
Inversiones de los sistemas de pensiones, responsabilidad fiduciaria y social

El artículo parte del análisis de los deberes de lealtad y profesionalidad de los gestores de los sistemas de pensiones y de la normativa, aunque prevé que las entidades pueden también atender a las prioridades sociales, ambientales y de gobierno corporativo de sus miembros y de la sociedad. La inversión socialmente responsable (ISR) es la formulación práctica que muchos sistemas de pensiones están adoptando para llevarlo a cabo. La inversión en infraestructuras es la forma de inversión real más común ahora dentro de las necesidades financieras de los sistemas de pensiones. Finalmente se abordan diversos casos de actuaciones respecto a las inversiones en la crisis financiera, marco en el que se sitúa la demanda en Euskadi para que financien el circulante de las pymes.

Pentsio-sistemak eta araudia kudeatzen duten langileen leialtasuna eta profesionaltasuna aztertzen hasten da artikulua, baina, aldi berean, aurreikusten du erakundeak kideen nahiz gizartearen lehentasun sozialei, ingurumeneko lehentasunei eta gobernu korporatiboen lehentasunei ere erreparatzeko gai izango direla. Gizartearekiko inbertsio arduratsua delako formulazio praktikoa aukeratu dute pentsio-sistema askok hori guztia betetzeko. Azpiegituretako inbertsioa da inbertsio-modu erreal arruntena gaur egun, pentsio-sistemen premia finantzarioen artean. Bukatzeko, finantza-krisiaren garaian egindako jarduera batzuen kasuak azalduko ditugu, testuinguru horretan kokatzen baita, hain zuzen, Euskadiko eskaria ETEen zirkulatzailea finantzatzeko.

The article begins with a review of the loyalty and expertness principles and the regulation of the fiduciary duty. It states that the pension systems can take into account the environmental, social and governance values of the members and the society, at large. The social responsible investment (SRI) is the practical way of implementing this. The investment in infrastructure is the most common way to invest in the real economy within the financial requirements of the schemes. Finally there is an overview of the initiatives in the financial crisis affecting the investments and the demands in the Basque country to fund the working capital of the SMEs companies.

Índice

1. Introducción
2. La responsabilidad fiduciaria
3. La inversión socialmente responsable: objetivos y políticas
4. Las inversiones en infraestructuras
5. Las demandas en la crisis. La financiación de las pymes

Referencias bibliográficas

Anexo: Ejemplos y definiciones de inversiones temáticas ambientales y sociales

Palabras clave: Deber fiduciario, ISR, infraestructuras, crisis, financiación de pymes.

Keywords: Fiduciary duty, SRI, infrastructures, crisis, funding the SMEs companies.

Nº de clasificación JEL: G23, G38, H55.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos tiempos se están planteando a los sistemas de pensiones capitalizados otros objetivos diferentes a los estrictamente financieros ligados a la óptima administración de sus fondos y al pago de sus pensiones.

En este artículo analizaremos el marco normativo y conceptual en el que se mueven las pensiones complementarias a la hora de definir sus prioridades y los planteamientos más comunes de naturaleza extrafinanciera.

Entre esas nuevas líneas o demandas, destacamos tres: las recientes exigencias de la patronal vasca de financiación de las empresas locales; lo que se ha venido a denominar la «Inversión Socialmente Responsable (ISR)»; y finalmente las propuestas de gobiernos y empresas para invertir en infraestructuras ante la falta de financiación bancaria y las limitaciones de los poderes públicos. En realidad la primera y la última de las demandas están muy vinculadas a la situación de crisis económica, mientras que la segunda proviene de la reciente evolución de unas antiguas aspiraciones éticas, sociales y medioambientales en el ámbito de las inversiones.

2. LA RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA

2.1. El marco, evolución normativa y su evolución

Las personas pueden gestionar sus ahorros propios con total libertad siguiendo sus criterios personales. La cuestión es diferente, en cuanto a las reglas y límites, cuando se gestiona el dinero de otros. En términos legales, los gestores tienen un deber de gestión «fiduciaria» por el que deben actuar de manera prudente y profesional, en favor de sus asociados.

El marco normativo vasco en este ámbito viene definido por el Decreto de Actividades de 2007 que establece que los fondos de las EPSV se invertirán únicamente en interés de sus socios ordinarios y beneficiarios. Por si eso no estuviera suficientemente claro, también establece que en caso de posible conflicto de intereses la entidad concernida velará por que la inversión se realice velando únicamente por el interés de las personas asociadas.

La referencia al conflicto de interés parece referirse a los intereses de los gestores externos y del sistema de pensiones, pero lo cierto es que está redactado de tal manera que también puede tener otras implicaciones.

Respecto a las reglas generales, también establece que los activos de las EPSV se invertirán mayoritariamente en mercados regulados y que los criterios a seguir por las EPSV en la ejecución de las inversiones serán los de seguridad, rentabilidad, liquidez, diversificación, dispersión, congruencia monetaria y de plazos adecuados a sus finalidades.

Se interpreta, por tanto, que los sistemas de pensiones no deben aceptar restricciones que afecten negativamente al perfil de riesgo-rentabilidad del conjunto de su cartera sin una razón suficiente. Así, una de las cuestiones clave que se plantea la inversión responsable es si puede tener en cuenta la información y criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (en adelante, ASG) en la política de inversiones. La interpretación inicial fue afirmativa en principio, siempre que dicha información fuera relevante y que añadiera valor para los beneficiarios. Incluso, esta información debe tenerse en cuenta, y eso creemos que es totalmente válido hoy en día, si contribuye a la mejora de esa relación riesgo-rentabilidad de la cartera.

Tras el Decreto de 2007 citado, la Ley de EPSV de 2012 ha establecido, siguiendo la tendencia general, que la Junta de gobierno, en su declaración de principios de inversión, deberá incluir la política sobre inversiones socialmente responsables (ISR, en adelante) o las razones de su ausencia.

En última instancia el interés único es el de los asociados, aunque puede existir, e incluso se alienta (al exigir las razones de su ausencia), a que haya una ISR. La cuestión es ver cómo se compatibilizan estas cuestiones para también apreciar sus límites y posibilidades de actuación.

En este proceso de cambio fue de importancia clave el «Informe Freshfield» publicado a finales de 2005 con el título «*A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*». En él se describe la responsabilidad fiduciaria de los inversores institucionales tanto en los países de «ley común» (básicamente los anglosajones), como en los de «ley civil» (como España, Italia o Francia).

En ambas tradiciones la legislación y la jurisprudencia dejan espacio a los inversores institucionales y a los gestores de patrimonios para aplicar criterios ASG. Así el Informe dice:

«El deber de actuar en el interés de los beneficiarios significa que no deberían tomarse decisiones de inversión basadas exclusivamente en el interés del gestor o para cumplir con las visiones personales de éste. Sin embargo, un gestor puede integrar consideraciones ASG en las decisiones de inversión para cumplir con las visiones de los beneficiarios en relación con temas que van más allá del rendimiento financiero. Así, los jueces en el Reino Unido han reconocido que las entidades caritativas están en su derecho de excluir inversiones que están en conflicto con sus valores y que el concepto del «mejor interés» de los beneficiarios, bajo un sistema de pensiones ordinario, puede ampliarse más allá de los intereses financieros para incluir su «visión sobre temas morales o sociales». En términos parecidos, la normativa norteamericana permite que se excluyan inversiones cuando lo consientan los beneficiarios».

Precisamente en el marco de la crisis, se ha reprochado a los inversores institucionales su falta de control sobre sus inversiones que, sobre todo en el ámbito financiero, han permitido que los directivos de grandes empresas hayan asumido riesgos excesivos e indebidos vinculándolos en muchos casos a retribuciones desorbitadas y muy perjudiciales para los intereses de los accionistas.

Así, en lo que se considera el mayor precedente para la futura normativa europea, en julio de 2010, el *Financial Reporting Council* (FRC) británico publicó el *UK Stewardship Code*, o Código británico de administración delegada. Este código tiene como finalidad reforzar la calidad de las relaciones entre los inversores institucionales y las empresas para mejorar los resultados a largo plazo de los accionistas y el ejercicio eficiente de las responsabilidades de administración en las empresas. El código expone una serie de buenas prácticas que deben presidir en la implicación de los inversores con las empresas en las que invierten y respecto a las cuales los inversores institucionales deberían aplicar el principio de «cumplir o explicar».

Sudáfrica ha promulgado principios a aplicar por las gestoras de inversiones a la hora de invertir en determinados activos. Incluye un mandato para que los inversores «antes de hacer una inversión o cuando ya está en la cartera, valoren cualquier factor que pueda afectar de forma relevante a los resultados a largo plazo sostenibles de esa inversión, incluyendo los de carácter ambiental, social o de gobierno corpora-

tivo». Esta norma deja claros los deberes de prudencia y de imparcialidad, al incluir la adecuada valoración de estos temas (Hawley *et al.*, 2011).

Aunque la formulación de los deberes fiduciarios desde la perspectiva financiera varía entre jurisdicciones, los principales conceptos son estables. A los representantes fiduciarios normalmente se les exige que realicen sus funciones:

- a) En interés exclusivo de los participantes y beneficiarios.
- b) Con el objetivo exclusivo de satisfacer prestaciones.
- c) Con imparcialidad, teniendo en cuenta los diferentes intereses de los diferentes grupos de participantes y beneficiarios.
- d) Con el cuidado, aptitud y prudencia ejercido por gestores similares, incluyendo la diversificación de los activos.
- e) Incurriendo sólo en los costes que sean apropiados y razonables.
- f) De acuerdo con las leyes y textos básicos del sistema.

Es lo que Maatman (2004) califica como los principios de lealtad, cuidado o prudencia, imparcialidad y profesionalidad. Sin embargo, la hipótesis de que el riesgo sólo se puede gestionar mediante la diversificación se ha demostrado errónea en la reciente crisis económica. Así por ejemplo, los inversores no pueden evitar los riesgos asociados al cambio climático mediante la diversificación entre tipos de activos. Por tanto, deben en su lugar buscar la diversificación a través de otras fuentes de riesgo y teniendo en cuenta los problemas globales (Mercer Consulting, 2011).

También se ha desarrollado la tesis del «propietario universal», por la que los sistemas de pensiones, al diversificar enormemente sus inversiones, son, de hecho, propietarios de una pequeña parte de la riqueza del mundo. Por ello, no pueden ser indiferentes ni ante las externalidades, que benefician a unas empresas pero perjudican a otras, ni ante la evolución futura del mundo a largo plazo.

Así, en un marco evolutivo normal (hubo tiempos en los que no se consideraba del todo razonable invertir en bolsa), hoy en día se considera que es plenamente acorde con la legalidad y con las responsabilidades de los representantes y gestores delegados respetar las siguientes reglas de conducta:

- Tener en cuenta las creencias y convicciones de los asociados en un sentido amplio.
- Controlar (mejor) el buen gobierno de las empresas y sus políticas de solvencia y sostenibilidad ambiental y social a largo plazo.
- Considerar que si la información ASG es financieramente relevante, debe ser tenida en cuenta en materia de inversiones.

Se han realizado numerosos estudios en el ámbito de la rentabilidad de la ASG que encuentran una correlación positiva entre dicha información ASG y los resultados financieros, aunque ello no sea automático sino que depende de la relevancia financiera que tenga esa información, de las estrategias de aplicación de la ISR seguidas y de la valoración correcta, o no, por parte del mercado.

2.2. La aceptación social de los sistemas de pensiones capitalizados

Además de estas consideraciones relativas a los efectos sobre el binomio riesgo-rentabilidad, está la cuestión de la «aceptación social» de los sistemas de pensiones capitalizados. En esta línea, los sistemas de pensiones reciben una autorización o una licencia social para gestionar pensiones. Esta actividad se desarrolla en un marco especial por el tipo de actividad, la recepción de fondos de los ciudadanos, la fiscalidad, etc. Esta «licencia para operar» sólo es posible si los sistemas de pensiones mantienen su reputación y, en ese sentido, si no se excluyen ellos mismos del debate social o de sus efectos (VB 2007, *Future has arrived*).

Los sistemas de pensiones capitalizados, en la medida en que reciben ese permiso especial o licencia y tienen notoriedad (esto afecta menos a los sistemas de empresa, que son más discretos), dado que, por otro lado, administran millones de euros cautivos (cuya propiedad está diluida) y reciben un buen tratamiento fiscal, por toda esa situación especial, pueden recibir presiones que incluso pongan en cuestión su continuidad.

En este sentido, aún cuando el principio de lealtad limita su margen para tener en cuenta otros intereses diferentes a los de sus asociados, tienen también la presión social para participar en los grandes retos de nuestra sociedad y tener en cuenta sus intereses. De esta forma, los diferentes grupos sociales o empresariales hacen valer sus intereses o necesidades ante los sistemas de pensiones.

Además existe una percepción general de que el ahorrador, sobre todo institucional y profesional, está explotando al prestamista, sobre todo en unas sociedades muy endeudadas y en crisis económica. Si, además, estos sistemas protegen a colectivos considerados «privilegiados» como funcionarios, sectores oligopolísticos, energéticos o financieros, entonces la presión puede ser enorme.

A todo ello hay que añadir que las presiones suelen ser concretas e inmediatas, ante una propiedad que está diluida y es poco sentida como tal por tratarse de unos derechos diferidos, y un entorno político que tiende a apoyar estas demandas de «solidaridad».

Por ello, los sistemas de pensiones deben ser proactivos para controlar, o por lo menos, para poder contrarrestar estas presiones y demandas de los diferentes grupos sociales. Por ello, deben valorar y tener en cuenta las necesidades generales de sus trabajadores, de sus sociedades y, en general, del mundo, sobre todo en los países en desarrollo.

Por ejemplo, en el caso de las violaciones de derechos humanos y laborales, no cabe duda de que son responsabilidad de los que las cometen, referidos normalmente a las empresas pero también a los gobiernos, que tienen el deber de prevenirlos, reprimirlos y castigarlos. Sin embargo, es inevitable que el accionista, sobre todo si es significativo, sea percibido como un colaborador o consentidor.

La realidad nos muestra que la defensa de los derechos humanos básicos está ampliamente asumida por los propios ahorradores occidentales¹, que los sistemas de pensiones gozan de entornos institucionales favorables y que existe un duro escrutinio público sobre sus inversiones. Todo ello está llevando a los sistemas de pensiones a una actividad expresa y comunicable en este campo de la responsabilidad social en su actividad inversora, que va más allá de la exigida por el marco legal.

3. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE: OBJETIVOS Y POLÍTICAS

La ISR consiste en introducir la valoración de aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) en la gestión de las inversiones, básicamente por parte de los inversores institucionales como son las EPSV, los fondos de pensiones, las mutualidades o las instituciones financieras en general.

Todo ello sin olvidar que el objetivo principal de la política de inversión de las entidades de previsión social es la de alcanzar la rentabilidad necesaria para obtener unas prestaciones de jubilación acorde con las expectativas. Por ello, en su formalización más moderna y general no se incluyen tanto los criterios éticos o moralistas, salvo las claras cuestiones reputacionales o de sensibilidad social general. Así, se trata de incluir en el análisis aquellos aspectos ASG que implican riesgos y oportunidades en relación con las empresas y entidades en las que se invierte. En definitiva, se trata de obtener una visión rica a largo plazo y sistémica, la única que puede dar una idea de la complejidad que rodea la vida de las empresas, y de nuestra sociedad en general, y que, obviamente, va más allá de las valoraciones financieras.

Visto desde el punto de vista profesional, hoy en día se dispone de información relevante ASG de las empresas y sectores, de calidad creciente y a precios razonables, que enriquece la toma de decisiones financieras. También las crecientes actividades de diálogo e implicación con las empresas mejoran su conocimiento, cuando no también su gestión. Por todo ello, abordar la ISR hoy tiene ya un componente evidente de buena gestión profesional de las inversiones, a añadir a las motivaciones originales de índole social y ambiental o a las puras comerciales de satisfacer estas

¹ Según estadísticas holandesas, más del 95% de los ahorradores están a favor de una política activa en contra del trabajo infantil y cerca del 90% defienden que sus sistemas de pensiones tengan en cuenta los derechos humanos en sus inversiones o excluyan las áreas controvertidas.

demandas de los clientes inversores institucionales (o inducidas por la normativa desde el año 2012).

A la hora de poner en marcha esta política ISR, tenemos tres campos: los objetivos, sus estrategias y su puesta en práctica. Esta última se refiere a la asignación de papeles y responsabilidades, las especificidades respecto a los diferentes tipos de activos, los mecanismos de evaluación y revisión y, finalmente, la comunicación de esta actividad. Sin embargo, este campo, más práctico, supera el ámbito de este artículo, en el que nos ceñiremos a los dos primeros, los objetivos y las estrategias.

3.1. Los objetivos

En 2006 se alcanzó una formulación completa de los aspectos que se abarcan desde una política de inversión responsable. Así, se acuñaron tanto los términos relativos a los diferentes aspectos de la ASG, como a la política sobre ellos, que es la ISR, o simplemente, IR.

Ahora bien, es necesario concretar los objetivos que se persiguen y los requisitos dentro de esas áreas ASG. En definitiva, se trata de tener criterios, que a partir de la información ASG, nos permitan adoptar decisiones y convertirlas en operacionales. También en este campo de la definición de objetivos se han ido construyendo consensos y se han establecido referencias comunes.

En los ámbitos sociales y medioambientales, los principios del Pacto mundial, los Principios directores para las empresas multinacionales de la OCDE y los Principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos de la ONU, son referencias que se pueden considerar bastante completas. Abarcan los temas relativos a derechos humanos y laborales, medioambiente, corrupción, protección del consumidor, etc. Por otro lado extienden su ámbito a evitar la complicidad en la violación de estos derechos, lo cual implica que abarcan también a la cadena de suministro.

En otros casos se hace referencia a los Principios responsables de inversión de la ONU (UN PRI). Sin embargo, el UN PRI es más un «marco de colaboración» que unos objetivos en sí mismos.

En cuanto al gobierno corporativo, existe una experiencia y práctica aún mayor, liderada por los países anglosajones. Así, tanto los códigos nacionales como los principios y las recomendaciones de las asociaciones de inversores institucionales en esta materia, son una referencia inigualable.

Estas referencias y prácticas internacionales también son bien conocidas por las empresas, al menos las de cierto tamaño y que cotizan en los mercados financieros, por lo que su exigencia por parte del inversor no puede ser tomada hoy en día como una mera extravagancia o una toma de posición ideológica radical.

Además de estos objetivos más «normales», pueden estar aquellos más específicos de la entidad o del colectivo que protege. Por la vía del ejemplo, empieza a extenderse el que colectivos sanitarios opinen públicamente sobre las inversiones en el ámbito tabaquero, que los funcionarios controlen las subcontrataciones de servicios públicos o que los fondos propios de los sindicatos sean muy reticentes a la actividades agresivas de algunas inversiones de capital riesgo.

3.2. Las estrategias

Una vez que la entidad ha establecido sus objetivos ASG en su política de inversiones, es preciso analizar cuáles son las opciones de ejecución.

En un primer grupo tenemos la aplicación de un filtro de «exclusión» negativa (las inversiones que se quieren evitar). En el segundo grupo se aplica una «integración» positiva de las inversiones (las inversiones que se quieren promover). Además, la entidad o fondo tiene la opción de «implicarse» con las empresas en las que invierte.

a) *Exclusión de inversiones*

La exclusión, en sí misma, es una estrategia. Sin embargo, su claridad y contundencia hace que muchas veces, sobre todo si se refiere a sectores de actividad completos, cumpla el papel de la política, llegando a sustituirla o, al menos, a determinar su perfil.

Aquí el sistema de pensiones establece que no quiere tener determinadas inversiones por razón del comportamiento o las actividades de determinadas empresas. En este caso, se excluyen empresas, gobiernos, u otro tipo de entidades, de las inversiones a realizar si incurren en esas actividades o comportamientos. Sencillamente, el constatar que se desarrollan esas actividades es suficiente para la exclusión. Ejemplos de actividades que implican la exclusión son armamento, energía nuclear, etc. También se refieren a los comportamientos indeseables como el trabajo infantil o la polución ambiental grave y, respecto a los países, la violación de derechos humanos y laborales.

Las ventajas de la exclusión son:

- Normalmente los criterios son absolutos y por tanto fáciles de aplicar.
- El sistema de pensiones no se ve implicado en cuestiones indeseables y protege su reputación.
- El sistema de pensiones transmite su posición ASG de forma clara.

Los inconvenientes de la exclusión son:

- Se limita el universo de inversiones posibles.
- Se produce una separación entre los criterios financieros y no financieros.

b) Inversiones a incluir («Best-in-class», integración, temáticas)

Un sistema de pensiones puede también potenciar cuestiones positivas. Puede invertir en actividades que podrían ser favorables para sus miembros y la sociedad desde el punto de vista social/ambiental y, también, financiero. En este ámbito, se pueden dar tres tendencias o estrategias.

1) El enfoque best-in-class o selección de las mejores inversiones en su grupo

Un enfoque *best-in-class* significa invertir en acciones de empresas que se colocan a la cabeza, desde la perspectiva de la inversión responsable, en relación con su competencia. Ello normalmente implica una gestión de patrimonios activa basada en definir un «universo responsable» de empresas o que están vinculadas a un «índice responsable». Sus ventajas son que se compara a las empresas con su sector y que, en principio, todas las empresas existentes son elegibles, en función de los criterios del inversor.

Sin embargo, los inconvenientes de la estrategia no son desdeñables: a) los criterios no son absolutos, y en consecuencia no son siempre claros; b) puede ser incoherente con una política de exclusión; c) evaluar la actuación de las compañías exige un conocimiento experto; d) si el análisis previo se limita a los aspectos ASG, se produce una separación entre los criterios financieros y no financieros.

2) Análisis integral o integración

En el análisis integral se valoran equilibradamente las cuestiones financieras y las ASG. El objetivo de la integración es mejorar el perfil de rentabilidad/riesgo de las opciones de inversión introduciendo factores ASG que son relevantes para los resultados a largo plazo. El objetivo fundamental de la estrategia es mejorar el análisis así como detectar opciones de inversión que podrían ser ignoradas si en la valoración sólo se consideran factores puramente financieros.

En un enfoque integral, los gestores de patrimonio analizan especialmente el impacto financiero de los factores ASG. Desde este punto de vista financiero, esta variante es claramente superior respecto al enfoque *best-in-class*, que se limita simplemente a la comparación entre empresas en función de sus aspectos ASG.

3) Inversiones dirigidas o temáticas (aunque no benéficas)

Las entidades también pueden hacer inversiones dirigidas o temáticas de una forma activa. En este caso, se trata de combinar los resultados económicos con otros resultados socialmente deseables. La relevancia del aspecto ASG es normalmente evidente. Un ejemplo de estas inversiones son los activos alternativos como microfinanzas, cambio climático, agua, bosques sostenibles o energías alternativas.

Las ventajas de las inversiones temáticas, son:

- El vínculo de la inversión con un objetivo ASG es normalmente muy claro.
- Las inversiones contribuyen a una mayor diversificación de riesgos.
- Se realizan las inversiones porque son financieramente interesantes, por ejemplo si es en mercados ineficientes o no transparentes.

Las desventajas de estas inversiones, son:

- La posibilidad de invertir cantidades significativas es limitada por lo que pueden producirse distorsiones de precios.
- Estas inversiones requieren mucho esfuerzo y tiempo. No son productos estándar.

Es el tipo de inversión que tiene una vinculación más evidente con financiar la economía real y abordar cuestiones de la vida de las personas. Al final de este apartado se comentan los tipos más frecuentes.

c) *Implicación y voto*

El uso de los derechos de voto del sistema de pensiones en función de su carácter de accionista, es una parte integral de la inversión responsable. Además de las cuestiones financieras, se someten a votación, cada vez más, asuntos sociales, ambientales y de buen gobierno. El voto en las juntas es uno de los medios principales al alcance de los accionistas para influir en las empresas. Esta estrategia puede ser efectiva tanto por el impacto inmediato del voto en las empresas como por llamar la atención de los medios de comunicación en caso de conflicto con los accionistas.

Al lado del ejercicio del derecho de voto, los inversores también pueden ejercer su influencia mediante la «implicación» directa de las empresas o encargando a servicios profesionales exteriores que lo hagan. Normalmente, los temas a tratar suelen ser elementos contrarios a los objetivos de la inversión responsable, pero la implicación positiva también es posible. Así mismo es frecuente la informativa que, inicialmente, no trata de influenciar. Existen, al menos, tres formas de implicación:

- Promoviendo el debate público, por ejemplo a nivel de sector.
- Implicarse de una forma proactiva con las empresas sobre el impacto de sus procesos, actividades y productos.
- Reaccionando ante las actividades o comportamientos indeseables de la empresa.

A diferencia de la estrategia de exclusión, que significa no invertir al no cumplirse determinados criterios, la implicación hace que el fondo permanezca invertido en esas empresas para presionar para que cambie su política. No puede haber influencia sin inversión.

Las ventajas de la implicación, son:

- No introduce limitaciones desde la perspectiva de la rentabilidad y el riesgo.
- Al gestor no se le imponen barreras en la selección de inversiones.
- Se controlan los resultados de los procesos de mejora de las empresas e, indirectamente, en la mejora de la calidad de la inversión.

Las desventajas son:

- A priori, la eficacia de la implicación es poco clara.
- Los intereses pueden ser contradictorios, dificultando los acuerdos.
- La implicación supone costes, sin una expectativa inmediata de compensación, los costes los asume el implicado y los beneficios, si los hubiere, van al conjunto.

Estas estrategias se complementan y se compensan. Así, la implicación, al menos la que busca cambios en la política o comportamiento, suele venir asociada a la amenaza de la exclusión. También el mayor desarrollo de la integración y la implicación suele venir asociado a políticas de exclusión menos extensas.

3.3. **Caso especial: las inversiones temáticas en ámbitos ASG o temáticas**

Siguiendo con los equilibrios, también mayores inversiones en ámbitos ASG suelen venir asociadas a menores esfuerzos de integración o implicación, aunque no necesariamente en todos los casos. Más bien, grandes esfuerzos de implicación y voto suelen servir para desarrollar menores restricciones en las inversiones que por el contrario suelen venir de la exclusión y de las inversiones temáticas.

Normalmente toda inversión tiene como consecuencia la conversión del ahorro en actividad productiva y, en consecuencia, riqueza. Sin embargo, en las inversiones temáticas (o la versión más restrictiva de inversiones «de impacto») este vínculo con un objetivo ASG es evidente y normalmente se pueden medir las consecuencias concretas de la inversión efectuada.

Los inversores invierten en los ámbitos ASG por diferentes razones. En muchos casos es una pequeña parte de la inversión. Sin embargo para otros inversores, el impacto ambiental y social de las inversiones puede ser una parte integral de su misión y reflejar el deseo de los beneficiarios (PRI, 2012). Los inversores también pueden tener la expectativa de mejorar el perfil riesgo/rentabilidad total y la diversificación al invertir en estos ámbitos.

En cuanto a su instrumentación, algunos grandes fondos pueden invertir una parte de su patrimonio en un área gestionada por un pequeño equipo específico. Sin embargo, la opción más común para los sistemas pequeños como el del País Vasco,

es la de invertir en diferentes ámbitos ASG gestionados por especialistas. De todos modos, salvo en el primer caso expuesto arriba, la asignación a estos ámbitos temáticos suele ser pequeña en comparación con el patrimonio total en gestión. Ellos es debido a barreras como:

- Algunas áreas de inversión no están maduras.
- Falta de datos históricos de resultados. Falta de historial profesional de los gestores especialistas.
- Falta de conocimiento por parte del inversor. Asimetría en la información y el conocimiento.
- Altos niveles de riesgo, real o percibido.
- Pequeñas cifras de inversión media lo cual es un problema para los grandes inversores.
- Falta de normalización de las medidas del impacto social o ambiental y, vinculado a ello, el coste de la recogida de datos.

Cuadro nº 1. ESPECTRO DE INVERSIÓN E IMPACTO ASG

Inversiones de Impacto						
	Tradicional	Responsable	Sostenible	Temáticas	Priorid. Impacto	Filantropía
	Resultados Financieros Competitivos					
		Gestión del riesgo ASG				
			Oportunidades ASG			
				Soluciones de Alto Impacto		
Enfoque	Finanzas Solo	El Nuevo Ámbito				Impacto Solo
	No enfocado o limitado enfoque a los factores ASG de las inversiones subyacentes	Centrado en los riesgos ASG abarcando desde una valoración amplia hasta la exclusión de productos dañinos	Centrado en oportunidades ASG, por la selección de inversiones, gestión de cartera y activismo accionarial	Centrado en uno o varios temas donde necesidades ambientales o sociales crean oportunidades de crecimiento económico	Centrado en uno o varios temas donde necesidades sociales o ambientales exigen algún sacrificio financiero	Centrado en uno o varios temas donde necesidades sociales o ambientales exigen un sacrificio financiero total
Ejemplos		- Capital Riesgo que integra ASG - Inversiones con exclusiones éticas	- Fondos "Best-in-Class" - Fondo de bolsa integrando investigación ASG para crear valor	- Fondo de inversión de energías limpias - Fondo Salud en mercados emergentes - Microfinanzas	- Fondo que proporciona financiación a empresas sociales u organizaciones comerciales caritativas	

Fuente: *The Spectrum of Capital*. Bridges Ventures (2012). Traducción no literal.

Como se puede apreciar, bastantes de los inconvenientes son comunes a las actividades de capital riesgo. Pero en este caso, los objetivos de la inversión son más específicos ASG e intentan responder a los principales retos a los que se enfrenta nuestra sociedad (energía, cambio climático, seguridad alimentaria, pobreza, etc.).

Dentro de las inversiones de impacto, se puede hacer una distinción (PRI, 2012) entre inversores de «prioridad financiera» o «prioridad impacto». Los inversores de la «prioridad del impacto» buscan optimizar los resultados sociales o ambientales mientras que se conforman con un resultado financiero mínimo (un «suelo») mientras que el inversor de «prioridad financiera» busca optimizar el resultado financiero teniendo un mínimo de impacto social o ambiental (Godeke *et al.*, 2009).

Así, la inversión temática AS, puede verse en consecuencia como un subconjunto de la inversión de impacto ya que se centra en las inversiones de impacto que tienen una expectativa de rentabilidad de mercado. El cuadro nº 1, tomado de un Informe de Bridges Ventures, presenta un espectro completo de asignación del capital, desde la inversión «tradicional» hasta la filantropía (PRI, 2012).

En el anexo A se reproducen los ejemplos de inversiones temáticas ambientales y sociales recogidos en el Informe del PRI mencionado sobre este tema.

4. LAS INVERSIONES EN INFRAESTRUCTURAS

4.1. Las características del tipo de inversión

Dentro de las inversiones en la economía real, destacan, sobre todo en los últimos tiempos, las inversiones en infraestructuras, aunque no siempre por sus buenas noticias, especialmente en España, con las primas a las renovables.

Georg Inderst (2013) proporciona una visión completa sobre los principales temas relacionados con la inversión en infraestructuras (Szado, 2013). La cuestión esencial en el artículo es si determinadas infraestructuras reúnen las características para hacer de ellas un activo diferenciado. También se debate la evolución de las inversiones en infraestructuras, las características económicas y financieras, los vehículos de inversión y los referentes mundiales, los resultados y el riesgo y el papel de las infraestructuras en la asignación de activos.

Los fondos específicos para la financiación de infraestructuras se desarrollaron por primera vez por los bancos de inversión australianos a mediados de los años noventa y se desarrollaron en la primera década de este siglo en los EE.UU., Europa y Asia. La expansión fue motivada en gran parte por la búsqueda de diversificación en nuevas clases de activos en los años posteriores a la crisis de las *punto com*.

Las infraestructuras se pueden dividir en dos tipos: infraestructuras económicas (como transporte, servicios públicos, comunicaciones, energías renovables) e infraestructuras sociales (como escuelas, instalaciones sanitarias, prisiones, estadios). Las características económicas que hacen de las infraestructuras una inversión diferente son: las altas barreras de entrada, las economías de escala, la demanda inelástica, los enormes márgenes operativos y los largos periodos de explotación. Las consecuencias financieras de ello son: los altos rendimientos, la baja correlación con otros tipos de activos y con la situación económica, los flujos de caja constantes, la capacidad de protección contra la inflación, las bajas tasas de impago, los servicios a la sociedad y una buena cobertura de las obligaciones a largo plazo que suponen las pensiones.

Hoy en día la inversión en infraestructuras se realiza a través de una amplia variedad de vehículos financieros. Más de un tercio de las inversiones globales en infraestructuras se atribuyen a los sistemas de pensiones. La mayoría de los inversores clasifican las inversiones en infraestructuras no cotizadas como una categoría separada de inversión, mientras que un 25% lo califican como capital riesgo y un 15% como inmueble. Por el contrario, consideramos que la mayoría de las inversiones en infraestructuras cotizadas están probablemente incluidas en las clasificaciones tradicionales de acciones y bonos. Mientras que tres cuartos de los inversores tienen objetivos de asignación a fondos no cotizados de infraestructuras del 1-10%, la inversión real tiende a ser mucho menor (menos del 1%, globalmente). La asignación de recursos a infraestructuras cotizadas (dominadas por los servicios públicos) tiende a ser mucho mayor. Mientras que la crisis financiera global ha atemperado mucho el crecimiento de estas inversiones, McKinsey (2011) prevé que la asignación de inversión en este activo llegaría al 3,5% de los activos en 2013.

Las inversiones en infraestructuras implican una gran cantidad de riesgos, riesgos que a menudo pueden ser registrados por los análisis estadísticos. Así, estos riesgos incluyen: riesgo de construcción, riesgo operacional, riesgo de negocio, riesgo de tipo de interés, riesgo de refinanciación, riesgos legales, riesgos regulatorios, riesgos ambientales, riesgos políticos y fiscales, y riesgos sociales. La propia entidad inversora incurre en riesgo de concentración, riesgo de liquidez, riesgo de valoración y riesgo de gobernanza (entre otros de dedicación y control). Hasta la crisis se caracterizó por las altas comisiones de gestión. De todos modos, el principal problema suele ser alinear el interés de los inversores y el de las administraciones públicas, muchas veces implicadas en la concesión y la actividad donde se invierte.

Respecto a los resultados financieros, estos fueron altos en sus inicios aunque ahora se han reducido por la crisis financiera y por el aumento de la competencia en la oferta. De todos modos se estima que todavía hay mucha oferta de inversión por lo que no se puede considerar que haya una burbuja en el sector, a escala internacional.

En términos de volatilidad, las infraestructuras también la sufren pero tienen una cierta resistencia a la baja lo que las hace de interés especial en las crisis. De todos modos los datos todavía están limitados a Australia.

Las pruebas sobre las ventajas de la diversificación vía infraestructuras no son claras, en gran medida por la escasez de datos. La mayoría de la investigación empírica se basa en los índices de empresas de infraestructuras cotizados de fácil observación que tienden a una alta correlación con la bolsa (del 0,50 al 0,80). Los fondos no cotizados exhiben correlaciones mucho más bajas con las acciones (0,05 al 0,27) y con los bonos (- 0,10 a 0,17), basadas en datos de los mercados australianos. Ello hace pensar que los fondos no cotizados tienen un potencial de diversificación para las carteras tradicionales, aunque las limitaciones de datos reducen la relevancia de los resultados y hacen que las decisiones de inversión no sean tan claras.

Además, las infraestructuras pueden proporcionar cierto grado de protección contra la inflación e ingresos estables que no están plenamente correlacionados con los movimientos especulativos de la bolsa. Sin embargo, no está todavía claro que estos beneficios lleguen directamente a los inversores en fondos de infraestructuras o qué tipo de vehículos proporcionan mejor estos beneficios a los inversores. Mientras que la investigación ha tendido a centrarse en inversión en infraestructuras mediante la adquisición de acciones, los bonos y los préstamos sindicados en esta área han atraído el interés en los años posteriores a la crisis financiera.

4.2. Medidas de promoción y el caso británico

En febrero de 2013 los ministros de finanzas del G-20 y los gobernadores de los bancos centrales pidieron a la OCDE el desarrollo de unos principios de «Alto Nivel» sobre la financiación de inversiones a largo plazo por parte de los inversores institucionales (G20/OECD). Estos principios fueron aprobados en la Cumbre del G-20 de septiembre de 2013.

Estos principios están orientados a ayudar a los gobiernos a que faciliten y promuevan las inversiones a largo plazo por estos inversores, especialmente sistemas de pensiones y aseguradoras, además de fondos soberanos.

Según la OCDE, se pretende potenciar la inversión en áreas como las infraestructuras o las energías renovables (que también suelen considerarse infraestructuras) ante las «limitaciones» de las tradicionales fuentes de financiación de inversiones a largo plazo, como los bancos, a lo que hay que añadir las propias dificultades de los presupuestos públicos.

Los principios establecen un marco para favorecer esa inversión a largo plazo. Así, se incluyen disposiciones sobre las precondiciones para las inversiones a largo

plazo, tales como la necesidad de condiciones macroeconómicas estables, apropiados y predecibles marcos normativos, claros y transparentes planes de proyectos gubernamentales así como otras oportunidades de implicar al sector privado mediante suministros e inversiones en proyectos público/privados.

También resalta la necesidad de promover el ahorro a largo plazo así como la necesaria coherencia entre la normativa financiera y supervisora y las demandas al sector para que financie este tipo de inversores. Aquí hay una referencia clara a Solvencia II² pues es cierto que no siempre ha habido coherencia entre ambas políticas, las de promoción de las inversiones reales y las políticas de supervisión y garantía. Así, según los requerimientos de capital de Solvencia II, los inversores afectados están penalizados, en términos de mayor dotación de capital, si invierten en activos más volátiles a corto plazo y menos líquidos pero estas son precisamente las inversiones que se tratan de potenciar, por su rentabilidad y por las necesidades de financiación de la economía real europea.

En otros apartados los principios se refieren a políticas específicas de:

- Mejorar los incentivos para movilizar mayores niveles de ahorros a largo plazo.
- Fortalecer la gestión de los inversores institucionales para que sean proclives a la adopción de perspectivas a largo plazo y a la gestión de activos que son frecuentemente ilíquidos.
- Garantizar que el marco fiscal y normativo refleje adecuadamente las características singulares de las inversiones, promueva estrategias a largo plazo y reduzca las barreras.
- Informar y educar a los consumidores sobre las ventajas del ahorro a largo plazo.

Como parte de su trabajo, la OCDE también intensificará el seguimiento de los inversores institucionales y llevará a cabo un análisis en profundidad de los tipos de políticas e incentivos de mercado orientados a facilitar la inversión a largo plazo.

En la reciente Jornada del *European Pension Fund Congress*, este fue uno de los tres temas tratados lo cual es prueba de su interés y actualidad. En dicho Congreso los inversores plantearon como cuestiones clave que:

- se entienda que no son bancos... y menos entidades de último recurso a las que se les obliga a invertir y se les coloca activos que otros no quieren.

² Directiva sobre las normas europeas del seguro dirigido a reforzar el sector mediante la mejora del control y medición del riesgo, que se espera entre en vigor en 2016. Finalmente los requerimientos de capital no se aplicarían a los sistemas de pensiones.

- lo muy peligroso que son los cambios abruptos de las normas o, dicho de otra manera, los cambios de las reglas de juego en la mitad del partido.
- la conveniencia de estandarizar documentos, informaciones sobre proyectos, procedimientos, etc.

La Comisión Europea también publicó el Libro Verde sobre la financiación a largo plazo de la economía europea con el fin de entender mejor la cuestión y facilitar las condiciones para que las empresas e instituciones realicen decisiones a largo plazo. De todos modos el Libro se concentra mucho en la normativa prudencial, como Solvencia II que podría impedir su desarrollo.

Por otro lado el Parlamento europeo está debatiendo la creación de los fondos europeos de inversión a largo plazo (ELTIF).

El Parlamento constata que no hay mecanismos disponibles para canalizar fondos a largo plazo a los proyectos de economía real que los necesitan. En consecuencia están debatiendo una propuesta de la Comisión para crear un nuevo vehículo con forma jurídica de fondo. La idea es que estos fondos inviertan a largo plazo y, por su naturaleza, ofrezcan a los inversores rendimientos estables. La idea es que el nuevo ELTIF esté disponible para inversores profesionales e individuales. También sería un fondo sin posibilidad de reembolsos hasta la terminación de su ciclo de inversión.

En cuanto a las experiencias mundiales, las más desarrolladas se encuentran en Australia y en Canadá donde los sistemas de pensiones son dueños de partes significativas de sus principales infraestructuras en puertos, aeropuertos, autopistas, etc. compartiendo en algún caso estas actividades con Cintra (Ferrovial) o Abertis. Sobre estos dos casos la OCDE ha publicado un informe pormenorizado al que nos remitimos (Inderst *et al.*, 2013).

El proyecto que está en construcción es el británico, que en alguna medida trata de emular las experiencias anteriores. Así a finales de 2011 se firmó un compromiso entre la Asociación de Fondos de Pensiones británica (NAPF) y su Hacienda con la idea de crear una plataforma para facilitar una mayor inversión en infraestructuras por parte de los fondos de pensiones. La idea inicial era movilizar 20.000 millones de libras esterlinas (GBP).

Se da la circunstancia que en Gran Bretaña coinciden unas de las peores infraestructuras europeas mientras que es la sede del mayor sector de inversores institucionales.

Dos años después esta iniciativa está a punto de ser operativa pero con otra dimensión, mucho más pequeña, de 2.000 millones GBP totales (aportaciones de 1.000 millones más endeudamiento). De hecho no llega para financiar el proyecto de más alcance previsto que es la red de alta velocidad entre Londres y Manchester.

Las características principales de la PIP (*Pension Infrastructure Platform*) son de un fondo de infraestructuras sin ánimo de lucro, de fondos de pensiones y para fondos de pensiones, alineado a sus intereses a largo plazo con los siguientes rasgos:

- Tamaño objetivo de 2.000 millones GBP.
- Reducido apalancamiento.
- Bajas comisiones (aproximadamente 0,5%).
- Bajo riesgo. Espera invertir en la parte más segura del proceso de las infraestructuras, sin el riesgo de construcción.
- Rendimientos ligados a la inflación con un objetivo de rendimiento líquido de IPC + 2-5% (es decir que sirva de cobertura a las obligaciones).

Para alinear los objetivos y alimentar las expectativas, el gobierno británico publica desde 2010 el Plan Nacional de Infraestructuras que se actualiza anualmente en función del presupuesto. Hoy en día figuran 550 proyectos, con una inversión de 310.000 millones GBP, de los que se espera realizar un tercio antes de 2020 y con la intención de que los inversores institucionales aporten un 60% del total.

Se prevé que la iniciativa privada financie básicamente los proyectos de energía, agua y comunicaciones mientras que la financiación será básicamente pública para el transporte, residuos, protección de inundaciones y capital intelectual.

5. LAS DEMANDAS EN LA CRISIS. LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

5.1. La crisis

Durante la crisis se han producido intentos para que los sistemas de pensiones inviertan en determinados tipos de activos tal como ha ocurrido en Euskadi con la propuesta de Confebask, que se comenta más adelante.

Evidentemente se han producido auténticas descapitalizaciones de sistemas de pensiones a lo largo y ancho del mundo, pero o se producen en países en vías de desarrollo, con poca credibilidad, como Argentina y otros sudamericanos, o se trataba de sistemas de pensiones obligatorios, donde por razones estadísticas, era políticamente muy atractivo renacionalizar esos ahorros en un sistema de reparto, como Hungría.

Además, están los recursos a los fondos de reserva o a sistemas de pensiones especiales como en Irlanda, Francia, Portugal o España, que sin embargo, se han realizado de una forma que no estaba inicialmente prevista como tal en sus normas.

Sin embargo, aquí nos vamos a referir a los sistemas de pensiones de países con Estados de derecho sólidos y respetados, cuyos casos han sido recogidos de

forma sistemática por *Pensions Europe* (2013), además de la Plataforma de Infraestructuras británica ya comentada.

Así, en Austria ha habido intentos de algunos partidos políticos para requerir unas ciertas inversiones en el propio país, pero la propuesta no recogió los apoyos suficientes para ser aprobada.

En Irlanda, en relación con la presión para invertir en bonos del gobierno, el sistema de cálculo de la suficiencia actuarial ha sido cambiado de tal manera que favorece a las deudas públicas de alto tipo de interés, o periféricas. En concreto, pueden descontar sus provisiones al tipo de esa deuda pública (que estaba en el entorno del 6-7%).

En Holanda, hay presiones constantes para que los (enormes) fondos de pensiones inviertan financiando a las pymes, las hipotecas, energías verdes e infraestructuras. En materia de hipotecas se llegó con los sistemas de pensiones a un acuerdo para crear una institución hipotecaria que recibirá hipotecas de la banca y que emitirá bonos con garantía pública a fin de ayudar a los bancos a financiar sus carteras hipotecarias y abrir el grifo del crédito.

El sistema incrementará la base de financiación de la banca incrementando la financiación que reciben de los fondos de pensiones, que hasta ahora ha sido limitada, y potencialmente sumando a otros inversores institucionales y soberanos. Ello puede ayudar a estabilizar la financiación en condiciones de crisis y va a beneficiar especialmente a los bancos pequeños y medianos.

Los tipos de interés son de mercado, mientras que los fondos de pensiones manifiestan que están permanentemente dispuestos a explorar posibilidades de inversión, siempre que mantengan el equilibrio del binomio de rentabilidad y riesgo.

En Rumania se autorizaron inversiones en infraestructuras y capital riesgo que a partir de 2012 están siendo revocadas y redirigidas a la inversión en bonos públicos, que ya representaban el 70% de todos los activos, lo cual va en contra de la diversificación que la propia normativa auspicia.

5.2. La inversión en financiación de las pymes

En cuanto a inversiones orientadas a financiar a las pymes con el patrimonio de los sistemas de pensiones, casi no se conocen casos en el mundo. Y mucho menos para financiar capital circulante y a tipos bajos. Ello no quiere decir que no haya preocupación en los poderes públicos, también europeos o la OCDE, por esta cuestión. Simplemente tanto los sistemas de pensiones como esas autoridades entienden que sus funciones son otras salvo que se den una serie de condiciones adecuadas a su naturaleza y a su finalidad.

Así, sólo nos consta un fondo americano y otro finlandés que tengan planes de créditos directos. El americano es del sector público, el *Winsconsin Retirement System*, que tiene un Programa de deuda privada desde los años sesenta (*The Wisconsin Private Debt Program*) y financia a pequeñas empresas mediante deuda senior y subordinada. También colabora con los bancos que financian a las empresas de tal manera que proporcionan la parte a largo plazo del crédito complementando la financiación a corto del banco de tal manera que no compite con ellos.

El programa hace un análisis ordinario de solvencia y capacidad de pago, con unos tipos de interés de mercado. Los préstamos están vinculados a empresas basadas en Wisconsin o con operaciones en el estado. Financian a empresas: con ingresos entre 15 y 750 millones \$; para expansiones y operaciones estratégicas; con un buen historial y posición competitiva; un equipo directivo experimentado y honesto; con activos fijos que pueden servir de garantía; una importante capitalización; y un plazo de amortización para la deuda senior de 7-15 años.

En el caso de Finlandia, está *Etera Mutual Pension Insurance Company* y se trata de una empresa de seguros mutual especializada en pensiones. *Etera* tiene un gran equipo gestor y capacidad para tramitar y conceder créditos al sector privado. En todo caso es una entidad que gestiona 5.700 millones de euros.

En cuanto al programa de créditos, los concede directamente y es una respuesta a la falta de oferta crediticia por parte de la banca. Consideran que además de los tradicionales créditos a plazo, también la deuda junior ofrece un buen potencial de rendimiento-riesgo.

Etera gestiona su riesgo de crédito realizando un análisis en profundidad de las empresas y los sectores utilizando diversas herramientas de evaluación y *rating*. En su actividad reciente ha concedido créditos a deudores relativamente estables, tales como sectores industriales grandes y en crecimiento, no cíclicos y en segmentos de baja intensidad de capital, con demostrada capacidad de respuesta ante las caídas de actividad.

Por lo demás, existen algunas experiencias en financiación de pymes, por inversores institucionales, en países en vías de desarrollo, dentro de las políticas de inversiones de impacto de la ISR. De hecho, estas iniciativas han tenido un papel impulsor de las inversiones temáticas.

El Fondo *SNS-FMO SME Finance* es una *joint venture* entre la gestora ISR SNS (filial del grupo holandés Reaal) y el Banco para el Desarrollo de Holanda (FMO). Este fondo proporciona capital a instituciones financieras en economías en desarrollo y emergentes con el expreso objetivo de mejorar el acceso a la financiación de las pymes de estos países. Las inversiones se caracterizan por unos rendimientos de mercado y una repercusión social expresa.

En cuanto a las características del fondo, puede llegar hasta los 300 millones de euros, con una vida prevista de 10 años, una rentabilidad objetivo de Euribor + 3-6% y unos gastos de gestión del 0,75%.

Otro caso es el de la compañía de seguros y pensiones noruega Storebrand, que dentro de su política asignada a cuestiones sociales (que es el 0,1% de su patrimonio) invierte un 65% en microfinanzas, un 15% en financiación a las pymes, un 10% a agricultura y un 10% a salud. Las inversiones en pymes se realizan a través de dos fondos con tradición que proporcionan financiación al sector de pequeñas y medianas empresas. Uno de los fondos hace inversiones en el capital en pymes e instituciones de microfinanzas en mercados emergentes. La otra da préstamos a redes de bancos que apoyan a las pymes en Asia Central.

Así, en este ámbito de la inversión directa, lo que sí existen son campos de colaboración en las inversiones temáticas y las infraestructuras entre los sistemas de pensiones y los poderes públicos y a favor del desarrollo económico que, respetando los objetivos y necesidades financieras de las entidades, permiten que éstas inviertan en dichos sectores o a favor de esos grandes retos de nuestras sociedades.

Todo ello debe hacerse correctamente con el mismo rigor que se reclama para las actividades empresariales, no sólo por razones de ética profesional y de naturaleza legal sino también porque hay que preservar ante todo la garantía al ahorrador que ha destinado sus aportaciones a unas finalidades previsoras concretas, a través de un vehículo local, que considera protegido en un marco de seguridad jurídica, porque si percibe que no es así, simplemente buscará otros vehículos, en otros lugares³.

Por tanto, en relación con las exigencias de Confebask de que las EPSV de empleo alimentaran una línea de financiación destinada a las pymes y a trabajadores autónomos, para atender sus necesidades de circulante, la renovación de la deuda a corto plazo y la adecuación de la deuda a corto plazo en deuda a medio y largo plazo (Gobierno Vasco, 2013), no tiene precedentes conocidos, ni tan siquiera en el ámbito de la inversión socialmente responsable. Además, las pretensiones de que esta financiación fuera a un coste similar al interbancario, la hace definitivamente incongruente, pues los fondos de pensiones, como cualquier inversor, siempre tienen en cuenta el binomio rentabilidad-riesgo y las condiciones de mercado, máxime cuando se trata de un inversor colectivo que debe velar por el principio de lealtad a sus miembros que viene claramente enunciado en la normativa sobre su deber fiduciario.

Como se ha visto, es necesario entender que los sistemas de pensiones no son bancos y menos inversores de último recurso, que debe promoverse previamente

³ Efama, la Asociación de Gestoras de Patrimonios Europea ya ha presentado un proyecto de vehículo pan-europeo de pensiones individuales que la Unión Europea está estudiando.

su implantación y desarrollo, necesitan marcos claros y transparentes y, en esas circunstancias no sólo pueden invertir sino que buscan oportunidades rentables a largo plazo y, cuando adoptan una ISR, lo hacen también para colaborar expresamente en la mejora de los aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno. Sin embargo, por su propia naturaleza de inversor institucional, procuran realizar estas actividades muchas veces por mediación de gestores, instituciones financieras o fondos especializados.

También las entidades de pensiones deben ser conscientes de que no pueden permanecer ajenas a los debates y retos de la sociedad y, en ese sentido, no sólo tienen que proteger su reputación profesional y financiera sino que deben integrar en su actuación, y hacer expresos, los valores de la sociedad en la que se desenvuelven.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- EDWARD SZADO, en la Research Review de la Revista CAIA, Q3 2013, Volume 2, Issue 2.
- GOBIERNO VASCO (2013): DECRETO 183/2013, de 19 de marzo, del Gobierno Vasco por el que se desarrolla el programa de apoyo financiero a pequeñas y medianas empresas, personas empresarias individuales y profesionales autónomas para el año 2013.
- GODEKE S. and POMARES R. et al. (2009). Solutions for Impact Investors: From Strategy to Implementation. Rockefeller Philanthropic Advisors.
<http://rockpa.org/document.doc?id=15>
- G20/OECD High Level Principles of Long-Term Investment Financing by Institutional Investors.
<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>
- HAWLEY J., JOHNSON K., and WAITZER E. (2011): Reclaiming Fiduciary Duty Balance. Rotman International Journal of Pension Management
- INDERST G. (2011): Infrastructure as an Asset Class. http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1860947_code479968.pdf?abstractid=1860947&mirid=1
- INDERST G., DELLA CROCE, R. (2013): «Pension fund investment in infrastructure – A comparison between Australia and Canada», OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No.32, OECD Publishing.
<http://www.oecd.org/pensions/PensionFundInfrastructureAustraliaCanada2013.pdf>
- MAATMAN, R. (2004): Dutch Pension Funds: Fiduciary Duties and Investing. Dordrecht: Kluwer Law International.
- MCKINSEY (2011): Institutional Investor Global Survey on Institutional Investing.
- MERCER CONSULTING (2011): Climate Change Scenarios – Implications for Strategic Asset Allocation. [http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p_ClimateChangeSurvey_report/\\$FILE/ClimateChangeSurvey_Report.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/sustainability.nsf/AttachmentsByTitle/p_ClimateChangeSurvey_report/$FILE/ClimateChangeSurvey_Report.pdf)
- PENSIONS EUROPE (2013): «Pensions funds and the crisis – national policy initiatives».
- PRI (2012): Environmental and social themed investing.
- THE WISCONSIN PRIVATE DEBT PROGRAM. <http://www.swib.state.wi.us/privatedebt.aspx>
- VB (2007). FUTURE HAS ARRIVED. Dutch pension funds and the practice of responsible investment. http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/English%20publications/The_Future_has_arrived.pdf

ANEXO A:
EJEMPLOS Y DEFINICIONES DE INVERSIONES
TEMÁTICAS AMBIENTALES Y SOCIALES

TEMA	DEFINICIÓN	Características del Activo
Tecnologías limpias (Cleantech)	Inversiones en empresas que ofrecen productos, servicios o procesos con el objeto de reducir el consumo de recursos naturales y lograr más eficiencia energética (menor consumo energético por unidad de output). Las empresas <i>cleantech</i> actúan en los sectores de energía, agricultura, transporte, manufacturas y calidad del aire y del agua y gestión de residuos y reciclaje de materiales (PRI)	Infraestructuras, capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija.
Inmuebles Ecológicos o «Verdes»	El « <i>green building</i> » es la creación de estructuras y utilización de procesos que son eficientes en el uso de recursos a lo largo del ciclo de vida del inmueble. Los llamados edificios ecológicos tienen en cuenta distintos aspectos: el emplazamiento, el diseño contra tornados y sismos, los materiales de construcción, la gestión diaria, el mantenimiento, la renovación parcial y el desmantelamiento total o de módulos. Esta práctica es más amplia y complementa los parámetros tradicionales en el diseño de edificios relativas a economía, utilidad, durabilidad y confort. http://www.epa.gov/greenbuilding/pubs/about.htm	Inmobiliario cotizado y no cotizado.
Forestal y silvicultura sostenible	Estrategias que se centran en la inversión forestal sostenible que ampara la protección de la economía local, y los intereses sociales y naturales. La gestión sostenible de los bosques puede certificarse por entidades como el <i>Forestry Stewardship Council</i> (FSC). (PRI)	Inmuebles no cotizados, capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija, materias primas.
Agricultura Sostenible	No hay una definición generalmente aceptada de agricultura sostenible pero una habitualmente citada es de la Iniciativa de agricultura sostenible: «Es una forma productiva, competitiva y eficiente de producir productos agrícolas seguros (sanos), a la vez que se protegen y mejora el entorno natural y las condiciones socioeconómicas e las comunidades locales». http://www.saiplatform.org/sustainable-agriculture/definition	Inmuebles no cotizados, capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija, materias primas.
Micro-finanzas	Suponen la inversión en deuda o acciones de instituciones especializadas en microfinanzas. Las instituciones de microfinanzas proporcionan servicios financieros tales como préstamos, seguros y otros servicios básicos a clientes de rentas bajas que gestionan actividades productivas y que normalmente no tienen acceso a la banca y a servicios accesorios (PRI).	Capital riesgo, renta fija.

TEMA	DEFINICIÓN	Características del Activo
Financiación de pymes	Servicios financieros a empresas de tamaño pequeño y mediano que a pesar de su solvencia y viabilidad normalmente no hubieran tenido acceso a la banca y a los servicios accesorios.	Capital riesgo, renta fija.
Empresas sociales/ desarrollo de la comunidad	<p>El desarrollo de la empresa social se define como la creación y apoyo a negocios que tienen resultados sociales o ambientales significativos al mismo tiempo que generan resultados financieros.</p> <p>http://unglobalcompact.org/docs/issues_doc/development/ Framework_Social_Enterprise_Impact_Investing.pdf</p> <p>Las inversiones de desarrollo social están similarmente centradas en beneficiar específicamente a áreas urbanas y a poblaciones de rentas bajas, por ejemplo, ofreciendo acceso a vivienda asequible, apoyando a pequeños negocios y, por extensión, a la creación de empleo.</p> <p>http://www.federalreserve.gov/communityaffairs/cdi/default.htm</p>	Capital riesgo, renta fija.
Vivienda asequible	La vivienda en general puede ser definida como aquella que es accesible para la familia media. Cubre un abanico desde refugios de urgencia, alquileres no de mercado (también conocidos como alojamiento social o subsidiado), vivienda asequible en propiedad.	Inmuebles cotizados, no cotizados, capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija.
Educación	Realizadas en centros educativos, empresas sociales y otras actividades y sectores relacionados con la educación de excelencia.	Capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija. Infraestructuras.
Salud global	Se centran en el sector de la salud y en los sistemas sanitarios (farmacéuticos, biotecnología, servicios de salud y suministros y tecnología médica) con el objetivo de reducir el daño global de las enfermedades, incluidas las no comunicables (cáncer, diabetes y enfermedades cardiovasculares) o enfermedades comunicables (p.ej. SIDA, tuberculosis y malaria) tanto en países desarrollados como en desarrollo. También puede incluir inversiones que mejoren el acceso a los servicios de salud o a productos o servicios con potencial e interés para mejorar la salud global.	Capital riesgo, acciones cotizadas, renta fija.