



## NOTAS DE PENSIONES

NRO. 16 – MAYO 2017

# Los fondos de pensiones y las mejores prácticas en inversión socialmente responsable

### Resumen Ejecutivo

- Una Inversión Socialmente Responsable (ISR) es una inversión que considera tanto criterios financieros tradicionales (rentabilidad-riesgo), como criterios extra-financieros, en los procesos de análisis y toma de decisiones de inversión. Estos criterios extra-financieros son los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG). Dichos factores se pueden materializar negativamente, con efectos colaterales no deseados para los retornos de las inversiones.
- La materialidad de los factores ASG es actualmente entendida como una realidad por distintas entidades internacionales de renombre. Incorporar en los análisis de inversión de los recursos previsionales los factores ASG, parece fundamental para un lograr mejor desempeño y balance de riesgos. De acuerdo con las Naciones Unidas, integrar los factores ASG en el análisis de inversión, colabora con el objetivo de responsabilidad fiduciaria (Sustainalytics, 2014).
- La pregunta clave es cómo integrar estos factores dentro de los procesos de inversión. En la práctica existen distintas estrategias de ISR: exclusiones por comportamientos contrarios a normativas internacionales y derechos básicos; exclusión de actividades (por ejemplo, armamento); valoraciones destacadas (*Best-in-Class*), mediante la selección de empresas que, una vez superado el análisis financiero, tienen una mayor valoración ASG.
- Los fondos de pensiones privados de España y de Colombia parecen ser los que más han avanzado en la autorregulación sobre la aplicación de los conceptos de ISR y factores ASG en la toma de decisiones de inversión.
- Las AFP, más allá de ser excelentes administradores de fondos en búsqueda de las mejores combinaciones de riesgo y retorno, no deben perder de vista que a largo plazo los retornos de los mercados donde operan también pueden verse afectados por los riesgos extra-financieros asociados a los factores ASG. Por la importancia que amerita para el balance de riesgos y desempeño, es quizás tiempo para que en el resto de los países de América Latina las AFP avancen más en estas materias.

## Introducción

En el último tiempo ha habido un creciente interés por integrar en el análisis de inversión de los recursos previsionales a los llamados factores ASG. El argumento principal es que dichos factores se pueden materializar negativamente, con efectos colaterales no deseados para los retornos de las inversiones. Por lo tanto, son factores que deberían considerarse, al menos en el ámbito de la autorregulación. En este breve documento se define lo que se entiende por “inversión responsable” y su relación con los factores ASG, explicando por qué deberían considerarse estos conceptos en el análisis de inversión de los recursos previsionales, dando ejemplos en el caso de España y Colombia.

### I. La Inversión Socialmente Responsable, los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo y su relevancia para los inversionistas institucionales.

Una ISR, es una inversión que considera tanto criterios financieros tradicionales (rentabilidad-riesgo), como criterios extra-financieros, en los procesos de análisis y toma de decisiones de inversión, así como también en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a determinados activos financieros.

Los criterios extra-financieros anteriormente señalados son los llamados factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG). Dichos factores son aspectos sistémicos de largo plazo que contribuyen a la sostenibilidad de las sociedades y a su capacidad para generar valor. En el corto plazo, dichos factores se pueden materializar negativamente, con efectos colaterales no deseados para los retornos de las inversiones.

Seguendo a Borremans (2016), las empresas se enfrentan a desafíos cada vez más perturbadores, que se pueden dividir en cuatro grandes áreas: (i) presiones financieras; (ii)

preocupaciones por gobernabilidad; (iii) desafíos sociales; y (iv) límites ambientales (ver Cuadro N° 1). Estos desafíos están relacionados con una presión de los inversionistas y los mercados financieros para obtener resultados a corto plazo, a costa del largo plazo. Los factores ASG causan heridas y pueden ser letales para los inversionistas institucionales, por lo cual es necesario considerarlos adecuadamente al invertir en las empresas.

### Cuadro N° 1 Las empresas enfrentan desafíos perturbadores

Presiones financieras	Cortoplacismo Exceso de dependencia del apalancamiento Asignación errónea del capital para conseguir un crecimiento rápido
Preocupaciones por gobernabilidad	Abuso del mercado Problemas entre Principal y Agente Creatividad contable y evasión fiscal
Desafíos sociales	Preocupaciones de salud y seguridad del producto Normas laborales deficientes Violaciones de derechos humanos
Límites ambientales	Agotamiento de los recursos naturales Degradación ambiental Cambio climático

Fuente: Borremans (2016).

De acuerdo a Sustainalytics, empresa líder a nivel mundial en investigación sobre inversión responsable y aplicación práctica de factores ASG para la toma de decisiones de inversión, expandir el horizonte de información con el que se toman las decisiones de inversión, incorporando en los análisis los factores ASG, parece fundamental para un mejor desempeño y balance de riesgos. La materialidad de los factores ASG es actualmente entendida como una realidad por la Securities and Exchange Commission (SEC) de EE.UU., el Institute of Chartered Financial Analysts (CFA), McKinsey and Co., y el Harvard Business Review, entre otros. La pregunta ya no es “¿Impactan o no los factores ASG en el desempeño financiero?”, sino “¿Cómo integrar los factores ASG dentro de los procesos de inversión de los inversionistas

institucionales, para evitar o minimizar sus impactos negativos?”.

El mercado reconoce la materialidad de los factores ASG. Ello se ve reflejado en la fuerte acogida de los países y en muchas empresas, de los [Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas](#) (PRI). Actualmente existen 1.500 miembros adscritos (signatarios) a dichos principios, representando activos cercanos a los US\$ 62 trillones.

Adicionalmente, la [Global Sustainable Investment Alliance](#) (GSIA), indica que unos US\$ 13,6 trillones en activos son manejados bajo algún factor ASG (América Latina no está considerada dentro del estudio), lo que representa un 21,8% de los activos manejados a nivel global. Europa, EE.UU. y Canadá representan el 96% de las inversiones con referencia a factores ASG. Dado lo planteado anteriormente, es quizás tiempo para que en América Latina se avance más en este tema.

Asociado a la materialidad, se encuentra la responsabilidad fiduciaria de los inversionistas institucionales. De acuerdo a las Naciones Unidas, integrar los factores ASG en el análisis de inversión de manera en que se haga una mejor predicción del desempeño financiero, es claramente permisible y colabora con el objetivo de responsabilidad fiduciaria (Sustainalytics, 2014). Eccles (2016) hace hincapié en que si los fondos de pensiones tienen una visión de largo plazo para sus beneficiarios, entonces están ignorando su deber fiduciario al no considerar los aspectos ASG en la toma de decisiones de inversión.

## II. La ISR en la práctica: selección y gestión de los diferentes tipos de activos que forman parte de los productos ISR

La identificación de activos elegibles para un producto ISR se basa en una combinación de dos análisis complementarios:

1. **Análisis extra-financiero:** consiste en identificar y valorar las buenas prácticas ASG de las empresas:
  - ✓ Conocimiento de cuestiones clave en cada sector de actividad (por ejemplo, relación cliente-proveedor en comercio mayorista; políticas de protección del medio ambiente; mejores prácticas de GC; condiciones laborales y trabajo decente en cadena de producción/distribución, etc).
  - ✓ Valoración dentro de cada sector de actividad de las empresas que mejor responden a los criterios ASG, mediante reuniones periódicas con las mismas.
2. **Análisis financiero:** para determinar y evaluar las empresas más atractivas desde el punto de vista financiero.

Desde esta doble lectura el gestor del producto compra o vende acciones, bonos o deuda de empresas para construir los productos ISR.

Existen distintas estrategias de ISR que se pueden llevar a cabo dentro de los productos. Las más comunes son:

1. Exclusiones por comportamientos contrarios a normativas internacionales y derechos básicos.
2. Exclusión de actividades (por ejemplo, armamento controvertido).
3. Valoraciones destacadas (Best-in-Class), mediante la selección de empresas que, una vez superado el análisis financiero, tienen una mayor valoración ASG.

4. Diálogo con las empresas (se trata de mejorar el comportamiento ASG de las empresas a través de procesos de diálogo).
5. Integración de los criterios ASG en el análisis financiero tradicional. Consiste en la evaluación de las carteras de inversión, incluyendo explícitamente las consideraciones en materia ASG en el análisis financiero tradicional.
6. Inversiones temáticas ASG. Es una forma de integración directa que consiste en seleccionar empresas e inversiones vinculadas a temáticas y sectores de desarrollo sostenible como las energías renovables, el agua, la salud, la agricultura y la madera, o más generalmente el cambio climático y la eco-eficiencia, entre otros.

### ***El caso de los fondos de pensiones privados en España***

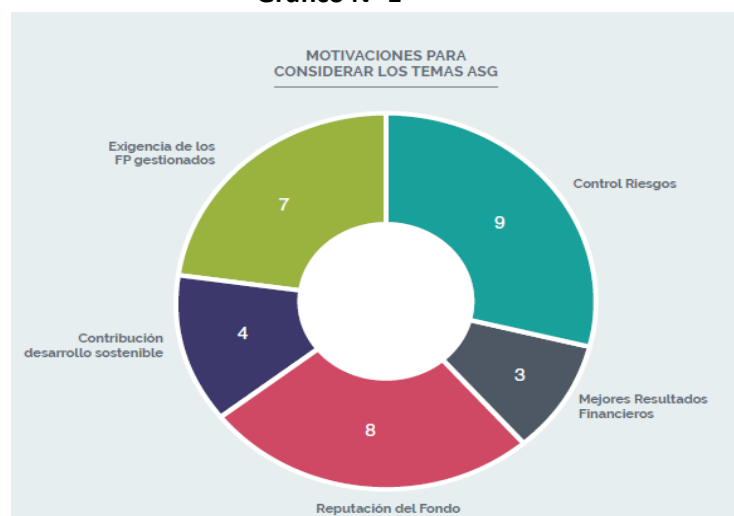
De los fondos de pensiones de los países que conforman a la FIAP, los fondos de pensiones privados voluntarios de España<sup>1</sup> son quizás los que más aplican las políticas de inversión responsable y factores ASG en sus estrategias de inversión. Como se desprende de una publicación de NOVASTER (2016), el sector de fondos de pensiones de dicho país, ha evolucionado significativamente en el último año, en línea con las tendencias europeas.

La mayoría de las Gestoras de Pensiones analizadas en el informe, las que gestionan un patrimonio de EUR 71.957 millones (aprox. USD 77.345 millones) y representan el 69% del sector tienen personal especializado en ASG, y 4 están adheridas a los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (PRI).

<sup>1</sup> Los fondos de pensiones a los que se refiere son los del Sistema Individual, el Sistema de Empleo y el Sistema Asociado. El Sistema Individual corresponde a planes cuyo promotor son una o varias entidades de carácter financiero y cuyos partícipes son cualesquiera personas físicas; el Sistema de Empleo corresponde a los planes cuyo

En cuanto a las motivaciones para considerar los temas ASG (ver Gráfico N° 1), todas las gestoras entienden que estos factores sirven para controlar los riesgos a largo plazo. Como segunda motivación está la protección de la reputación de la entidad. En tercer lugar, se encuentra la exigencia de aplicar los temas ASG por parte de los fondos de pensiones que gestionan. En cuarto lugar, se encuentra contribuir a un desarrollo sostenible. Finalmente está la persecución de mejores resultados financieros.

**Gráfico N° 1**



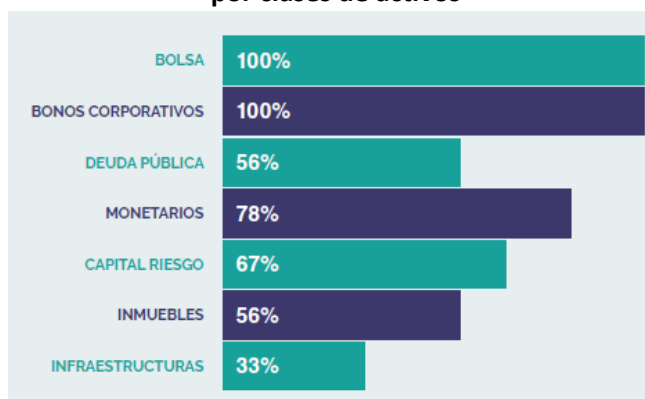
Fuente: NOVASTER, 2016.

Todas las gestoras han formalizado una política de ASG, lo que evidencia el nivel de desarrollo y madurez del sector en esta materia. También todas las gestoras aplican su política de ASG a sus inversiones en bolsa, y prácticamente todas la aplican a los bonos corporativos o lo van a hacer en el futuro. Un número mayoritario de las gestoras la aplica, o lo hará, en los activos monetarios (letras del tesoro, pagarés de

promotor es cualquier entidad, corporación, sociedad o empresa y cuyos partícipes son sus empleados; y el Sistema Asociado corresponde a planes cuyo promotor es cualquier asociación, sindicato, gremio o colectivo, siendo partícipes sus asociados o miembros.

empresas, etc), de capital de riesgo, deuda pública e inmuebles. Sólo en tres casos la aplicarían a las infraestructuras, sobre todo porque cuatro fondos no invierten en este tipo de activos (ver Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2**  
**Aplicación actual o prevista de factores ASG por clases de activos**



Fuente: NOVASTER, 2016.

En cuanto a las estrategias de inversión ISR que llevan a cabo las gestoras de pensiones españolas, todas ellas afirman realizar alguna forma de integración en sus inversiones. Cinco gestoras aplican alguna *Best-in-Class*. Dos gestoras realizan inversiones temáticas. Seis gestoras aplican una integración pura por lo que en las decisiones de inversión se consideran los temas ASG, a la vez que los financieros, en tanto que dos gestoras realizan integración combinada en algún grado con exclusión.

#### **Los casos de las AFP en América Latina**

Al hacer una revisión de los sitios web de las AFP latinoamericanas, en las memorias anuales y políticas de inversión, se encontró que existe un incipiente grado de autorregulación en la industria respecto de la incorporación de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión de los recursos previsionales. De los países que más destacan se encuentra Colombia, donde se encontró que tres AFP hacen referencia a este tema:

- ✓ **AFP Horizonte.** Siguiendo el Principio de Inversión Responsable, desarrolló un complemento a su política de medición de la adopción de prácticas de Código País y GC, por parte de los emisores de valores del mercado colombiano, el cual tiene por objeto ampliar el marco de evaluación al ámbito social y ambiental. La implementación de estos dos ámbitos se realizó a través de la elaboración de once preguntas formuladas a partir de lo que se consideró prácticas estándar entre los emisores de valores del mercado colombiano, y se adicionan a los resultados de las ochenta preguntas de la encuesta de la Superintendencia Financiera. Como resultado se obtiene un porcentaje por cada emisor que determina un criterio de afectación sobre su cupo de crédito. El espectro de emisores a los cuales les serán evaluadas dichas políticas corresponde a los emisores del sector real y financiero del mercado colombiano, que deban diligenciar la encuesta Código País y que tengan cupo con AFP Horizonte.
- ✓ **AFP Old Mutual.** Dentro de sus políticas discrecionales para evaluar el GC de los emisores, establece que para que un emisor de valores sea destinatario de la inversión, debe cumplir, entre otros criterios, que: (i) cuente con adopción de reglas, normas, códigos de conducta o iniciativas internacionales relacionadas con factores ASG; (ii) publique informes a los accionistas y/o mercado de valores relacionados con factores ASG; (iii) incluya en sus informes anuales explicaciones y evolución de los aspectos ASG en la empresa; (iv) apoye las iniciativas y resoluciones de los accionistas que promueven la difusión de los principios ASG.
- ✓ **AFP Protección.** Dentro de sus políticas de inversión, establece que podrá invertir en todos los sectores excepto en aquellos relacionados con pornografía, apuestas o

elaboración de armas, municiones usadas en guerras o conflictos militares. Adicionalmente, dicha AFP incorpora consideraciones sociales y ambientales en el proceso de toma de decisiones de inversión en aquellas alternativas que por su carácter representen algún impacto y/o riesgo para el medio ambiente y la sociedad.

### III. Propuestas y desafíos para las AFP

De acuerdo a Enrione (2016), existen tres propuestas de cómo las AFP pueden y deben influir en la calidad y funcionamiento del GC de los mercados donde operan:

#### 1. Examinar con rigor las propias prácticas.

Para exigir mejoras a los estándares de GC de las empresas en que se invierte, primero se debe hacer un autoexamen crítico. Por ejemplo, ¿el mercado local mira a las AFP como un ejemplo de buenas prácticas de GC?; ¿cumplen las AFP los mismos criterios que imponen o predicen en las empresas en que invierten?; ¿creen de verdad que sus directorios son significativamente mejores que el promedio del mercado?; ¿los procesos de las AFP consideran las necesidades de sus clientes?

#### 2. Explorar una perspectiva de propiedad universal.

Es claro que los fondos de pensiones tienen un término de giro único, pero con los grandes tamaños de fondos administrados, los grados de diversificación y horizontes de inversión de largo plazo, uno debe considerar seriamente el concepto de “propiedad universal”. Esto significa que el valor a largo plazo de las inversiones dependerá del riesgo país, del tejido social, de la calidad de las instituciones, del capital humano y del desempeño ambiental. En consecuencia, las AFP, más allá de ser excelentes administradores de fondos en búsqueda de las mejores combinaciones de riesgo y retorno, no deben perder de vista

que a largo plazo los retornos de los mercados donde operan también pueden verse afectados por estos riesgos.

#### 3. Que las inversiones sean percibidas como una fuerza del bien.

Si las AFP, que son la fuerza económica de inversiones más grande en la región, fijan altos estándares, al menos para una porción de la cartera local y para la inversión internacional, entonces deben cumplir y difundir estos estándares. Elaborar y difundir rankings en términos del mercado local y de factores ASG, y fortalecer sus áreas de comunicación, parece ser clave en esta materia.

## Referencias

[Borremans, Eric \(2016\)](#). “Inversiones sostenibles: de la teoría a la práctica”. Disponible en Libro FIAP 2016 “Las oportunidades y desafíos de las inversiones de los fondos de pensiones y del ahorro previsional voluntario”.

Eccles, Robert (2016). “Experiencias, lecciones y tendencias en responsabilidad social empresarial y gobiernos corporativos: una visión internacional”. Disponible en Libro FIAP 2016 “Las oportunidades y desafíos de las inversiones de los fondos de pensiones y del ahorro previsional voluntario”.

NOVASTER (2016). “[Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España](#)”.

Sustainalytics (2014). “[Inversión Responsable y Sostenible: Visión General, Prácticas Actuales y Tendencias](#)”.

La información de esta Nota puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional. **Consultas:** FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile. Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl). Sitio Web: [www.fiapinternacional.org](http://www.fiapinternacional.org)