

¿Es posible la inversión y el financiamiento responsable en América Latina?

Antonio Vives

I. Introducción

Uno de los instrumentos disponibles en el mercado para promover prácticas responsables en las empresas es facilitar el acceso a recursos financieros, ya sea en forma de capital o en forma de deuda, especialmente asignados para este tipo de empresas, o bien en condiciones más favorables para las empresas que tengan esas prácticas. Este instrumento o incentivo ha adquirido mucho auge en las últimas décadas en los países más desarrollados, coincidiendo con el auge de la Responsabilidad Social en las Empresas, RSE. En este capítulo hacemos un análisis de la posibilidad de haya asignaciones de inversiones y financiamiento a las empresas responsables en los países de América Latina y de las condiciones necesarias para que esto ocurra. No analizamos si en efecto las prácticas responsables han dado mayor acceso a este tipo de recursos financieros ya que excede el ámbito de este estudio.

Comenzamos con una breve presentación sobre en qué consiste la inversión y el financiamiento responsables y el mecanismo a través del cual pueden influenciar las prácticas responsables de la empresa. Seguidamente haremos un análisis de la situación de los mercados financieros y de valores en América Latina y de los inversionistas institucionales, en particular de los fondos de pensiones, que son los principales actores, a fin de apreciar su potencial y características para influenciar esas prácticas. Luego pasaremos revista a algunas de las fuentes de información que estos actores pueden usar en sus decisiones de inversión y financiamiento, en particular la calificación de las empresas por su responsabilidad y los índices bursátiles de sostenibilidad. Después analizaremos en caso más paradigmático en la región, como es el caso de Brasil, donde este tipo de financiamiento está más desarrollado. Concluiremos con un resumen de la discusión, respondiendo la pregunta del título sobre si es posible la inversión y financiamiento responsable en América Latina y haremos recomendaciones sobre las condiciones necesarias para que exista.

II. Que es inversión/financiamiento responsable

Por la inversión o financiamiento socialmente responsable se suelen entender las decisiones de colocación de recursos financieros que toman en cuenta las prácticas responsables de la empresa, ya sea de forma voluntaria, ya sea de forma obligatoria. Estas consideraciones pueden incorporarse en las decisiones ya sea como parte del análisis de diligencia debida de cada colocación o bien usando indicadores de tipo más general preparados por terceros para estos fines. En el primer caso suelen estar las decisiones de financiamiento de los bancos comerciales a empresas o proyectos de cierta envergadura (el monto de la colocación debe poder justificar el costo adicional del estudio especial), que se ven obligados a hacerlo por convenios o acuerdos suscritos. Los inversionistas institucionales no suelen estar obligados a considerar estos criterios. En el segundo lugar suelen estar las decisiones de los bancos comerciales para colocaciones de menor envergadura y las de los inversionistas individuales o institucionales o individuales en instrumentos financieros, que han decidido tomar en cuenta estas consideraciones.

En el primer caso, el de los bancos comerciales, la guía más común para guiar el financiamiento responsable son los Principios de Ecuador¹, que son unos principios desarrollados por los bancos comerciales con el apoyo y en concordancia con los principios de financiamiento responsable de la Corporación Financiera Internacional, CFI, del grupo del Banco Mundial. Estos principios son de adhesión voluntaria y a mediados de 2011 los habían suscrito 70 bancos en el mundo. Estos principios cubren temas sociales y ambientales a ser cumplidos tanto en la aprobación del financiamiento como durante su ejecución. También incluyen requerimientos de supervisión y reporte por parte de los bancos signatarios. Cuando se adhieren a los principios, los bancos solo adquieren el compromiso de aplicarlos al financiamiento de proyectos con costo superior a los US\$10 millones, aunque algunos bancos lo aplican, voluntariamente, a proyectos de menor tamaño y al financiamiento de empresas.

En el caso de inversiones en el capital de las empresas a través de los mercados de valores, los inversionistas no suelen hacer análisis especiales y usan los análisis hechos por terceros, como por ejemplo los que hacen las instituciones especializadas para incluir a las empresas en índices de precios de empresas consideradas responsables (índices de sostenibilidad)² o en fondos de inversión categorizados como responsables. Los criterios de selección suelen conocerse con el acrónimo de

¹ www.equator-principles.org

² Ver el capítulo V.11 *¿Para qué sirven los índices de sostenibilidad?*, en Vives (2011a).

ASG (ambiental, social y de gobernanza, o ESG en inglés). A efectos de diversificación, algunos inversionistas compran fondos ya elaborados con criterios de prácticas responsables. Es de notar que estos criterios varían de fondo a fondo y de índice a índice. Algunos fondos e índices usan criterios negativos y eliminan empresas en ciertos sectores industriales (armamento, tabaco, apuestas, etc.) o que operan en ciertos países (Burma, Congo, etc.). Estos criterios así usados son muy simplistas y terminan eliminando solo empresas que parecen ser claramente irresponsables. Otras hacen selecciones positivas, buscando empresas o sectores que cumplan ciertos criterios. Por ejemplo hay fondos dedicados a empresas que no violen los postulados de la fe católica (Fondo Ave María, Pax), y múltiples fondos dedicados a las empresas de bajas emisiones de gases de efecto invernadero. Se puede decir que hay casi tantos criterios de responsabilidad como fondos. En la selección positiva, el análisis suele ser mas riguroso.

En el contexto del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, PNUMA, se han desarrollado unos principios de inversión responsable, PRI (por sus siglas en inglés, *Program for Responsible Investment*) que tienen como objeto difundir la adopción de criterios ASG en las inversiones, entre los asesores y gestores de fondos de inversión. Los signatarios se comprometen “*Incorporar las cuestiones ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones*” y a “*incorporar las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas*”. Se comprometen además a promover los principios y a la diseminación de información sobre su adopción. Este compromiso de “incorporar” en procesos de análisis, toma de decisiones, prácticas y políticas, no los compromete no obstante a asegurarse de que “sus decisiones han sido tomadas en base a criterios ASG”. El compromiso es a tomarlos en cuenta, no a usarlos obligatoriamente. Tampoco hay supervisión sobre el cumplimiento, solo la obligación de reportar lo que hacen en este sentido.³ Los principios no se definen cuáles son los criterios ASG a ser usados, son genéricos, solo dicen “incorporen criterios ASG.”

En virtud de la clara falta de mordiente en los principios PRI has surgido demandas de que su inclusión en los análisis de diligencia debida sea una obligación legal para los gestores y asesores signatarios, y no sea una obligación la “consideración” de estos criterios como lo es ahora⁴.

³ Ver el capítulo II.8 *¿Otro Pacto Mundial para inversiones?: Buena y mala noticia*, en Vives (2011a).

⁴ Ver UNEP (2009).

La existencia de instituciones financieras e inversionistas interesados en financiar e invertir en empresas con prácticas responsables, podría crear un mercado de financiamiento donde estas empresas tendrían mayor oferta de fondos y por ende obtener mejores condiciones y de allí que se estimulase, como consecuencia, la adopción de prácticas responsables por parte de las empresas.. Adicionalmente, es de suponer que las prácticas responsables reducen los riesgos sociales y ambientales de estas empresas y por ende ser más deseables. Por ejemplo, las empresas podrían colocar sus acciones a mejores precios, tener acceso a financiamiento cuando otras no lo tienen o podrían llegar a obtener menores tasa de interés o plazos más largos, en virtud de sus menores riesgos ambientales, sociales de gobernanza.

Sin embargo, esta premisa está basada en una serie de supuestos que pueden no cumplirse en la práctica. Es necesario que existan estos inversionistas/financistas y que aprecien o valoren esas prácticas responsable y actúen en consecuencia. Si así fuere, las empresas tendrían estos incentivos adicionales para ser responsables, con lo cual se podría iniciar un círculo virtuoso donde la responsabilidad atrae mejores condiciones financieras, lo que se estimula la responsabilidad.

Pero, ¿están los mercados financieros de América Latina lo suficientemente desarrollados como para interesarse en estas empresas? ¿Valoran los mercados financieros valoren esas prácticas responsables? ¿Hay empresas responsables en las que invertir en América Latina?⁵

III. Los mercados financieros y de valores en América Latina

Para la existencia de inversiones y financiamiento responsable, es necesario que exista oferta y demanda. Que existan inversionistas y financistas potencialmente interesados (demanda) así como como posibilidades de inversión (oferta), o sea empresas responsables que tengan liquidez y coticen en los mercados de valores (para inversiones) o bien empresas responsables que requieran de cantidades importantes de financiamiento.

Adicionalmente, para los efectos de las inversiones, se hace necesario que exista la posibilidad de diversificación, o sea que existan muchas empresas en diferentes países y diferentes sectores o

⁵ Para el estado de la ISR en España, ver Observatori de les Finances Etiques (2010). Se puede observar que la situación es mejor que en América Latina, pero que todavía tiene un desarrollo incipiente.

actividades económicas. En general los inversionistas colocan sus inversiones en carteras diversificadas para reducir los riesgos derivados de la concentración (no poner todos los huevos en la misma cesta). De allí que en el caso de mercados financieros relativamente pequeños, para efectos de inversión responsable, no podemos hablar de un solo mercado financiero o de una sola bolsa. En América Latina hay solo seis bolsas de valores con volúmenes de transacción considerable: Sao Paulo, México, Santiago, Bogotá, Buenos Aires y Lima. Aun así, entre todas sólo tienen alrededor de 1.600 acciones, de las cuales no más del 10% tienen amplia liquidez (frecuencia de transacción).

La Tabla No. 1 muestra las estadísticas más relevantes para estas seis bolsas, en comparación la Bolsa de Nueva York y el consolidado de las Bolsas Españolas. En la comparación puede notarse el relativamente bajo número de acciones, pero lo que es más importante, el bajo volumen de transacciones y la elevada concentración en un pequeño número de acciones.

Bolsa de Valores	Numero de acciones	Capitalización (miles de millones US\$)	Valor transado (miles de millones US\$)	Concentración (% capitalización 10 empresas mas grandes)
Nueva York	2.300	14.023	17.785	16%
Bolsas españolas	3.319	1.242	1.511	38%
Total América Latina	~1.600	~2.800	~770	ND
Brasil	373	1.476	626	55%
México	428	449	82	63%
Santiago	231	320	38	48%
Buenos Aires	106	66	3	72%
Lima	246	105	5	66%
Bogotá	85	207	19	73%

Tabla No. 1: Bolsas de Valores de Iberoamérica y Estados Unidos

Fuente: Bases de datos de la World Federation of Exchanges, 2010

La Bolsa BM&FBovespa en Sao Paulo (hay otras menores en Brasil) es con mucho la más grande de América Latina. Tiene más de la mitad de la capitalización (valor de las acciones cotizadas) y casi el 85% del valor de las transacciones. De allí que si se considera la inversión responsable a nivel de un país individual, esta sea prácticamente posible, a escala, sólo en Brasil, y en menor grado en Chile y México. Consideradas todas las bolsas en agregado, la inversión responsable sería más factible, mas diversificable.

Pero aun así es de destacar el elevado nivel de concentración en pocas empresas. En el caso más factible de Brasil, las dos más grandes empresas tienen el 22% de la capitalización y las 5 más grandes el 38%. El 75% de la capitalización se concentra en 40 acciones. De allí que en la práctica no existan más de unas 40-50 acciones en las cuales invertir con liquidez. ¿Y son este grupo de empresas consideradas responsables? Discutiremos el caso especial de Brasil más adelante.

En el caso de los demás mercados, aunque no tenemos información tan detallada, es de pensar que el número de empresas con liquidez para los inversionistas institucionales sea mucho menor. Ello no obsta para que los inversionistas, en particular los individuales, inviertan en acciones con poca liquidez, pero ello es poco común en los inversionistas institucionales, que invierten a escala.

En cuanto al listado de acciones en las bolsas de valores, es de destacar que ninguna de las de América Latina tiene requerimientos de información sobre sostenibilidad de sus empresas, mucho menos de que sean responsables para poder listar. Algunas tienen requerimientos de buen gobierno corporativo y transparencia, inclusive hay un mercado separado en Sao Paulo para las empresas con excelencia en gobernanza corporativa. Ello no quiere decir que no haya empresas responsables, lo que quiere decir es que más difícil saberlo, como discutiremos más adelante.

En cuanto a la existencia de inversionistas interesados en la inversión responsable es muy difícil obtener evidencia directa, por ejemplo de la existencia de fondos de inversiones en valores responsables (si la tenemos en el caso de Brasil). Indirectamente podemos hacer algunas inferencias. La Tabla No.2 muestra el número de inversionistas institucionales y gestores de fondos signatarios de los Principios de Inversión Responsable. Podemos ver que los números no auguran mucho optimismo, salvo en el caso de Brasil. Ello no quiere decir que en los demás países no hay inversores y gestores responsables, que no sean signatarios, pero el caso sería sumamente extraño.

Países	Inversores	Gestores de activos	Empresas de servicios	Total
España	10	5	2	17
Brasil	16	19	11	46
México	0	1	0	1
Chile	0	0	0	0
Argentina	0	1	0	1
Perú	0	0	0	0
Colombia	0	0	1	1

Tabla no. 2: Signatarios de los Principios de Inversión Responsable

Fuente: UNEP PRI, 2011

En lo que se refiere a financiamiento responsable, como hemos comentado, las instituciones financieras no tienen obligaciones legales de considerar criterios ASG en sus decisiones de crédito. No obstante, muchas de estas instituciones lo hacen voluntariamente, como parte de sus procedimientos de análisis y mitigación de riesgos. Otras van un poco más allá y se “obligan voluntariamente” al suscribir los Principios del Ecuador para el financiamiento responsable. Estos principios constituyen “*un benchmark para determinar, evaluar y gestionar los riesgos sociales y ambientales en el financiamiento de proyectos*”.⁶

A mediados de 2011 habían 70 bancos signatarios en todo el mundo, de los cuales cuatro estaban en Brasil y uno en Argentina, en Colombia y en Uruguay, además de las filiales del Santander y del BBVA, que presumiblemente deben aplicarlas al ser las casas matrices signatarios de los Principios. Ante esta situación de pocas instituciones signatarias y de la aplicación de los Principios a proyectos con valor de más de US\$10 millones, es de esperar que sean muy pocas las empresas de América

⁶ Ver Equator Principles Association (s/f) www.equator-principles.com/

Latina que reciben presiones o incentivos por parte de las instituciones financieras. De nuevo, ello no obsta para que no haya otras instituciones financieras que apliquen criterios ASG en el financiamiento de empresas, pero es poco probable que tengan mucho impacto en sus prácticas responsables.

IV. Inversionistas institucionales, incluyendo fondos de pensiones

El grupo inversionista con mayor potencial para hacer inversiones responsables y estimular las prácticas en las empresas son los inversionistas institucionales, que incluyen a los fondos mutuales, fondos de inversión y los fondos de pensiones. La oferta de recursos financieros de estos grupos en los países de América Latina es muy grande, especialmente de los fondos de pensiones, que han ido creciendo rápidamente en los países en que existen administradores privados (AFPs o AFJPs, Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones). Este crecimiento fue estimulado por el ejemplo de Chile en los años ochenta que fue seguido mucho más tarde por países como México, Colombia, Argentina (que lo abandonó recientemente) y Perú. En el caso de Brasil, la mayoría de los recursos de los fondos de pensiones son fondos de trabajadores del sector público, gestionados de forma independiente del sistema de seguridad social.

Algunas instituciones de inversión en capital privado (Private equity), que invierten directamente en la empresa con el objeto de contribuir a su gestión (inversionistas activos), también aplican criterios de responsabilidad a sus inversiones en nuevos proyectos, en general de forma voluntaria. Sobre estos inversionistas no hay información en América Latina.

La Tabla No. 3 muestra la magnitud de los recursos disponibles para inversión en los países con mayores volúmenes. De nuevo, puede observarse como el caso de Brasil es muy superior al resto de los países, en particular en los fondos de inversión, que constituyen más del 85% del total de América Latina. Estos fondos en particular suelen tener pocas regulaciones en cuanto a su inversión, en comparación con los fondos de pensiones que tienen requisitos de liquidez, restricciones sectoriales y de países y obligaciones de inversiones en papeles públicos, entre otras que limitan su libertad de inversión. Muchos de estos fondos tienen un comportamiento “manada” y tienden a invertir en los mismos instrumentos. Los fondos de inversiones son los que más potencial tienen de hacer inversiones responsables ya que la totalidad de su cartera podría invertirse en

acciones o deuda de empresas (sujeto a las reglas de prudencia). Algunos fondos de pensiones suelen tener restricciones al total que puede invertirse en acciones y en deuda de empresas (Chile hasta el 80% de la cartera, Perú hasta el 30%), lo que reduce el monto de fondos disponibles para la inversión responsable.

Países	Fondos mutuales (miles de millones US\$)	Fondos de pensiones (miles de millones US\$)	Total (miles de millones US\$)
Brasil	865	314	1.179
México	92	115	200
Chile	37	125	162
Argentina	5	38	43
Perú	6	26	32
Colombia	31	51	82

Tabla No. 3: Magnitud de los inversionistas institucionales

Fuente: Base de datos de la FIAP (2011)

Ninguno de los fondos de pensiones tiene requerimientos legales de inversión responsable, por lo que si lo hacen es por política propia. Un ejemplo es el Fondo de Pensiones del Banco do Brasil, PREVI, el más grande del país y de América Latina, que voluntariamente usa criterios ESG y promueve su uso en otros fondos. A nivel de país, el Consejo Monetario Nacional ha emitido una circular por la que requiere a los fondos de pensiones reportar si usan o no criterios ASG, pero no tienen obligación de hacerlo, sólo de decir si usan o no estos criterios en sus decisiones..

Si los fondos de inversión invirtieran en empresas socialmente responsables no sólo ofrecerían la posibilidad de mayor liquidez en los valores de las empresas, sino que, por lo menos en teoría, podrían aumentar la demanda de estos valores y mejorar sus precios, contribuyendo a una reducción del costo de capital para la empresa. Adicionalmente, podrían ejercer su poder de votación en las asambleas de accionistas para exigir comportamientos responsables. Lamentablemente estas

condiciones no se están dando en América Latina y aun en los países desarrollados, el activismo accionarial todavía está teniendo éxitos muy limitados⁷. Pero el potencial existe para ser aprovechado al desarrollarse los mercados financieros los inversionistas institucionales y la apreciación por las prácticas responsables.

V. Calificación de empresas e índices de sostenibilidad

Otra parte importante del problema es la falta de información sobre las prácticas responsables de las empresas y para ello sólo analizamos un ejemplo. La Tabla No. 4 presenta el número de informes de sostenibilidad publicados en la base de datos del *Global Reporting Initiative*, GRI, para algunos países de América Latina. De nuevo, con la excepción de Brasil, son muy pocas las empresas que reportan públicamente sus actividades. Es posible que las empresas utilicen otros medios, y que los inversionistas interesados dispongan de acceso a otras fuentes de información. No obstante, los números son indicativos del poco progreso en este sentido.

Países	Informes 2010 de sostenibilidad GRI
España	169
Brasil	134
México	35
Chile	26
Perú	21
Argentina	18
Colombia	17

Tabla No. 4: Número de informes de sostenibilidad registrados con el GRI en 2010

Fuente: Base de datos del GRI (www.globalreporting.org)

⁷ De los proyectos de resolución introducidos por accionistas sobre la regulación de la remuneración de los directivos de las empresas en Estados Unidos, solo el 1.5% tuvo éxito. Posiblemente algunas empresas tomaron medidas voluntarias antes de la votación para impedir el éxito de las resoluciones.

Una fuente importante de información sobre las prácticas responsables de las empresas puede encontrarse en los servicios especializados que hacen análisis a fondo. En esta sección comentaremos solo dos, las agencias de calificación y los índices de sostenibilidad.

Las calificaciones suelen referirse a la **asignación de una calificación a la calidad de las prácticas responsables de una empresa**. En virtud de la multitud de posibles prácticas, se suelen seleccionar las que la calificadora considere más relevantes (laborales, ambientales, de gobernanza, derechos humanos, comunidad, etc..) y asignarles algún tipo de valoración o puntuación, para luego hacer una agregación para obtener la calificación global. Esta agregación puede ser a través de un promedio ponderado, donde los pesos pueden ser determinados estadísticamente, o bien subjetivamente. También puede ser un promedio simple cuando no se quiere entrar a opinar sobre la importancia relativa de las diferentes prácticas. Este último caso es el más común⁸.

Estas calificaciones de cada empresa suelen usarse para seleccionar empresa para su **inclusión en índices de los precios** de las acciones de las empresas seleccionadas. Los índices pueden usar diferentes métodos para la ponderación de los precios (valor de mercado, promedio simple, o cualquier otro). El proceso de selección de empresas para inclusión en el índice puede basarse en la selección de las mejores en general (*FTSE4Good*), de las mejores de cada sector (*Dow Jones Sustainability Index*) o en cualquier otro método (*BF&MBovespa ISE*). En general, estos índices son contruidos para ser usados como comparadores (*benchmarks*) del rendimiento bursátil del conjunto de empresas responsables, con el rendimiento de las carteras de los inversionistas responsables. También pueden usarse para construir una cartera o un fondo de inversiones responsables que los imire o los replique.

Cuando se usan con estos fines, los índices tratan de incluir empresas de tal manera que tengan representatividad (ya sea del universo de acciones cotizadas en un país, en el mundo, en sectores o aún por práctica responsable, como por ejemplo cambio climático)⁹. Obviamente que las calificaciones individuales también pueden usarse para construir un índice a la medida o bien

⁸ A mediados del 2011 se lanzaron varios esfuerzos por estandarizar los criterios de calificación. Ver Calificaciones (ratings) de sostenibilidad: Hacia una mayor transparencia en www.cumpetere.blogspot.com/2011/07/calificaciones-ratings-de.html

⁹ Para mayores detalles sobre los índices de sostenibilidad, ver el capítulo V.11 ¿Para qué sirven los índices de sostenibilidad? en mi libro *Mirada Crítica a la Responsabilidad Social de la empresa en Iberoamérica*, disponible en www.cumpetere.com.

solamente para determinar que empresas son consideradas dignas de pertenecer a los índices reputados.

La calificación de sostenibilidad se refiere a un agregado de la valoración de las prácticas responsables de **una empresa** (pero esto no debe llamarse índice de calificación). Los índices de sostenibilidad son agregados de los precios de las acciones de las empresas calificadas como dignas de entrar en el índice. En ambos casos, la información de base sobre la calificación de la empresa puede usarse como sustituto del análisis de los fondos para sus decisiones de inversión. En el caso de algunos índices, pueden además utilizarse para construir carteras de acciones de empresas responsables. En cualquier caso, antes de usar las calificaciones o los índices, es importante conocer las metodologías y supuestos utilizados, para contrastarlos con los deseados por los fondos de inversión.

En un reciente estudio se encontró que en mundo (sesgo anglo-sajón) hay 108 calificadoras de sostenibilidad¹⁰. En América Latina no conocemos ninguna y los muy pocos fondos de inversión que usan criterios ASG (la gran mayoría en Brasil) lo hacen usando sus propias calificaciones.

En términos de índices de sostenibilidad hay más de 50 en el mundo, la mayoría son índices especializados en sectores, de creación reciente, entre ellos los más numerosos son los dedicados a empresas de energía y cambio climático¹¹. Los índices generales más conocidos son los del Dow Jones Sustainability Index y la familia de los FTSE4Good (en varias bolsas del mundo). En América Latina solo hay un índice en operación, el de la Bolsa BM&FBovesta de Sao Paulo, creado en el año 2005. La Bolsa de México ha intentado sacar uno pero sin éxito (a julio de 2011), ya que el bajísimo número de empresas candidatas no permite conformar un índice representativo. La Bolsa de Madrid tiene un índice de sostenibilidad desde el año 2009, de la familia del FTSE4Good.

Como puede observarse de la discusión precedente, el apoyo informativo sobre sostenibilidad disponible a los fondos de inversión y de pensiones en América Latina es deficiente. Aunque quisieran invertir, les sería costoso en términos del costo de la información.

¹⁰ Ver el estudio *Rate the Raters* en www.sustainability.com/library/rate-the-raters-phase-four

¹¹ Ver World Federation of Exchanges (2009)

VI. El caso de Brasil

1. Introducción

El caso de Brasil es el más destacable en América Latina, como se desprende de la discusión precedente. El país con el mayor mercado financiero de la región, el país con la mayor producción (más del 60% del Producto Interno Bruto) el de mayor desarrollo del mercado de la sostenibilidad, el de mayor desarrollo, aunque muy incipiente, de la inversión socialmente responsable y el único con un índice de sostenibilidad bursátil.

Brasil es el país de América Latina donde mejor están dadas las condiciones para el desarrollo de la inversión y financiamiento socialmente responsable. Aunque Chile tiene un mayor desarrollo relativo de los fondos de pensiones, el mercado empresarial es relativamente pequeño. De allí que nos concentraremos en el caso de Brasil.

2. El índice de sostenibilidad y el mercado de la ISR en Brasil¹²

El índice de sostenibilidad ISE de BM&FBovespa (Bolsa de Sao Paulo) fue creado a finales del 2005 con el propósito de estimular el desarrollo del mercado de capitales, atraer inversiones, y en particular desarrollar el mercado de la ISR. Para la edición 2011 del índice se invitaron a participar a 188 de las acciones (algunas empresas tienen varios tipos de acciones) de entre las que tienen mayor liquidez bursátil, ya que el objetivo es construir un índice que pueda usarse como indicador del rendimiento de una cartera de empresas responsables que transen continuamente en la bolsa. Un total de 54 empresas respondieron a la invitación, de las cuales las 38 consideradas más responsables fueron seleccionadas para integrar el índice (las dos empresas más grandes de Brasil que tienen el 22% de la capitalización de la bolsa no participan, una porque no fue invitada y la otra porque no tiene interés). Las empresas incluidas representan el 30% de la capitalización de la Bolsa. El índice es resultado de un extenso análisis de la sostenibilidad de las empresas (respuestas e información de apoyo a extensos cuestionarios de casi 180 preguntas, clasificadas en más de 70 indicadores, sobre

¹² Esta sección está basada en una extensa evaluación del impacto del índice de sostenibilidad ISE de la Bolsa de Sao Paulo, BM&FBovespa, que llevó a cabo el suscrito para la Corporación Financiera Internacional. Ver el resumen disponible al público en Vives (2010).

siete temas de ASG, incluyendo, en esta edición, cambio climático) y como tal constituye una valiosa fuente de información para los inversionistas. El mismo hecho de participar en el intenso proceso ya es indicador de responsabilidad.

La ISR comenzó en Brasil en el año 2001 con la creación del Fondo Ético de ABN-AMBRO. Posteriormente, con la creación del índice se crearon ocho fondos más. No obstante, estos ocho fondos no han crecido mucho y representan sólo el 30% del total de fondos ISR, los que existían antes de la creación del índice representan el 70%. El índice contribuyó a aumentar el número de fondos, pero no tanto el volumen de recursos que captan esos nuevos fondos.

A finales del 2010, los fondos de Sostenibilidad y Gobernanza tenían US\$1.070 millones en inversiones y constituían el 1.03% de los fondos en acciones y 0.84% de la capitalización de la Bolsa de Sao Paulo. Aun con el relativo grado de desarrollo, constituyen una ínfima parte de las inversiones bursátiles.

3. Impacto sobre los mercados financieros

Los fondos ISR usan criterios ESG pero no lo hacen de manera uniforme, cada uno lo hace a su manera. Algunos usan el índice de sostenibilidad ISE como marco general de referencia y contraste de resultados. Algunos incluyen empresas que no están en el índice y no tienen empresas que sí lo están. No todas las empresas de los fondos serían calificadas como responsables con la metodología del índice ISE. Aun cuando pretenden ser fondos ISR, tienen otros criterios para la inclusión, por ejemplo, incluir las empresas de gran tamaño que no están en el índice e incluir empresas que tienen potencial de rentabilidad. Lo único que es consistente es de que tratan de no incluir empresas flagrantemente irresponsables.

Ninguno de los fondos usa la rentabilidad del índice como indicador para evaluar su propia rentabilidad y no hay ningún fondo creado para replicar el índice. Tampoco ha estimulado la atracción de capitales extranjeros en busca de inversiones responsables en países emergentes. En este sentido el índice no ha cumplido muchas de sus expectativas.

Adicionalmente, no se ha podido demostrar de forma convincente (ni en Brasil ni en un ningún otro país, salvo circunstancialmente) que las prácticas responsables mejoran el rendimiento de las acciones en la bolsa. Por otra parte, hay poco interés del público inversor (con algunas excepciones), de los gestores y de los analistas financieros en la promoción de la ISR. A pesar de todo el interés, en Brasil hay una actitud relativamente pasiva (con excepción de algunos fondos de pensiones ya mencionados).

Aun a pesar del intenso escrutinio que pasan las empresas para entrar en el índice y que este es dirigido por la misma Bolsa de Sao Paulo, ésta no tiene requisitos de información sobre sostenibilidad para las empresas que quieran cotizar. Esto no es inusual, es lamentablemente la práctica en la gran mayoría de las bolsas de valores¹³.

4. Impacto sobre las prácticas responsables

Todavía está pendiente de demostrar el impacto directo de la ISR en las prácticas responsables de la empresa, o sea si los mercados financieros tienen algún efecto sobre las prácticas de las empresas. El estudio citado en la nota al pie no encontró ninguno. Muchas de las empresas sí tenían expectativas de impacto sobre los resultados (mejores precios, mayor liquidez, más mercado), sin embargo estas expectativas no se cumplen. Parece ser que el mercado todavía no tiene los mecanismos para transmitir las prácticas en más interés ni viceversa.

No obstante, el estudio sí demostró que el **proceso de participación en el índice**, que es una parte del mercado ISR, tuvo un impacto apreciable. El hecho de llenar los cuestionarios les sirvió de guía a las empresas que tenían interés en identificar y mejorar sus políticas, estrategias y prácticas. La necesidad de aportar información de respaldo a las respuestas contribuyó a mejorar los sistemas de información. Las discusiones con los gestores del índice (El Centro de Estudios de la Sostenibilidad de la Fundación Getulio Vargas) contribuyeron a tener una mejor apreciación de la importancia de algunas prácticas. El temor a ser eliminado del índice también motivaba a las empresas, aunque no

¹³ Se han hecho muchas recomendaciones en este sentido. Para las más recientes ver el reporte “*Sustainable Stock Exchanges: Real obstacles, real opportunities?*”, producido por Responsible Research.

www.responsible-research.com/Responsible_Research_Sustainable_Stock_Exchanges_2010.pdf

Adicionalmente un estudio reciente demuestra que la obligación de reportar mejora la responsabilidad de las empresas, **bajo ciertas condiciones**. Ver mi análisis de los resultados de este estudio en

www.cumpetere.blogspot.com/2011/05/obligatoriedad-del-reporte-de.html

se puede demostrar que ese hecho tuviera impacto sobre los rendimientos de la empresa, solo un impacto menor sobre la reputación, que se recuperaba rápidamente si la empresa era percibida como responsable. Sin embargo, entrar en el índice sí tenía impacto reputacional, dependiendo de la utilización que hacía la empresa de esta información. Todo este proceso resulta de mucha ayuda a las unidades internas a la empresa que promueven la RSE ya que les da mejores argumentos y guías para obtener apoyos y promover las prácticas responsables.

VII. ¿Es posible la inversión y financiamiento responsable en América Latina?

1. Conclusiones

De la discusión precedente se puede deducir que, en los actuales momentos, es sumamente difícil que se desarrolle la inversión y el financiamiento responsable en América Latina. En lo que se refiere a la inversión, el número de acciones que cotizan en bolsa y que tienen liquidez es limitado. Aun cuando no hemos podido analizar el número de empresas responsables que puedan cumplir con las condiciones normalmente requeridas por los fondos de inversión y de pensiones, también parece que son limitadas. Si en la Bolsa de Sao Paulo, con mucho la más grande de América Latina difícilmente se encuentran 40 empresas de un total de más de 370 que cotizan, es de esperar que en las bolsas más pequeñas hayan muchas menos. Adicionalmente, la información que proporcionan las empresas también es limitada. En lo que se refiere a la demanda, si bien parece que hubiera recursos financieros disponibles en los fondos de inversión y de pensiones, el caso de Brasil, país con más desarrollo en temas de sostenibilidad de América Latina, también ilustra el limitado interés por parte de los participantes en los mercados financieros en las inversiones responsables. Y aunque no lo hemos cubierto en detalle, el desarrollo institucional y legal para fomentar la inversión responsable es también muy limitado. Ante esta situación es posible que los inversionistas interesados en ISR prefieran la adquisición de participaciones en fondos de inversión en el exterior, donde hay más liquidez, más posibilidades de diversificación, mayor transparencia y mayor desarrollo institucional y legal.

En cuanto al financiamiento responsable a través de instituciones financieras, la situación tampoco es muy halagüeña ya que parecen ser pocas las instituciones que tienen alguna preocupación por ello. No obstante, el mercado es mucho mayor ya que todas las empresas, en principio, podrían ser

objeto de interés, no solo las que cotizan en bolsa. Por ahora esta práctica parece estar limitada a grandes proyectos de proyección internacional. No obstante, las limitaciones para que ocurra son mucho menores y dependen en gran medida de que las instituciones financieras demanden el comportamiento responsable como condición para el otorgamiento del crédito, o por lo menos, la adopción y mejora en esas prácticas como parte del financiamiento. Es la responsabilidad de estas instituciones financieras el exigir prácticas responsables. La disponibilidad de información es un obstáculo menor ya que la empresa suele tener que entregarla a la institución financiera para que haga el análisis correspondiente de riesgos. Pero aun así es de esperar que el financiamiento responsable siga siendo un nicho menor del mercado.

2. Recomendaciones

A pesar de las conclusiones relativamente pesimistas descritas arriba, es posible, en el mediano y largo plazo desarrollar el mercado de la inversión y financiamiento responsables en América Latina, pero ello requiere de importantes desarrollos institucionales y legales¹⁴.

Las principales recomendaciones que surgen de la discusión precedente son las siguientes:

- **Fomentar las condiciones para la operación de la empresa privada.** Aunque esto es obviamente necesario, vale la pena recalcar su importancia. El entorno de negocios debe ser conducente a la operatoria de la empresa. Y con esto no queremos decir que se le deben dar apoyos especiales, esto sería contrario al estímulo de prácticas responsables, sería la continua dependencia del estado, del rentismo y clientelismo. Se deben eliminar los obstáculos burocráticos a la operación y mantener el mínimo de regulaciones para evitar la irresponsabilidad. Por supuesto, la estabilidad política y económica es fundamental para el desarrollo de las inversiones y aun más de las responsables.
- **Fomentar prácticas responsables en las empresas.** El círculo virtuoso de la ISR que estimulan prácticas responsables, que luego permiten la ISR, solo puede empezar con la existencia de empresas responsables. Los inversionistas, con pocas excepciones, esperan encontrar las empresas responsables, es un tema de oferta. Para ello los gobiernos deben

¹⁴ Para un estudio sobre las medidas para promover la ISR en países desarrollados ver World Economic Forum (2011).

tener políticas de estímulo, no de subsidio, a las prácticas responsables, apoyadas por las organizaciones empresariales y de la sociedad civil y el mundo académico.

- **Exigir la diseminación de información de las empresas y de las instituciones financieras sobre sus políticas y prácticas responsables.** El suministro de esta información por parte de las empresas facilita el proceso y la obligación de reportar políticas y prácticas por parte de los inversionistas institucionales y las instituciones financieras permite a la sociedad actuar en consecuencia, favoreciéndolas o negándoles sus negocios según sea el caso.
- **Facilitar la cotización en Bolsa.** En la mayoría de los países, la cotización en bolsa, por sus elevados costos de transacción está limitada a las grandes empresas. Es posible facilitar el proceso para empresas de menores tamaños, que así tendrían que someterse a la disciplina del mercado, con la posibilidad de mejorar su acceso a los mercados financieros y de capitales para financiar su crecimiento. No se trata de rebajar los estándares de listado, pero sí de eliminar obstáculos.
- **Educar a los analistas financieros y a los inversionistas institucionales.** Si alguien tiene el sesgo marcado de la maximización de beneficios y poco aprecio por los temas de sostenibilidad son los analistas financieros y los inversionistas institucionales. Adicionalmente tienen la percepción de que invertir en una empresa responsable se hace a costa de sacrificar rendimientos. Si bien está por demostrar convincentemente que las empresas responsables logran mayores rendimientos, son muy pocos los casos en que se ha demostrado que obtienen menores rendimientos. El consenso en los estudios estadísticos sobre la relación entre el rendimiento y la responsabilidad es que a lo mejor no mejoran la rentabilidad, pero no la reducen, pero que si pueden contribuir a una sociedad más sostenible. Los analistas financieros y los inversionistas institucionales necesitan estar más expuestos a este debate y actuar con conocimiento, no en base a sesgos o prejuicios.
- **Fomentar instituciones intermediarias de información, regulación y control.** El mecanismo de transmisión de prácticas responsables en mejores rendimientos, que hemos comentado que no funciona en América Latina, requiere de la existencia de información y de confianza. Para ello es importante la diseminación de información confiable, independiente, y del funcionamiento efectivo de organismos de regulación y control de la información y del proceso de inversión y financiamiento, que no pongan obstáculos y eliminen los existentes.

- **Fomentar regulaciones “light”.** Las instituciones de regulación y control deben fomentar las prácticas responsables en las empresas y en los inversionistas e instituciones financieras a través de persuasión y requerimientos de disseminación de información y favorecer la actuación de los mercados. No se trata de hacer obligatorias las prácticas responsables, más allá de lo tradicionalmente exigido por las leyes nacionales y los estándares internacionales, de lo contrario las empresas se limitar a cumplir al pie de la letra y se desaprovecharan las oportunidades de ir mas allá de los requisitos mínimos. Tampoco se debe exigir el financiamiento y la inversión responsable porque sí, por ejemplo a través de cuotas en las instituciones financieras. Se debe fomentar a través de requisitos de información, eliminación de obstáculos y educación del inversionista.
- **Fomentar el desarrollo del mercado de la responsabilidad.** Aunque esto también pueda parecer obvio, es importante recalcarlo. Como hemos mencionado, el mecanismo de transmisión de prácticas responsables a competitividad empresarial funciona muy poco en América Latina. Ello se debe en gran parte a que los Stakeholders no pueden o no quieren cumplir su papel en el proceso. Ya sea porque los consumidores no están informados, porque la sociedad civil no está desarrollada o no es activa en estos aspectos, porque los trabajadores y directivos están más preocupados por la supervivencia, porque los medios no se preocupan, etc. El estado y la misma sociedad civil deben estimular el desarrollo del mercado de la responsabilidad, donde las acciones responsables son apreciadas y recompensadas y las irresponsables con castigadas.

Aun cuando el análisis precedente muestra que es muy difícil el financiamiento y la inversión responsable en América Latina en el corto plazo, se deben crear las condiciones para su desarrollo en el mediano y largo plazo en virtud de los beneficios que puede aportar a la sociedad a través del fomento de la responsabilidad en las empresas.

Esto no quiere decir que la inversión en empresas responsables de América Latina no sea posible. De hecho hay muchos fondos internacionales de inversión socialmente responsable que diversifican sus carteras invirtiendo en empresas sostenibles de la región. Lo que este capítulo ha tratado de demostrar es que es difícil, en los actuales momentos, desarrollar una industria de inversión socialmente responsable a nivel de cada país, aunque si sería mas factible hacerlo a nivel de la región como un todo, en función de lo que permita la integración de los mercados de capitales.

Bibliografía

EMDG y EIRIS, 2009, *Emerging Markets Investor: Survey Report: An analysis of responsible investment in emerging markets*. Junio. www.eiris.org/files/research%20publications/emdpinvestorsurveyjune09.pdf

EQUATOR PRINCIPLES ASSOCIATION, a/f, *Equator Principles*, International Finance Corporation, Washington. www.equator-principles.com/

FEDERACIÓN INTERNACIONAL DE ADMINISTRADORES DE FONDOS DE PENSIONES, 2011, Informes Trimestrales, FIAP, Santiago, www.fiap.cl/prontus_fiap/site/edic/base/port/trimestral.html

GLOBAL REPORTING INITIATIVE, 2011, *GRI Report List, 1999-2011*, GRI, Amsterdam,. www.globalreporting.org/ReportServices/GRIReportsList/

OBSERVATORI DE LES FINANCES ETIQUES, 2010, *Análisis cualitativo de los Fondos de Inversión Socialmente Responsables comercializados en España*, Barcelona. www.fets.org

UNEP FINANCE INITIATIVE, 2006, *Principles of Responsible Investment*, London, www.unpri.org/principles/

UNEP FINANCE INITIATIVE, 2009, *Fiduciary responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*. www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciaryII.pdf

VIVES, Antonio, 2011a, *Mirada Crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, Cumpetere, Washington. Disponible en www.cumpetere.com

VIVES, Antonio, 2011b, *La Responsabilidad Social de la Empresa en América Latina: Manual de Gestión*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, www.fomin.org. Disponible en www.cumpetere.com

VIVES, Antonio, 2010, *BM&FBOVESPA Sustainability Index & the Responsible Practices of Brazilian Corporations*, Issue Brief, International Finance Corporation, Washington.

[www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/fly_BovespaBrief/\\$FILE/fly_BovespaBrief.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/fly_BovespaBrief/$FILE/fly_BovespaBrief.pdf)

WORLD ECONOMIC FORUM, 2011, *Accelerating the Transition towards Sustainable Investing Strategic Options for Investors, Corporations and other Key Stakeholders*, Ginebra.

www3.weforum.org/docs/WEF_IV_AcceleratingSustainableInvesting_Report_2011.pdf

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, 2011, *WEF Database*, Paris, www.world-exchanges.org/statistics

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, 2009, *Exchanges and Sustainable Investment*, Paris.

www.world-exchanges.org/sustainability/WFE-ESG.pdf