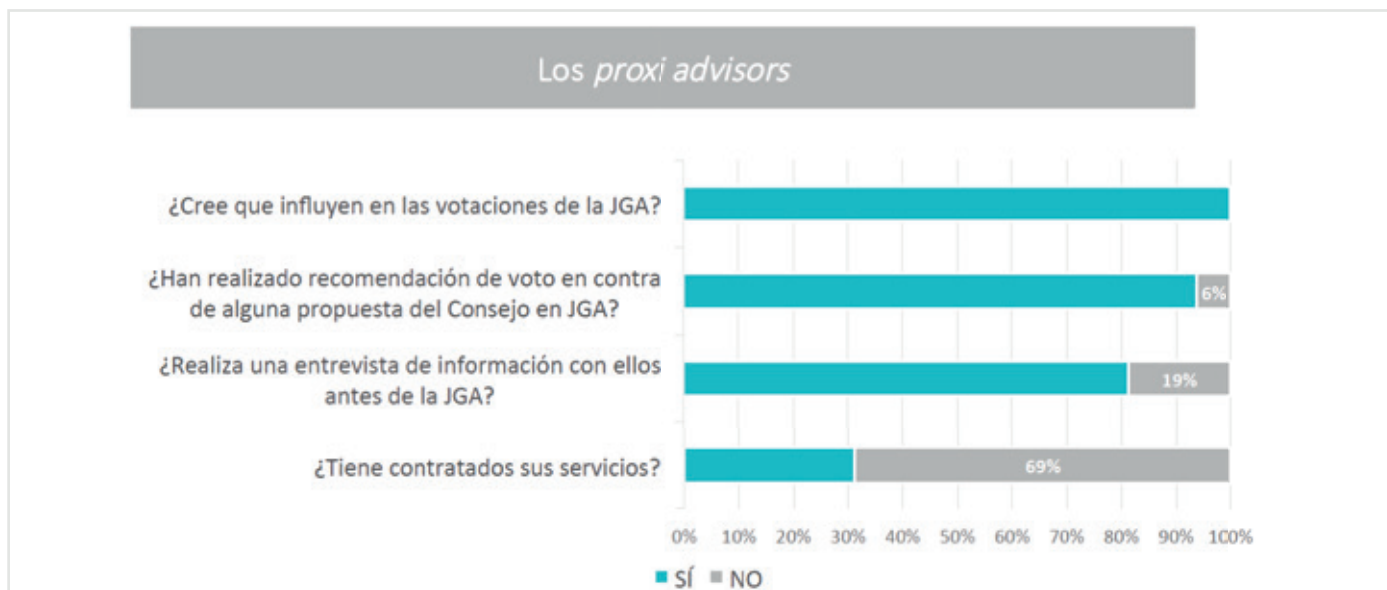
Analizando el cuadro siguiente, se aprecia el papel de activismo que tienen estos dos destacados gestores. Aunque para algunas organizaciones sean respuestas mínimas, para las empresas que experimentan estas votaciones en contra, sí consideran que su influencia es relevante. En especial cuando los inversores institucionales se unen a los grupos financieros que son activistas agresivos, que quieren cambiar una política o decisión de la empresa, generalmente tratando de acceder a un puesto en el Consejo.

	% de JGA con votos en contra de una o más de las propuestas del Consejo	% de votos a favor de propuestas de accionistas, en contra del Consejo
BlackRock (2018)	38%	8%
State Street (2017)	13%	8%

A este movimiento de “activismo” por parte de los inversores institucionales, se está produciendo su agrupación para obtener los resultados perseguidos. Recientemente se están creando unas plataformas en las que los inversores con ciertas sensibilidades, o principios que quieren trasladar a las empresas invertidas, se unen para que su peso sea mayor y por tanto también su influencia sobre las decisiones de las grandes empresas. Estas plataformas están alineadas en varios ejes, desde la que mide la huella de carbono de las inversiones - por ejemplo CDP -, la que trata de influir en temas climáticos, - por ejemplo, Climate Action 100+, que gestiona 33.000 billones de dólares (33 US trillions) - hasta la que enfatiza la diversidad de género en los puestos clave de la dirección de la empresa - por ejemplo, 30% Club. La idea que subyace es la de hacer un *engagement* colectivo formado por un grupo amplio de inversores institucionales, con el fin de tener un alto impacto en las decisiones de las empresas en que invierten, tengan éstas el tamaño que tengan.



6. LOS PROXI ADVISORS



En las respuestas de las empresas españolas encuestadas, el 100% de ellas reconocen su influencia en las votaciones; sin embargo, en sus comentarios verbales matizan y expresan sus dudas respecto a si son suficientemente influyentes como para condicionar completamente el voto del inversor. No es fácil conocer si las recomendaciones han influido o no y en qué grado, ya que pueden darse varias opciones: que el inversor los haya seguido sin dudar; que los haya considerado antes de tomar su decisión; o que sólo sea una fuente más de información, de las que tiene varias, incluso de *proxy advisors* competidores, en base a las que sus analistas valoran para tomar su decisión de voto.

El reconocimiento de la influencia de los *proxy advisors*, se puede constatar en que un 94% de los encuestados sí ha tenido alguna recomendación de voto en contra, aunque sin alcanzar una mayoría en la votación. En lo que respecta a su contratación, aspecto que genera el debate sobre el posible conflicto de interés, únicamente el 31% ha contratado sus servicios.

Entre las empresas que han participado en este estudio, se ha constatado que las votaciones de las JGA de 2018 que han obtenido un mayor número de votos en contra – aunque siempre dentro de unos porcentajes reducidos, alrededor de un 20% - han sido las referentes a los nombramientos y renovaciones de miembros del Consejo de Administración. De esto se desprende que es en temas de gobernanza, donde los inversores institucionales muestran más belicosidad en el momento de las votaciones.

La valoración de un voto

Jay Clyton, el presidente de la SEC (*Securities and Exchange Commission*), el organismo regulador de las Bolsas de Estados Unidos convocó en noviembre de 2018 una mesa redonda para tratar el tema del proceso de votación en las JGA. Desde muchas posiciones se critica el conflicto de intereses de los *proxy advisors* fundamentalmente por tres razones: a) por los servicios de asesoría a las empresas sobre las que posteriormente hacen sus recomendaciones de votos en la JGA; b) por la opacidad y arbitrariedad de su metodología para decidir las recomendaciones de votos; y c) porque no dejan espacio de tiempo - suficiente o ninguno - a las empresas sobre las que hacen recomendaciones de votos, para que puedan argumentar o explicar su posición respecto a las recomendaciones. Si bien sus servicios son valorados, y necesarios, para los gestores de activos, estos conflictos de interés unidos a que dos empresas – ISS y Glass-Lewis - tienen más del 80% de cuota de mercado de estos servicios, hacen comprensible las llamadas a su control. En Europa esta preocupación regulatoria se refleja en la SRD II, donde se enfatiza la necesidad de transparencia y control de estos agentes.

Conclusiones

Uno de los comentarios que los inversores institucionales hacen sobre el tema del *engagement*, es que la mejor manera de hacerlo es silenciosamente, no el que se basa únicamente en las votaciones de las JGA. Mantienen que son mejores las relaciones cercanas, en reuniones privadas, y con cierta asiduidad, que la política de esperar a la reunión anual para votar agresivamente en contra o hacer preguntas difíciles al final de la junta.

Teniendo en cuenta los datos de la encuesta, se puede tratar de constatar la realidad de esta afirmación en el entorno español. Si es una postura generalizada realizar el *engagement* de una manera silenciosa, se tendría que apreciar en las experiencias de las grandes empresas españolas.

El resultado de las encuestas realizadas no demuestra tan claramente dicha realidad. Cabe la posibilidad de que esas políticas queden circunscritas al mercado americano, que es donde en realidad tienen la mayoría de su capital invertido. Sin embargo, durante el estudio realizado han surgido argumentos a favor de que exista un *engagement* silencioso por parte de los inversores institucionales, si bien desde una perspectiva distinta de la esperada.

EL MERCADO DE LA INFORMACIÓN ESG

Un argumento, que tiene su fundamento en los párrafos siguientes, es que los inversores institucionales no tienen tantas relaciones con las empresas porque no las necesitan. La generación de información especializada que tienen disponible se ha desarrollado en gran medida desde distintos frentes:

- Pueden encontrar mucha información y de gran calidad en cuanto a datos cuantitativos, en la memoria de sostenibilidad y en la página web de la empresa.
- Las agencias de analistas de temas *ESG* han mejorado mucho sus metodologías, y han entrado en el espacio *ESG* las grandes empresas suministradoras de servicios de información a los gestores de inversión (por ejemplo, MSCI). En la medida en que cada vez son más precisas, tienen en cuenta información externa a la empresa y su valoración se hace todos los días - para tener en cuenta posibles escándalos, siniestros o incidentes -, los inversores institucionales las contratan para conocer sus valoraciones y no ven imprescindible tener que iniciar una relación más próxima con la empresa.
- El servicio que proveen los *proxi advisors* para facilitar la votación en las JGA, elimina la necesidad de ampliar el departamento interno de análisis de temas *ESG* para hacer frente a todas las JGA de las empresas invertidas.
- La información diaria de los medios especializados: Bloomberg y Reuters, tienen un apartado de *ESG* de calidad fruto de sus adquisiciones recientes.
- Las empresas de los índices de referencia también han ampliado su servicio - y su manera de recoger información - para realizar un rating de las empresas en temas *ESG*.

¿Quiere decir esto que en los próximos años no se va a incrementar sustancialmente el *engagement* con las empresas en las que invierten?

EL IMPACTO DEL REGULADOR

Hay un factor que, independientemente de los argumentos anteriores, sí va a dinamizar las relaciones de los gestores de activos y las empresas en las que invierten: las actuaciones del regulador.



Desde la perspectiva de **la oferta** de instrumentos de inversión, la directiva europea SRD II (*Shareholder Rights Directive II*) trata de incrementar el peso de los beneficiarios últimos en la influencia sobre las empresas en las que invierten sus ahorros. Para ello, obliga a los fondos de pensiones y compañías de seguros (*asset owners*) a facilitar la transmisión de los deseos de los beneficiarios en las votaciones de la JGA. En línea con esta regulación, se añaden otras iniciativas destacadas como la del Grupo de Alto Nivel de Expertos en Finanzas Sostenibles y el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles impulsado por la Comisión Europea que refuerzan la prioridad de la UE de enfrentarse a los riesgos del cambio climático. Este Plan de Acción de Finanzas Sostenibles incluye la definición de una taxonomía que clarifique las menciones de los productos financieros a su condición de verdes y que servirá de fundamento para las normas que deben cumplir los productos para poder utilizar una etiqueta verde, que esté verificada externamente en función de los estándares definidos. Se trata de asegurar que los productos publicitados como verdes, lo sean de verdad y se evite el peligro de un *greenwashing* que dañe la percepción social de estos productos. En este sentido, una condición sustancial será que los pretendidos efectos positivos sobre el problema del clima no supongan un efecto negativo sobre los otros objetivos de la Unión Europea en temas medioambientales y sociales. Consecuentemente, un producto de ahorro que mejora un indicador en concreto, pero que tiene un efecto negativo en otro aspecto medioambiental o social, no podrá utilizar la etiqueta verde para su difusión y publicidad.

Desde la perspectiva de **la demanda** de esos instrumentos, el regulador europeo también va a influir en este sentido. Fruto de las recomendaciones del Grupo de Alto Nivel, se van a incorporar en la directiva MIFID II nuevas exigencias en las normas referidas al diagnóstico de la idoneidad de los ahorradores para asumir el riesgo que pueden tener los productos financieros. Este diagnóstico deberá incluir preguntas - que debe hacer el gestor de inversiones a su cliente para determinar su idoneidad - que permitan al gestor conocer la sensibilidad del ahorrador frente a temas sociales y medioambientales y proponerle el producto financiero más adecuado para sus intereses. Como en muchos casos el ahorrador no tendrá unos conocimientos ordenados del tema, esta exigencia en la actividad de venta obligará a dar una formación adecuada al gestor, con el fin de que pueda dar una información sobre las implicaciones sociales y medioambientales de los productos financieros. Para facilitar la decisión de los ahorradores, en el Plan de Acción se contempla la creación de un distintivo (sello identificativo, label) verde unificado para Europa, que asegure que la inversión cumple con unos requisitos definidos de respeto medioambiental.

¿Y la S?

Aparentemente la regulación de la Unión Europea pone el énfasis en el tema del cambio climático, dando mucho peso a la capacidad que tiene el sistema financiero para influir sobre el proceso. Este énfasis es debido a que, por un lado, puede financiar proyectos y, por otro, encauzar el ahorro para que premie o castigue a las empresas según sus acciones en línea con la mitigación y adaptación al cambio climático.

No obstante, en la misma presentación del Plan de Acción Financiero, en mayo de 2018, también se presentaba una Propuesta de Reglamento para impulsar las finanzas sostenibles, en que se establece una relación directa entre las actividades sostenibles medioambientalmente y el componente social. Una de las áreas prioritarias de desarrollo de políticas de la Unión Europea, es el denominado Pilar Europeo de Derechos Sociales, en el que se destaca el objetivo de “construir una Unión Europea más inclusiva y justa”. En este sentido, las actividades de las empresas que estén orientadas hacia la sostenibilidad, en ningún caso han de producir un efecto negativo sobre el componente social y laboral.

Si bien el marco social tiene muchas dimensiones, lo que le dificulta su inclusión en el algoritmo financiero de los inversores, no por ello deja de ser un factor relevante en su valoración.

En definitiva, el regulador va a obligar a incrementar las fuentes y tratamiento de la información *ESG*, tanto desde la perspectiva de la oferta como desde la demanda. El efecto final, por la retroalimentación de ambos vectores, va a suponer una mayor necesidad de suministrar información *ESG* por parte de las empresas.

En el entorno español, la Ley de información no financiera y de diversidad, aprobada el 28 de diciembre de 2018, está en esta línea y va a suponer un cambio que va a afectar a un gran número de empresas que no cotizan en la Bolsa.

LAS RELACIONES ENTRE RSC Y RI

En este contexto, y a tenor de los comentarios de las entrevistas, parece probable que trabajen más de la mano las áreas de RI y de RSC, para poder ofrecer la información, con la calidad necesaria y la premura conveniente, a los diferentes agentes relacionados con el análisis. Esta tarea de suministrar una excelente información, para mantener a los inversores institucionales invertidos en la empresa, tendrá su relevancia, aunque éstos no demuestren todavía indicios de su preocupación sobre los temas *ESG*.

El acercamiento que se puede producir entre los departamentos de RI y RSC, se puede aumentar en la medida en que se tienen que relacionar para cumplir con las tareas de suministrar información a los agentes que realizan valoraciones *ESG* de las empresas. En este sentido, y a modo de ejemplo ilustrativo, el departamento de RI, atenderá a los *proxi advisors* y a las empresas que emiten el rating de los bonos y deuda, mientras que, por su lado, los de RSC responderán a las encuestas de los índices de sostenibilidad y a las demandas de información de los analistas especializados en datos *ESG*. Evidentemente los solapes son muchos y esto generará sinergias entre las relaciones de los dos departamentos.

La importancia creciente de considerar las controversias como un factor relevante en las valoraciones de todos los agentes mencionados, hace que se interesen los del departamento de RI, ya que los conocimientos de los profesionales de RSC sean necesarios para que los de RI pueda responder con una argumentación más completa.

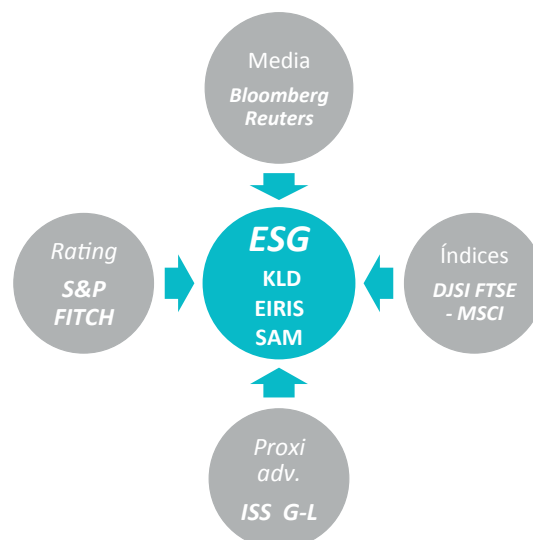
¿SE PRODUCIRÁN CAMBIOS DISRUPTIVOS?

En términos generales, también hay otras fuerzas que pueden ser disruptivas de las prácticas usuales de *engagement* de los inversores institucionales.

- La tecnología puede tener un efecto interesante sobre el nivel y características de los inversores institucionales. Por un lado, la tecnología de *blockchain* para hacer que el proceso de votación en las JGA sea más eficiente y que el beneficiario último pueda realizar su votación más fácilmente. Por otro lado, los avances en los *robo-advisers/robo-analists*, pueden acabar siendo los que realicen las acciones con las empresas.
- Los *asset owners*, que son una parte relevante de los propietarios de la riqueza mundial – 40 trillones de dólares, según Morrow Sodari – van a adquirir una mayor responsabilidad en la tarea de trasladar las preocupaciones de los beneficiarios últimos (los ahorradores) a los gestores de activos, tal como contempla también la normativa SRD II.
- Los gestores de activos están sufriendo una mayor competencia y una tensión para reducir sus comisiones en parte por la escasa rentabilidad de sus inversiones, muchas veces por debajo de sus índices; por la rivalidad de las inversiones pasivas de menor coste; y por la necesidad de publicar su comportamiento de *engagement* con las empresas en las que invierten.
- En el mercado de análisis e información sobre temas de *ESG*, la oferta está creciendo sustancialmente por la entrada desde otros mercados relacionados. En la figura siguiente se pueden ver los entrantes recientes que se añaden a los clásicos – KLD, EIRIS y SAM – que suministraban información para realizar los índices de sostenibilidad. Estos nuevos competidores, en gran medida han entrado adquiriendo una empresa ya establecida permitiéndoles alcanzar rápidamente el *expertise*.

En definitiva, el *engagement* crecerá, pero se distribuirán sus tareas entre varios participantes en el ecosistema de inversión. Parte de ellas las absorberán los agentes de la cadena de inversión; parte los analistas de los gestores que introducirán los temas de *ESG* (en parte contratando a nuevos perfiles y en parte capacitándose para ello) y, finalmente, otra parte la absorberán los de RI. Se podría decir que el *engagement* crecerá, pero evolucionará a uno distinto al que hasta ahora se utilizaba, ya que será más silencioso, sin que por ello influya menos en el comportamiento de las empresas en temas de *ESG*. Este nuevo compromiso unirá más a RSC y RI (XIII.).

Ampliación de la oferta: De índices a rating



DE NUEVO LA ISR

Retomando el principio de la introducción de este documento, en el que se resaltaba el gran crecimiento de la ISR, tras los comentarios anteriores, surge la pregunta: ¿qué papel tendrá la ISR en este proceso de mayor “*engagement*”?

Debido al cambio comentado de que los inversores institucionales van a considerar los factores *ESG* fundamentalmente desde la perspectiva del riesgo financiero - de su materialidad -, se puede creer que el término *ESG* se va a ir diluyendo dentro de los factores que obligadamente tienen que considerar los analistas y que la ISR quedará reducida a su público histórico inicial, aquel que considera sus principios morales a la hora de invertir su capital. Será menor su volumen, porque se ordenará con unos estándares más exigentes, pero quedará más clara su verdadera dimensión dentro del conjunto de activos invertidos.

Sin embargo, la influencia seminal que ha tenido la ISR ha sido más importante de lo que en un principio los analistas financieros auguraban. Su influencia ha ido más allá de elevar en el ecosistema financiero el impacto de los aspectos reputacionales, en un sentido amplio e impreciso, o de los medioambientales, sino que ha supuesto el desarrollo de estándares sociales dando un especial énfasis a aspectos del capital humano de la empresa, como un factor decisivo de su ventaja competitiva. El marco conceptual del informe integrado que propone IIRC⁸, es muy revelador al distinguir seis capitales: financiero; industrial; intelectual; humano; social y relacional; y natural. Donde el capital social y relacional tiene un papel destacado, en especial para empresas que, por su dimensión y su notoriedad de su marca ante el consumidor, son muy sensibles al buen crecimiento y uso de este capital.

⁸ International Integrated Reporting Council: <http://integratedreporting.org/>

Referencias

- I. BlackRock chief Larry Fink issues companies with code of conduct: Businesses told to contribute to society and perform well or risk losing support; FT, 16 de enero de 2018:
<https://www.ft.com/content/dd72c4b4-faca-11e7-9b32-d7d59aace167>
- II. Proxy Voting Policy & Practice: Charity Asset Managers in Focus; ShareAction, 2018;
<https://shareaction.org/wp-content/uploads/2018/12/InvestorReport-CRIN-ProxyVoting-2018.pdf>
- III. LARRY FINK'S 2019 LETTER TO CEOS: Purpose & Profit:
<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>
- IV. BlackRock's Fink urges CEOs to tackle social issues; FT, 17 de enero de 2019:
<https://www.ft.com/content/4d36db4e-1a6b-11e9-9e64-d150b3105d21>
- V. Norges Bank Investment Management, Responsible Investment, 2018;
<https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/>
- VI. Beyond the bottom line: should business put purpose before profit?; FT, 4 de enero de 2019:
<https://www.ft.com/content/a84647f8-0d0b-11e9-a3aa-118c761d2745>
- VII. The ESG risk ratings: moving up the innovation curve:
<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings/>
- VIII. BlackRock, Investment Stewardship Report: 2018; voting and engagement report:
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-voting-and-engagement-statistics-annual-report-2018.pdf>
- IX. Vanguard, Investment Stewardship, Annual Report 2018:
https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2018_investment_stewardship_annual_report.pdf
- X. State Street Global Advisors, Stewardship Report, 2017;
<https://www.ssga.com/global/en/about-us/asset-stewardship.html>
- XI. Investing: activism enters the mainstream; FT, 14 de febrero de 2018:
<https://www.ft.com/content/e04547b8-0d0b-11e8-839d-41ca06376bf2>
- XII. Activist shareholders score with record moves in 2018; FT, 10 de enero de 2019:
<https://www.ft.com/content/88e7ea44-1452-11e9-a581-4ff78404524e>
- XIII. Credit rating agencies turn attention to ESG risk; FT, 23 de febrero de 2019:
https://www.ft.com/content/c1f29e0c-6012-3ac5-9a05-13444b89c5ec?accessToken=zWAAAWlluyh4kdPB8p4MYBI6xdOaBR-NES4nF7A.MEQCICiUvNsuoNDKhzQyMhsd6vprmwN4-_liISBgXKvzR9qsAiBzpG6MaGG5xfQBGKeB1cQmSxD7IZz7mCH99bwTza-g4A&sharetype=gift?token=42792b1e-d994-4244-bf0e-d23d902d6aef



ie
Reinventing
Higher Education

seres
fundación sociedad
y empresa responsable