

I E S E



Universidad de Navarra

LOS INVERSORES COMO NUEVOS AGENTES DEL  
CAMBIO AMBIENTAL DE LAS EMPRESAS

Miguel A. Rodríguez\*

Joan E. Ricart\*\*

Ramón Pueyo\*\*\*

Víctor Viñuales\*\*\*

*DOCUMENTO DE INVESTIGACION N° 396*

*Octubre, 1999*

\* Investigador Asociado, IESE

\*\* Profesor de Dirección General, IESE

\*\*\* Fundación Ecología y Desarrollo

**División de Investigación  
IESE**

Universidad de Navarra  
Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona

Copyright © 1999, IESE

Prohibida la reproducción sin permiso

## **LOS INVERSORES COMO NUEVOS AGENTES DEL CAMBIO AMBIENTAL DE LAS EMPRESAS**

### **Resumen**

Como su propio nombre indica, el objetivo del trabajo de investigación que se presenta en este documento ha sido profundizar sobre la influencia que los inversores han tenido, están teniendo y van a tener en el comportamiento medioambiental de las empresas. A través del análisis del fenómeno de los fondos de inversión “verdes”, en este trabajo vemos cómo ética y negocio no han de constituir un “juego de suma cero”, sino que, por el contrario, las empresas pueden favorecer su capacidad de crear valor considerando de forma simultánea los aspectos de negocio y su impacto en el medio ambiente y en la sociedad en general.

## LOS INVERSORES COMO NUEVOS AGENTES DEL CAMBIO AMBIENTAL DE LAS EMPRESAS

Hoy en día, la opinión de que ética y negocio son variables antagónicas es todavía, en buena medida, un tópico, y como tal, está profundamente arraigado en la cultura dominante en nuestra sociedad. En el mejor de los casos, ambas variables se ven como temas a ser tenidos en cuenta de forma secuencial: primero consideremos los aspectos de negocio y luego intentemos que no contradigan en demasía nuestros valores. A través del análisis del fenómeno de los fondos de inversión «verdes» (1), en este artículo vemos cómo ética y negocio no han de constituir un “juego de suma cero”, sino que, por el contrario, las empresas pueden favorecer su capacidad de crear valor considerando de forma simultánea ambos aspectos; buscando, encontrando y aprovechando las sinergias existentes. Incluso, podría ser que en el futuro dicha actitud fuera la única forma posible, por ser la única admitida socialmente, de crear valor. En las próximas páginas veremos cómo los inversores denominados «verdes», o socialmente responsables, se están convirtiendo en un factor que, al igual que sucede con otros como la Administración, los vecinos o los clientes, las empresas harían bien en situarlo en uno de los lugares preferentes de su lista de prioridades.

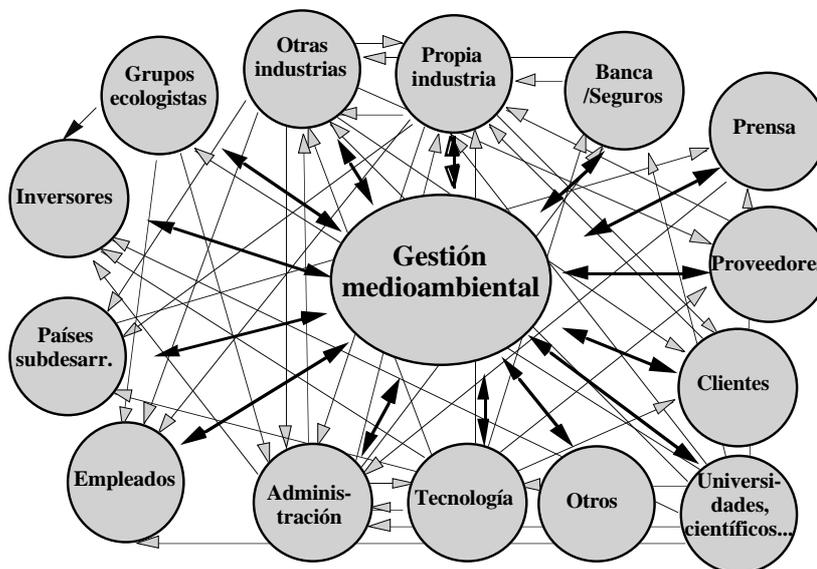
Como es bien sabido, el análisis del entorno que las empresas realizan, o deberían realizar, a la hora de formular sus estrategias de negocio, se circunscribe, fundamentalmente, a sus clientes, proveedores y competidores. En un artículo previo (2) veíamos cómo, dada la creciente importancia de los temas medioambientales, el análisis del entorno debía ampliarse para incluir a los que denominamos factores y fuerzas medioambientales. En dicho artículo analizábamos de qué forma estaban influyendo o podían influir dichos factores en la gestión de las empresas. Asimismo, incluíamos el modelo teórico de relación empresa-entorno que reproducimos en la Figura 1 y mostrábamos cómo las organizaciones empresariales podían hacer frente a los retos medioambientales convirtiéndolos en oportunidades.

---

(1) El término “verde” no se utiliza como sinónimo de ecológico, sino en un sentido más amplio en el que se incluyen consideraciones de tipo ético y social en general.

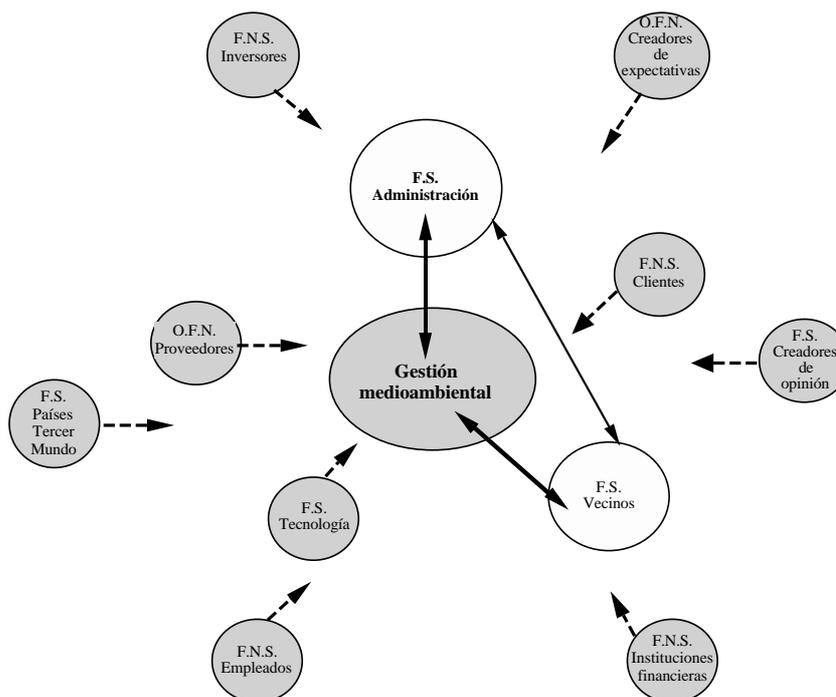
(2) Rodríguez, M.A. y J.E., Ricart, «Estrategia medioambiental: principales factores y fuerzas medioambientales», *Harvard-Deusto Business Review*, nº 78, mayo-junio de 1997.

**Figura 1. Modelo teórico de relación empresa-entorno**



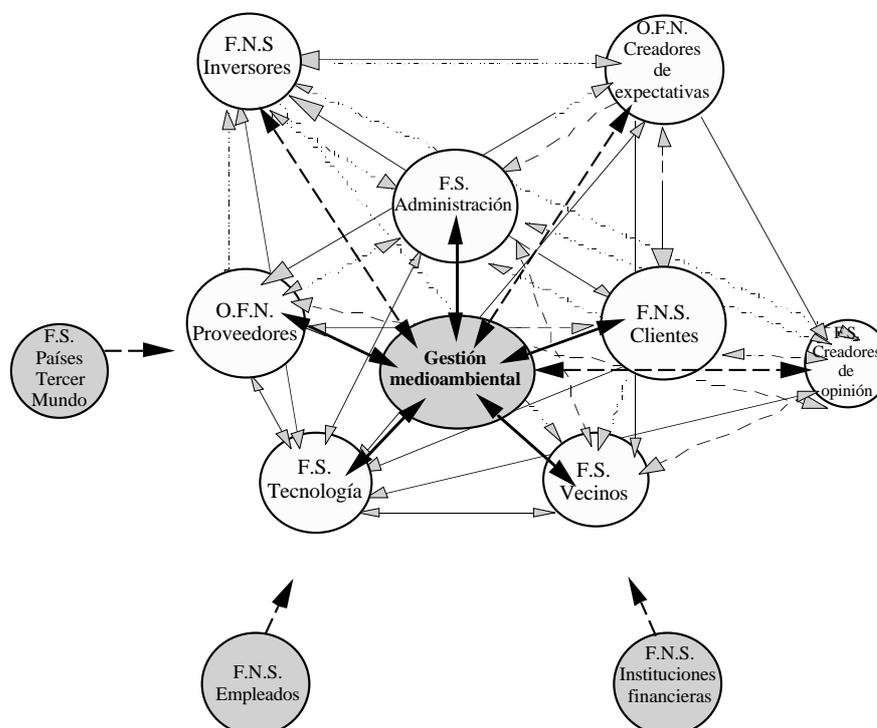
Posteriormente (1), a fin de contrastar la validez de este modelo teórico, llevamos a cabo un estudio empírico en dos fases en las que usamos dos enfoques metodológicos diferentes pero complementarios: primero profundizamos en el modelo mediante un estudio cualitativo y, posteriormente, contrastamos los resultados a través de otro de tipo cuantitativo. La metodología empleada nos permitió hacer una distinción que consideramos fundamental entre la visión de la “mayoría de las empresas españolas” y la de las “empresas españolas más avanzadas”. Fruto de este trabajo fueron los modelos empíricos de relación empresa-entorno que presentamos en las Figuras 2 y 3.

**Figura 2. Modelo de relación empresa-entorno (mayoría de las compañías)**



(1) Rodríguez, M.A. y J.E. Ricart, «Dirección medioambiental de la empresa. Gestión estratégica del reto medioambiental: conceptos, ideas y herramientas», Ediciones Gestión 2000, 1998.

**Figura 3. Modelo de relación empresa-entorno (empresas más avanzadas)**



Como puede deducirse comparando ambas Figuras, la visión y, por tanto, la actuación que tienen las empresas más avanzadas es radicalmente diferente a la que tienen la mayoría de las empresas españolas. Para las primeras, el medio ambiente es un tema de cariz competitivo, mientras que las segundas tienen una actitud ante él fundamentalmente reactiva. En cualquier caso, y centrándonos en el tema que nos ocupa en este artículo, lo que nos interesa resaltar es la diferente importancia que conceden a la influencia de los inversores. Para las más avanzadas, si bien consideran que hay otros factores como los clientes o la Administración que son más importantes, los inversores ocupan, por motivos medioambientales, un papel de tanta relevancia como los “creadores de opinión” (término en el que englobamos a la prensa, los grupos ecologistas, la Universidad y la ciencia). Además, si nos fijamos en el grosor de las flechas que muestran las interinfluencias entre los factores medioambientales y su grado de importancia, vemos que estas empresas consideran que dos factores de negocio tan importantes como sus clientes y los “creadores de expectativas” (término que abarca a competidores y a empresas de otros sectores) pueden tener una influencia determinante en la opinión de los inversores sobre la calidad de su gestión medioambiental.

Además de los motivos que se siguen de lo apuntado más arriba, otra razón nos ha movido a escribir este artículo. Nos referimos a la reciente (1) creación del primer fondo de inversión “verde” de nuestro país (2). Consciente de la importante carencia que representaba

(1) El 20 de enero de este año recibió la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y el 15 de abril quedó formalmente constituido.

(2) Anteriores a éste son el Iberfondo del BCH y el Ahorro Corporación Arco Iris de Gesinca Inversiones. Sin embargo, ninguno de los dos son propiamente “verdes” según los criterios usualmente seguidos en los dos países, Estados Unidos y Reino Unido, donde este mercado goza de mayor experiencia y desarrollo. El primero invierte en empresas que no entren en conflicto con la moral católica, y el segundo, en empresas comercializadoras de tecnologías medioambientales. Ninguno de ellos tiene en cuenta el rendimiento medioambiental de las empresas seleccionadas.

para nuestro sistema financiero y para los inversores españoles en general la ausencia de un fondo de estas características, la Fundación Ecología y Desarrollo, juntamente con Renta 4, decidió promover su constitución. Aparte de las otras consideraciones más técnicas que analizaremos a continuación en este artículo, en la decisión de la Fundación influyó la idea de que, al igual que tenemos derecho a votar en las elecciones, los ciudadanos podemos también “votar” cuando tomamos nuestras decisiones de compra o cuando determinamos en qué compañías invertir nuestros ahorros. Una prueba del interés del mercado español por este tipo de fondos es que, al paso dado por la Fundación Ecología y Desarrollo y Renta 4, le han seguido ya algunas otras instituciones con iniciativas similares.

En las páginas siguientes trataremos de aportar alguna luz sobre la relevancia de los fondos de inversión “verdes”. En primer lugar, veremos qué es lo que se entiende por fondo de inversión “verde” y cuáles son sus principales características. Seguidamente, analizaremos qué importancia tienen hoy en el mundo y cuál es su comportamiento financiero en comparación con el de los otros fondos de inversión. Asimismo, explicaremos en detalle qué criterios suelen seguir los gestores de estos fondos a la hora de evaluar a las compañías y decidir en cuáles invertir. Por último, terminaremos comentando las implicaciones que la existencia de estos fondos tienen para las empresas y, en suma, evaluando hasta qué punto influye el medio ambiente en la actuación de las empresas.

### **¿Qué es un fondo de inversión “verde”?**

La sabiduría popular mantiene que ética y dinero son dos cuestiones que de ninguna manera se pueden mezclar y, de mezclarse, jamás producirán resultados positivos a aquellos idealistas que lo intenten. Pues bien, la sabiduría popular se equivoca esta vez. Los inversores éticos, como se les llama en Canadá, Australia y el Reino Unido, o socialmente responsables, como son llamados en Estados Unidos, han demostrado que a la sabiduría popular le ha faltado amplitud de miras por una vez. Como dijo un editorial del *Financial Times* (1990): «Les guste o no, los días en los que se podían tomar decisiones de inversión en una atmósfera de aislamiento social y moral están contados».

Aunque ya se había manifestado durante la guerra de Vietnam, el fenómeno de las inversiones socialmente responsables, tal y como lo conocemos hoy, empezó como respuesta al régimen de *apartheid* existente en Sudáfrica, cuando muchos inversores decidieron que no querían financiar a compañías con negocios en dicho país ya que eso conllevaba fomentar dicha política. Desde ese momento se creó la primera criba (*screen*), y el fenómeno de las inversiones socialmente responsables empezó a madurar.

Una de las definiciones más concretas de lo que es una inversión ética viene de The Ethical Investment Research Service (EIRIS), una de las instituciones europeas que llevan más tiempo trabajando en este campo: «Invertir éticamente significa elegir mecanismos de inversión que reflejan tus valores».

Ha habido autores que han argumentado que inversiones éticas y “verdes” son dos conceptos completamente diferentes, pero la corriente mayoritaria está en desacuerdo. Ambos tipos de inversiones, tanto “verdes” como socialmente responsables, están impulsadas por la creencia de que invertir el dinero de cada uno significa mucho más que ganar la mayor cantidad de dinero posible. Por el contrario, significa comprometer los recursos en línea con las creencias de cada uno. Además, en casi todas las inversiones socialmente responsables, utilicen el término ético o “verde”, ambos aspectos están cubiertos. Resulta impensable un

tipo de inversión autodenominado socialmente responsable o ético que sea perjudicial al medioambiente. Sería como una mesa con tres patas. Del mismo modo, resultaría poco coherente una inversión “verde” que no se preocupara por las condiciones sociales de las empresas en las que invierte. En cada momento de la evolución de una sociedad existe un mínimo común denominador moral por debajo del cual los comportamientos individuales, sociales y empresariales no resultan aceptables. Por ello puede resultar más apropiado hablar de inversiones socialmente responsables.

Un fondo de inversión socialmente responsable es, por tanto, un fondo en el que a las inversiones, aparte de ofrecer la máxima rentabilidad y liquidez con el mínimo riesgo, se les exige además que estén de acuerdo con la moral, valores y sistema de creencias de cada uno. La inversión ética es, por consiguiente, un concepto muy sencillo; es una filosofía de inversión que mezcla objetivos éticos, medioambientales y sociales con objetivos puramente financieros. Desde este punto de vista, pueden aplicarse tantas cribas como valores morales existen. Desde el punto de vista del inversor, hay multitud de fondos de entre los cuales elegir. Por ello, el primer paso que han de dar dichos fondos consiste en decidir cuáles son las preocupaciones sociales de cada cual y, a partir de ahí, decidir cuáles son las empresas que han de ser excluidas dados los criterios que se apliquen.

Generalmente hay dos pasos en el proceso de cribado (*screening*) de las empresas que pueden ser objetivo de inversión en este tipo de fondos. En un primer momento se trata de utilizar criterios negativos, rechazando la inversión en determinadas empresas cuya actuación social es inaceptable para los gestores y los partícipes en el fondo de inversión. La producción de armas, de energía nuclear y de tabaco son tres ejemplos de criterios negativos utilizados por estos fondos. La exclusión de esta última industria se ha convertido en el denominador común de casi todos los fondos socialmente responsables que operan en el mundo.

En Estados Unidos, más del 97% de los gestores que operan carteras o fondos con cribas sociales o medioambientales evitan invertir en empresas tabaqueras. Otras cribas incluyen: juego, 72%; comercio de armas, 69%; alcohol, 68%; aborto, 50%; medio ambiente, 37%; relaciones laborales, 25%; derechos humanos, 23%; protección de los animales, 7% (Social Investment Forum, 1997). Este proceso de cribado es similar en otros países, como el Reino Unido, Canadá y Australia, aunque con particularidades; por ejemplo, en el Reino Unido virtualmente todos los fondos éticos aplican algún tipo de criba relacionada con la participación en el comercio de armas, y más del 90% en lo que se refiere a la producción de energía nuclear. Además, en dicho país se presta una especial atención a los derechos de los animales: el 100% de los fondos evitan invertir en aquellas empresas que proporcionan servicios de experimentación con animales. Vemos, por tanto, cómo el calificativo “socialmente responsable” se obtiene actuando de acuerdo a las diversas convicciones de cada sociedad.

Además de mediante los criterios negativos que hemos enumerado, la selección se basa en criterios positivos. Como dice Sparkes en su conocida obra «The Ethical Investor»: «La prensa ha tendido a centrarse en los criterios y los aspectos negativos de las inversiones éticas, pero hay que dejar claro que, desde el principio, la mayor parte de los fondos han tenido una intención positiva de beneficiar a la comunidad. Los americanos han tenido más éxito a la hora de transmitir el mensaje positivo implícito en todo proceso de inversión socialmente responsable. El enfoque positivo complementa al negativo. Aquellos que adoptan ese enfoque positivo buscan invertir en empresas que mejoran la calidad de vida. Esas empresas producen bienes o servicios de gran calidad y tienen buenas relaciones con sus empleados y con las comunidades en las que operan. Este enfoque presupone que todos los aspectos positivos indican la probabilidad de obtener una rentabilidad mayor en la inversión, lo cual es una presunción correcta».

Este enfoque positivo es adoptado por la mayor parte de los fondos existentes. Si exceptuamos algunos fondos estadounidenses, que únicamente evitan invertir en empresas tabaqueras, generalmente se utilizan criterios positivos de carácter cualitativo que evalúan cuatro áreas:

1. *Obra social.* Participación de la empresa en la comunidad en la que desarrolla sus actividades.
2. *Relaciones laborales.* Otro buen indicador de la calidad de una empresa es ver cómo ésta trata a sus empleados.
3. *Medio ambiente.* Actuaciones de las empresas por delante de la norma o de la práctica habitual en sus sectores.
4. *Productos y servicios.* Ver si las empresas ofrecen productos y servicios que mejoran la calidad de vida de sus usuarios.

Así pues, el proceso de evaluación de las empresas se efectúa realizando una valoración global de las mismas. Conviene resaltar que nunca se puede hablar en términos absolutos en cuanto a lo “ético” y “no ético”, ya que ello nos llevaría a no poder considerar ninguna empresa como objetivo de inversión. Parafraseando a Peter Kinder (1): «La empresa perfecta y socialmente pura no existe, no se pueden hacer distinciones entre blanco y negro. Los inversores socialmente responsables saben reconocer diversos tonos de grises. Por ejemplo: a Coca-Cola se le puede acusar de vender agua azucarada al Tercer Mundo, pero comparte sus plantas de depuración de aguas con la comunidad. Son un motor económico de los países en vías de desarrollo».

A la hora de efectuar el cribado, es decir, el proceso de decisión acerca de si una empresa es merecedora o no de figurar en la cartera de un fondo socialmente responsable, hay cinco posibles estrategias a seguir (Lowry, 1993):

1. *Todo o nada.* Es la estrategia más estricta y, como tal, la más difícil de aplicar. Algunos sectores productivos son altamente contaminantes, y un proceso de cribado absoluto, por ejemplo en temas como residuos, impediría recompensar a aquellas empresas que están en vanguardia a la hora de tratar estos temas.
2. *Impacto proporcional.* Parte de la base de que por toda producción industrial hay que pagar un precio. La cuestión es, ¿qué precio? Este tipo de aproximación es utilizado por fondos como el Pax World Fund: por ejemplo, en su tratamiento del comercio y venta de armamento o sistemas de defensa, no excluyen a las empresas que proporcionan el servicio de comidas al ejército.
3. *Mejor del sector.* Empresas en el mismo sector de actividad compiten entre sí para obtener los mejores registros en un conjunto de temas sociales. Hay fuentes (2) que permiten identificar la mejor empresa en cada campo social y ambiental. El problema se resuelve eligiendo entre ellas.

---

(1) Peter Kinder es presidente de la gestora KLD, creadora del Domini Social Index, compuesto por 400 compañías que cumplen unos estrictos criterios de responsabilidad social y cuya rentabilidad viene siendo superior a la del S&P 500 durante los últimos años. KLD es asimismo una de las gestoras de fondos socialmente responsables más respetada de Estados Unidos.

(2) Por ejemplo, The Council on Economic Priorities, que otorga cada año premios a aquellas empresas destacadas en numerosos aspectos sociales.

4. *Participación primaria frente a participación secundaria.* Esta estrategia requiere que los inversores decidan si les preocupa o no que alguna empresa en cartera esté involucrada de manera secundaria (a través de sus holding) con alguna empresa que produzca, por ejemplo, armamento. Este proceso lleva consigo decidir en qué punto de la cadena de creación de valor termina el escrutinio.
5. *Problemas reales frente a problemas potenciales.* Se trata de tomar la decisión de excluir o no a las empresas que representan problemas potenciales además de las que representan problemas reales. Pensemos, por ejemplo, en un tema como los alimentos transgénicos. Aunque hasta el momento no se haya podido demostrar que supongan un problema real, dadas sus características sí que parecen constituir un problema potencial. ¿Debe decidirse excluir a las empresas de este sector por representar un problema potencial?

### **Importancia de los fondos de inversión “verdes” en el mundo**

La pregunta que surge inmediatamente cuando uno empieza a interesarse por este tipo de productos financieros es: ¿son de verdad rentables o son sólo para gente comprometida en la lucha por el cambio social y ambiental? Valgan los datos siguientes para sacar de dudas incluso a los más escépticos:

- Con más de 100 fondos en el mercado y más de 80 billones de pesetas invertidos en ellos (1), Estados Unidos es el país donde el mercado de este tipo de productos está más desarrollado.
- A estos 80 billones cabría añadir los 100 billones de pesetas que, aunque no estén invertidos en fondos de inversión “verdes”, son directamente controlados en Estados Unidos por accionistas que ejercen la *shareholder advocacy*. Esta es una práctica que consiste en utilizar el poder de voto en las juntas generales de accionistas para modificar el comportamiento de las corporaciones en temas sociales y medioambientales (2).
- Alrededor del 10% del dinero invertido en fondos de inversión en Estados Unidos lo está en fondos comprometidos socialmente. Además, el mercado de este tipo de productos, computado como la cantidad de dinero invertida con compromiso social, viene creciendo a una velocidad tres veces superior a la de los productos convencionales (3).
- En dos años, de 1995 a 1997, la cantidad invertida en Estados Unidos en fondos socialmente responsables se ha incrementado un 326%, pasando de alrededor de 25 a más de 80 billones de pesetas.
- En 1998, diez de los catorce fondos estadounidenses socialmente responsables, con una capitalización superior a 15.000 millones de pesetas, obtuvieron las máximas puntuaciones de las agencias Morningstar, Lipper, o ambas. Como es bien sabido, estas agencias son la “biblia” del mundo financiero y otorgan sus calificaciones de acuerdo, entre otros, a criterios de rendimiento. Además, el 25% de estos fondos se situaron entre el 10% de los mejores de su categoría durante el período de tres años terminado el 31 de diciembre de 1998 (4).

---

(1) Fuente: Social Investment Forum, 1999.

(2) Fuente: Social Investment Forum, 1998.

(3) Fuente: Social Investment Forum, 1999.

(4) Fuente: Social Funds, 1999.

- Gestoras tan sobresalientes como Merrill Lynch o Salomon Smith Barney ya han empezado a ofrecer productos –gestión de patrimonios o fondos socialmente responsables–, que ya les suponen cientos de miles de millones de pesetas.
- En Estados Unidos ya hay dos respetados índices que sólo incluyen empresas socialmente responsables (1): el Domini 400 Social Index, compuesto por 400 empresas de las cuales 250 están incluidas en S&P 500, y el Citizens 300, que contiene 200 de las empresas del S&P 500 y está integrado por un total de 300 empresas. El primero ha obtenido una rentabilidad en el período 1990-1998 (2) del 442%, mejorando claramente la rentabilidad del S&P 500, que fue del 365,6%. En el período 1994-1998, el Citizens 300 también ha demostrado la oportunidad financiera de invertir con responsabilidad social, obteniendo una rentabilidad del 260,3%, comparada con el 189,3 del S&P 500 (3).

Puede apreciarse que Estados Unidos es el país donde el mercado de la inversión socialmente responsable cuenta con más instrumentos y está, por tanto, más desarrollado. Lejos del volumen que se maneja en Estados Unidos, pero con mercados que están experimentando un crecimiento en progresión geométrica, figuran países como el Reino Unido, Australia y Canadá. También hay experiencias de este tipo en países como Francia y Alemania, aunque a una escala inferior (4). Sin duda, el país europeo donde más atención se ha prestado hasta el momento al fenómeno de la inversión socialmente responsable, allí llamada inversión ética, es el Reino Unido, donde:

- Ya hay en funcionamiento 40 fondos socialmente responsables, con un patrimonio invertido superior a 525.000 millones de pesetas (5).
- Se prevé que el mercado alcanzará un tamaño de 2,5 billones de pesetas en el año 2003 (6).
- Es el sector de más rápido crecimiento en el mercado de servicios financieros, con un incremento de casi el 50% en el período 1997-1998 (7).
- Durante los últimos cinco años, el capital invertido de manera socialmente responsable ha crecido aproximadamente en un 400%, mientras que el sector de fondos convencionales lo ha hecho en un 200% aproximadamente (8).
- En cuanto a rentabilidad, durante el año 1998 no se puede decidir estadísticamente cuál fue el rendimiento de este tipo de fondos comparado con sus primos convencionales, pero se puede afirmar que resultaron menos volátiles. Respecto a 1997, puede atestigüarse en cambio que los fondos socialmente responsables experimentaron una rentabilidad media del 8,1%, mejorando claramente el 4,7% de sus “rivales” convencionales durante el mismo período (9).

---

(1) Dow Jones & Company, creadora del famoso índice Dow Jones, ha descubierto también la inversión socialmente responsable. Va a lanzar un nuevo índice global, el Dow Jones Islamic Market Index. Este índice empezará a actuar con 600 empresas de 30 países cuyos productos y servicios cumplen la ley Shari'ah.

(2) El índice Domini fue lanzado en mayo de 1990; el Citizens, el 31 de diciembre de 1994.

(3) En 1998, la rentabilidad de estos índices fue como sigue: Domini 400 S. I.: 34,6%; Citizens 300 S.I.: 45,0%; S&P 500: 28,8%.

(4) Otro conjunto de países, con España a la cabeza, empiezan a ofrecer inversión socialmente responsable.

(5) Fuente: Ethical Investment Research Service, 1999.

(6) Barchester Green Investment.

(7) Fuente: AXA Sun Life, 1999.

(8) Fuente: Ethical Investment Research Service, 1999.

(9) Fuente: Co-operative Insurance Services.

En la bibliografía encontramos tres razones fundamentales que pueden explicar cómo los fondos “verdes”, pese a limitar su universo de inversiones posibles incorporando consideraciones sociales a las puramente financieras, consiguen mejorar el rendimiento de aquellos fondos que únicamente se rigen por criterios financieros:

1. Los fondos socialmente responsables tienden a invertir en empresas de menor tamaño que, por tanto, se adaptan más fácilmente a las condiciones cambiantes del mercado.
2. Las empresas que actúan de acuerdo a determinados criterios éticos son empresas más eficientes, mejor gestionadas y, en pura lógica, se desenvuelven mejor en el mercado.
3. Uno de los argumentos preferidos por aquellos detractores de este tipo de inversiones consiste en argumentar que, al disminuir el universo de posibles inversiones por incluir consideraciones sociales, se está incrementando el riesgo de las mismas. Este argumento queda contrarrestado con creces si tenemos en cuenta que los gestores de fondos de inversión socialmente responsables, al necesitar saber más que los gestores de fondos convencionales acerca de las empresas en las que invierten, basan sus decisiones en una información más profunda, más completa y de mayor calidad. En consecuencia, el riesgo de sus decisiones queda notablemente reducido.

### **Criterios medioambientales seguidos por los fondos de inversión “verdes” a la hora de evaluar a las empresas**

Tradicionalmente, a la hora de evaluar el perfil de riesgo de una compañía y decidir qué inversiones aconsejar o realizar, los analistas financieros han tenido en cuenta tanto aspectos *hard* como reservas, ROE, ROA o costes operativos de una compañía, como otros más *soft*, como su imagen y reputación, la lealtad de los clientes a sus marcas o la calidad de su gestión. Hasta hace poco, sin embargo, raramente han tenido en cuenta el rendimiento medioambiental de una compañía a la hora de evaluar si estaban ante una buena oportunidad de inversión. Incluso cuando lo han hecho, ha sido porque consideraban que de una mala gestión medioambiental podían derivarse responsabilidades que podrían afectar la salud financiera de la compañía en cuestión. Es decir, han puesto el acento en el riesgo en lugar de considerar que una buena gestión medioambiental podía acrecentar las posibilidades de éxito de una empresa.

En la actualidad, como hemos visto en las páginas precedentes, un número crecientemente importante de fondos de inversión está evaluando la calidad de la gestión medioambiental de las empresas a la hora de decidir en qué compañías invertir. Los criterios que siguen los analistas de los fondos de inversión “verdes” son diversos. Un problema que afrontan es la dificultad de comparar los informes medioambientales de las empresas, por las notables diferencias existentes entre las pautas que las compañías siguen al realizarlos. Por este motivo, fondos de inversión “verdes”, consultores medioambientales, grupos ecologistas y algunas compañías están trabajando en el desarrollo de unas normas estándar para los informes medioambientales. En cualquier caso, la mayoría de los fondos de inversión “verdes” evalúan el rendimiento medioambiental de las compañías a partir de las siguientes categorías (Ditz y Ranganathan, 1997):

- *Cantidades y tipos de materiales usados.* Es decir, tanto la eficiencia de las empresas en el uso de materiales como el carácter tóxico y renovable de éstos.

- *Consumo de energía.* Aquí también distinguen entre los tipos de energía usados o generados.
- *Desechos.* Cantidades y tipos de desechos, así como su tratamiento, reciclaje y eliminación.
- *Emisiones de contaminantes.* Cantidades y tipos de contaminantes emitidos o vertidos a las aguas, la tierra o la atmósfera.

Como puede apreciarse, los cuatro criterios se refieren a la eco-eficiencia y sostenibilidad de las actividades de las compañías. Es decir, al tamaño de su huella ecológica en relación a su volumen de actividad.

Sin embargo, existe una tendencia a evaluar la gestión medioambiental de las empresas de una forma más holística. La razón de esta tendencia es la misma por la que numerosos analistas financieros evalúan a las compañías no sólo a partir de sus resultados financieros, sino de otros aspectos como su capacidad de innovación, la satisfacción de sus clientes, la imagen o, en general, la calidad de su gestión: el primer tipo de indicadores proporciona, fundamentalmente, información sobre el pasado y el presente; con los segundos podemos prever cuál será la salud financiera de la empresa en el futuro. Por los mismos motivos, como decíamos, los fondos de inversión “verdes” están contemplando otros criterios además de los apuntados más arriba. Básicamente pretenden comprobar hasta qué punto la empresa ha integrado el medio ambiente en su estrategia y ha conseguido involucrar a toda la organización en la consecución de sus objetivos medioambientales. En este sentido, buscan información sobre aspectos como los siguientes:

- *Compromiso del máximo responsable.* Existencia de una declaración firmada sobre su compromiso personal con el tema.
- *Estrategia medioambiental.* En lugar de meras declaraciones más o menos grandilocuentes sobre la sostenibilidad, etc., hechos que confirmen que la empresa ha formulado unos objetivos medioambientales, que los despliega en la organización y hace un adecuado seguimiento del avance conseguido.
- *Estructura.* Nivel en la organización del máximo responsable de medio ambiente, existencia de comités de medio ambiente y nivel de sus miembros, personas especialmente dedicadas al tema, despliegue de la responsabilidad medioambiental en todas las áreas de la empresa, etc.
- *Comunicación con "stakeholders"* . Es decir, grado de apertura y de calidad de la comunicación con todas aquellas personas o entidades que tienen algún tipo de interés o influencia en la empresa.
- *Integración de toda la cadena de valor.* Es decir, cómo está gestionando su relación con proveedores, subcontratistas, clientes, etc. en temas como selección, formación, seguimiento de su rendimiento, etc., para conseguir mejorar su impacto medioambiental.
- *Rendimiento medioambiental de los productos y servicios.* Todo tipo de actividades (integración de opiniones externas, formación en diseño medioambiental, análisis de ciclo de vida, etc.) tendentes a promover el desarrollo de productos y servicios más amigables con el entorno.

- *Involucración de los empleados.* Temas como formación y sensibilización medioambiental, equipos de mejora, programas de sugerencias, satisfacción con la empresa, etc.
- *Implantación de sistemas de gestión medioambiental.*
- *Certificación de los sistemas de gestión medioambiental.*
- *Reconocimientos externos.*
- Otros.

Indudablemente, en ocasiones es difícil encontrar formas de medir cuantitativamente algunos de los criterios apuntados más arriba. Sin embargo, parece que es preferible realizar evaluaciones de tipo más cualitativo que no hacerlas en absoluto. Por otro lado, a pesar de que los indicadores de este tipo están poco desarrollados, existe la tendencia a incluir en la evaluación el tema del impacto social de la empresa además del económico y medioambiental. Asimismo, algunos fondos están tratando de evaluar simultáneamente el rendimiento económico, medioambiental y social de las empresas en lugar de hacerlo de forma secuencial. Sin embargo, hemos de reconocer que todavía queda mucho camino por recorrer para identificar y cuantificar los vínculos existentes entre los tres aspectos.

## **Conclusiones e implicaciones para las empresas**

Terminaremos el artículo con tres reflexiones que creemos que las empresas deberían tener en cuenta a la hora de valorar cómo influye o puede influir en su gestión la existencia de los fondos de inversión “verdes”.

*1. Creación de valor.* En las páginas precedentes esperamos haber explicado por qué la creciente importancia de los fondos de inversión “verdes” parece ser un motivo suficiente para que las empresas se esfuercen en mejorar su rendimiento medioambiental. Sin embargo, nos gustaría aclarar que, para las que lo hagan, el “premio” no está sólo en alcanzar la meta al conseguir ser seleccionadas por estos fondos. Por el contrario, las mayores recompensas las encontrarán en el propio camino. Efectivamente, obtener una “buena nota” en los criterios de evaluación que siguen los fondos “verdes” implica conseguir acrecentar la capacidad de creación de valor de las empresas, lo que a su vez tendrá repercusiones positivas en la consideración que la empresa merezca a los analistas financieros en general. Todo hace pensar que estamos ante un círculo virtuoso.

Existen evidentes sinergias entre el rendimiento medioambiental de las empresas y su capacidad de crear valor (1). Recordemos que la finalidad de toda estrategia empresarial es mostrar hacia dónde ha de dirigirse la empresa, y de qué manera, a fin de conseguir unos *resultados superiores sostenibles*. En otras palabras, la estrategia debe mostrar a la empresa cómo puede crear más valor de forma sostenible en el tiempo. En este sentido, el medio ambiente influye en los tres aspectos determinantes del éxito en la obtención de dichos resultados: atractivo del sector en que compite una organización, posicionamiento de sus

---

(1) Para un detallado tratamiento del tema, en el que se incluyen numerosos ejemplos, véase Rodríguez, M.A. y J.E. Ricart, «Estrategia medioambiental y creación de valor», documento de investigación de la División de Investigación del IESE, 1999.

negocios y sostenibilidad de sus ventajas competitivas. En el atractivo del sector, porque afecta a las cinco fuerzas que lo estructuran: amenaza de que nuevas compañías entren a competir, posibilidad de que aparezcan productos o servicios sustitutivos, poder negociador de proveedores y clientes, y rivalidad entre las empresas que compiten en el sector. En el posicionamiento a nivel de negocio, porque puede influir decisivamente en los costes, las posibilidades de diferenciación y la cuota de mercado de las empresas, así como en los mercados en los que están presentes. En cuanto a la sostenibilidad de las ventajas competitivas, porque no es simplemente que el medio ambiente influya, sino que el propio concepto de sostenibilidad adquiere una nueva dimensión al abarcar a un tiempo los aspectos económicos y ecológicos. Por tanto, una primera consideración para las empresas sería que analizaran seriamente si lo apuntado aquí es aplicable a su realidad. Si fuera así, aunque la existencia de fondos de inversión “verdes” no influyera en los costes de capital de las empresas, tendrían no sólo la opción, sino la obligación, en términos estrictos de negocio, de mejorar su impacto en el medio ambiente.

2. *Importancia de medir y comunicar.* Una segunda consideración que creemos oportuno hacer a las empresas se refiere a la importancia de establecer métricas de su rendimiento medioambiental y, como aspecto estrechamente relacionado con el anterior, de desarrollar una adecuada estrategia de comunicación. Poca gente, al menos en el mundo de la empresa, pondría hoy en duda que medir es necesario para mejorar. La filosofía de la calidad total ha dejado una huella profunda. Sin embargo, en el terreno medioambiental nos encontramos con empresas que podemos considerar como bastante avanzadas que pecan de no medir todo lo que sería deseable y necesario. Creemos que una forma de subsanar la situación sería conseguir que el área financiero-contable se involucrara más en la gestión medioambiental de sus empresas y prestara un mayor apoyo en el tema de la medición. Conseguir una mejora en este terreno de la medición es muy importante para la comunicación, tanto externa como interna, de la empresa. Externamente, porque la calidad y relevancia de la información saldrán ganando, y con ello, la credibilidad de la empresa ante los analistas financieros y, en general, ante todos sus *stakeholders*. Internamente, por la tendencia de las empresas a medir casi en exclusiva los costes e inversiones que suponen sus actividades de mejora medioambiental. De esta forma, la impresión que se genera es que el medio ambiente es sólo un coste. Si midieran también los beneficios y los costes evitados, creemos que en la mayoría de las ocasiones el balance económico de dichas actividades sería favorable. No cabe duda de que con ello sería más fácil “vender” internamente el mensaje medioambiental a las áreas más reticentes. Además, permitiría poner de relieve en la comunicación externa los aspectos económicos positivos que tienen los avances conseguidos en este terreno, con lo cual los analistas financieros verían con mayor claridad la importancia de considerarlos en sus evaluaciones.

3. *Importancia de quedar excluidas en los procesos de cribado.* En un mundo donde el poder y la influencia de los consumidores continua creciendo, una perspectiva vital en el debate es cómo afecta a una compañía la opinión que de ella tengan los grupos sociales más influyentes. Es decir, en qué medida la responsabilidad social, o la falta de ella, y, por tanto, el incumplimiento de los criterios sociales de los fondos socialmente responsables, puede afectarles de alguna manera. Recordemos (véase la Figura 3) cómo la importancia que las compañías españolas más avanzadas daban a los inversores como factor medioambiental, parecía estar basada en buena medida en la influencia que en éstos podían ejercer los clientes y competidores y, con menor intensidad, otros factores como los proveedores, los “creadores de opinión” (1), los vecinos o la Administración. Valga también este comentario publicado

---

(1) Recuérdense que en este factor medioambiental englobábamos a la prensa, los grupos ecologistas, la Universidad y la ciencia.

recientemente en la revista *Green Futures*: «A lo largo de la breve historia de las grandes corporaciones ha existido tensión o conflicto entre la práctica empresarial y los valores de la sociedad. La abolición de la esclavitud era postulada por grupos de presión, pero las compañías se resistían a ella, ya que creían que el fin de la esclavitud dañaría la prosperidad comercial de las grandes corporaciones. Hoy en día son los derechos humanos y las causas de justicia social y ambiental las que constituyen los últimos desafíos».

La sostenibilidad es un concepto sistémico que trata de aumentar la eficiencia económica, de proteger y restaurar el medio ambiente y mejorar el bienestar de la gente. Básicamente, busca asegurar la justicia tanto intra como intergeneracional, tener la vista puesta en el futuro, pero sin olvidar los problemas sociales del presente. Y esta concepción de la sostenibilidad es la que se encuentra detrás de los procesos de cribado que los inversores socialmente responsables llevan a cabo. Sin duda, quedarse fuera de dichos procesos puede tener indudables repercusiones para las empresas:

- Cada vez más los ciudadanos son conscientes del poder que tienen en sus manos a la hora de obligar a las empresas a mejorar su comportamiento social y ambiental. Y no satisfacer sus expectativas puede suponer para las empresas quedar excluidas de un segmento del mercado de capitales con un volumen tan importante como el que hemos visto en las páginas anteriores.
- Pero si el volumen es importante, ¿qué podemos decir de su crecimiento? Si en los últimos cinco años ha crecido un 400%, mientras que los fondos tradicionales lo hacían en un 200%, ¿qué puede pasar en los próximos años?
- En cualquier caso, que no cunda el pánico entre las empresas que están siendo excluidas o que consideran que pueden serlo conforme el mercado de los fondos de inversión “verdes” vaya creciendo. Afortunadamente, si no estamos ante un caso perdido, el rendimiento medioambiental y social de una empresa es un tema que se puede gestionar y, por tanto, mejorar (obteniendo con ello los beneficios a los que aludimos anteriormente).
- A partir de lo dicho más arriba, parece claro que vamos a ser testigos en los próximos años de cómo las empresas se van a ver obligadas por la sociedad a proporcionar información sobre su rendimiento medioambiental y social. Asimismo, veremos cómo más y más empresas se apresuran a proporcionar dicha información para satisfacer dichos requerimientos y no verse marginadas en los procesos de cribado de los fondos de inversión “verdes”.

En suma, desde el punto de vista de las corporaciones, el asunto que subyace detrás del fenómeno de la inversión “socialmente responsable” tiene, principalmente, dos áreas de atención: ¿qué papel deberían jugar las empresas, entendidas como ciudadanos, en la sociedad y su mejora? y ¿es jugar estos papeles –ser socialmente justo y ambientalmente sostenible– bueno para la marcha de los negocios de la empresa? Creemos que las empresas, bien de *motu proprio*, o bien a través de la presión de sus accionistas y resto de *stakeholders*, tienen un papel fundamental como motores del cambio social y ambiental. Por tanto, a éstas no les basta con crear valor para sus accionistas, sino que han de hacerlo para la sociedad en su conjunto. Respecto a la segunda pregunta, en este artículo hemos vislumbrado cómo un comportamiento socialmente responsable tiene para las empresas indudables sinergias con sus intereses financieros.

Estamos asistiendo a un cambio estructural en la percepción de cómo los negocios se han de dirigir y en el grado de concienciación y compromiso que éstos deben manifestar a la

sociedad. Esta es una tendencia que, lejos de disminuir, va a ir a más en los próximos años, cuando cada vez más grupos sociales exijan a las empresas comportamientos correctos en otros campos diferentes al financiero. En España estamos asistiendo a los primeros pasos hacia esta nueva mentalidad con la creación de los primeros fondos de inversión socialmente responsables. □

## **Bibliografía**

- Anónimo, «Investing With Your Values: Making money, making a difference and natural investing», *The Green Money Journal*, 1999.
- Anónimo, «Do the Right Thing», *The Green Futures Magazine*, abril de 1999.
- Anónimo, «Communication and Disclosure», *Accountability Quarterly*, invierno de 1999.
- Ditz, Daryl y Janet Ranganathan, «Measuring Up: Toward a Common Framework for Tracking Corporate Environmental Performance», World Resources Institute, 1997.
- Grimshaw, C. y otros, «The responsible organisation: The roles and responsibilities of the Big Citizens of the 21st Century», The Future Foundation, 1998.
- Kendall, S. M., «Green Funds Provide Good Returns in Good Conscience», *CDA Wiesenerger Special Report*, 1998.
- Kinder, Lyndenberg, Domini & Co., «Investing for good: Making Money while Being Socially Responsible», Kinder, Lyndenberg, Domini & Co., 1998.
- Lowry, R. P., «Good Money: A Guide to Profitable Social Investing in the 90s», Norton & Company, 1993.
- Merlini, M. y otros, «Productos financieros éticos para la cooperación al desarrollo», Instituto Universitario de Desarrollo y Cooperación, 1997.
- Rodríguez, M.A. y J.E. Ricart, «Estrategia medioambiental y creación de valor», documento de investigación de la División de Investigación del IESE, 1999.
- Rodríguez, M.A. y J.E. Ricart, «Dirección medioambiental de la empresa. Gestión estratégica del reto medioambiental: conceptos, ideas y herramientas», Ediciones Gestión 2000, 1998.
- Rodríguez, M.A. y J.E. Ricart, «Estrategia medioambiental: principales factores y fuerzas medioambientales», *Harvard-Deusto Business Review*, nº 78, mayo-junio de 1997.
- Sparkes, R., «The Ethical Investor», Harper Collins, 1995.
- Social Investment Forum, «Report on Responsible Investing Trends in the United States», 1998.