

# **FONDOS RESPONSABLES: UNA EXPLORACIÓN DE SU VIABILIDAD EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO**

**Adrián Zicari**

*Universidad Centro Educativo Latinoamericano (UCEL)*

*SUMARIO: 1. Presentación; 2. Qué es la RSE; 3. La Inversión Responsable; 4. La decisión de inversión en Fondos éticos; 5. Estrategias de inversión de fondos responsables; 6. El proceso de decisión en Inversión Responsable; 7. Midiendo el perfil de RSE de una compañía: Algunos problemas conceptuales; 8. Resumen del trabajo realizado; 9. ¿Es posible un Índice Sustentable en Argentina?; 10. Conclusiones preliminares.*

Para comentarios: [adrianpablo@yahoo.com](mailto:adrianpablo@yahoo.com)

## **1. Presentación**

En este paper intentaremos ofrecer algunas ideas acerca de la relación entre la Responsabilidad Social Empresaria (RSE) y los mercados de capitales. Para ello procuraremos explorar el concepto de RSE, explicar de qué modos esta RSE puede vincularse con los mercados de capitales (en particular en las decisiones de inversión) y presentar a los ‘Fondos Responsables’ como la herramienta idónea para este despliegue de la RSE en los mercados financieros.

¿Por qué puede ser importante esta relación entre RSE y Finanzas? Fundamentalmente por dos motivos:

- La RSE aborda conceptos en su mayoría intangibles o de difícil cuantificación (por ejemplo, relación con comunidades, prestigio corporativo, licencia social para operar). En cambio, el mundo de las Finanzas es un mundo cuantitativo, riguroso, donde todo debe medirse en última instancia con el signo ‘pesos’. Si los postulados de la RSE fueran ciertos (vale decir la RSE fuera un concepto valioso en sí mismo y no una moda pasajera), esta RSE debería necesariamente implicar un mayor valor corporativo (al menos en el largo plazo).

*Este trabajo es una versión mejorada y aumentada de un paper presentado anteriormente en Revista Invenio, Universidad UCEL, Rosario, Argentina, para ser publicado en diciembre del 2007. La investigación a la que se hace referencia es el programa Metodología para medición de perfil de Responsabilidad Social Empresaria para empresas argentinas. Hacia un ‘Índice Sustentable Argentino’, que se lleva a cabo en UCEL desde mediados del 2006.*

- Para la concreción de la RSE, vale decir para que las empresas hagan el esfuerzo de adoptar este modelo de hacer negocios, es necesario el apoyo de inversores que estén dispuestos a acompañar el desafío del **cambio**. En otras palabras, hacen falta instrumentos financieros que desde el mercado de capitales sostengan y refuercen la RSE. Sostenemos que ésta ha sido la experiencia concluyente de los países desarrollados y debería ser también la nuestra.

Si bien este trabajo ha sido hecho tomando como referencia la situación actual del mercado de capitales de la República Argentina, entendemos que con las adaptaciones del caso, el mismo puede ser de utilidad para comprender la realidad de otros mercados emergentes latinoamericanos.

## 2. Qué es la RSE

**La RSE es quizás uno de los conceptos de más difícil definición dentro del mundo de los negocios.** En efecto<sup>1</sup>, si hacemos un breve repaso por revistas y medios de negocios, tanto locales como internacionales, veremos la enorme amplitud de acciones que se engloban bajo el concepto de ‘Responsabilidad Social Corporativa’ o RSE. Sólo por dar una referencia, copiamos un listado (no exhaustivo), publicado por un reconocido referente del tema.<sup>2</sup>

- a) Innovación estratégica
- b) Inversión social o filantropía estratégica
- c) Filantropía productiva
- d) Filantropía compensatoria
- e) Voluntariado corporativo
- f) Marketing con causa
- e) Marketing ecológico
- f) Marketing Triple P
- g) Padrinazgo de escuelas e institutos
- h) Donación de talentos a la comunidad
- i) Mecenazgo
- j) Otras (patrocinio, esponsoreo, etc.)

Véase entonces que nos encontramos con un primer problema, cual es un extenso abanico de acciones o políticas empresarias, algunas más tradicionales, otras más innovadoras, que pueden incluirse en este concepto multiforme (*‘catch all’* diríamos en inglés) de RSE. Podríamos preguntarnos entonces qué tienen todas estas cosas en común, vale decir estaríamos preguntándonos qué es en definitiva la RSE.

Definiciones de RSE hay muchas y muy variadas, mencionaremos sólo algunas<sup>3</sup>:

- “Forma de gestión que se define por la relación ética de la empresa con todos los públicos...”, Instituto Ethos, Brasil.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Parte de esta introducción ha sido publicada por el autor en el artículo “RSE del dicho al hecho”, Revista Invenio, Rosario, noviembre 2006

<sup>2</sup> Sylvester, Roberto (2006) RSE, una visión integral, apuntada más que a una nueva estrategia de negocios, a un nuevo modelo de ser empresario, *Documento de trabajo*, Buenos Aires, pag 4.

<sup>3</sup> El Instituto Argentino para la Responsabilidad Social Empresaria (IARSE), tiene publicado en su página de internet ([www.iarse.org](http://www.iarse.org)) un completo documento (*Algunas definiciones de Responsabilidad Social Empresaria*, 2003) con muchas definiciones posibles. Lógicamente, no son exhaustivas, pero sirve para darnos una idea de las múltiples posibilidades del concepto RSE. También en Sylvester (2006), pag 7, puede encontrarse un listado extenso de definiciones.

<sup>4</sup> Iarse (2003).

- “RSE es la responsabilidad que tienen las personas, instituciones y empresas para contribuir al aumento del bienestar de la sociedad...” Fundación Prohumana, Chile.<sup>5</sup>
- “Ciudadanía corporativa hace referencia a la manera en que la empresa integra valores sociales básicos con sus prácticas comerciales, operaciones y políticas cotidianas” The Corporate Center for Corporate Citizenship, Boston College, EEUU.<sup>6</sup>
- “Compromiso de las empresas de contribuir al desarrollo económico sostenible, trabajando con los empleados, sus familias, la comunidad local y la sociedad en general para mejorar su calidad de vida”, WCSD, World Council for Sustainable Development.<sup>7</sup> En otro documento de la misma entidad toma un enfoque complementario: (la RSE es) “la conducta ética de la compañía respecto de la sociedad. Particularmente, esto implica que la dirección actúe responsablemente en sus relaciones con otros participantes que tengan un interés legítimo en el negocio, no sólo los accionistas”<sup>8</sup>.
- “La RSE constituye un compromiso que cada empresa, en tanto actor social, establece con sus grupos de interés, procurando mejorar en forma sostenible, las condiciones del negocio y la calidad de vida de la sociedad en su conjunto”, “División RSE” de IDEA, Argentina.<sup>9</sup>
- “Es la capacidad que tiene la empresa de gestionar sustentablemente la relación entre los recursos Económicos, Sociales y Ambientales, aplicados al desarrollo de su actividad”, IARSE, Argentina.<sup>10</sup>
- “Es el proceso a través del cual las empresas asumen la responsabilidad de su accionar – manifestado en sus productos y en la cadena de valor – en los campos social, económico y ambiental, rindiendo cuentas y dialogando con los interesados”, Fundación El Otro, Argentina.<sup>11</sup>
- “Es una visión de los negocios que integra el respeto por los valores éticos, las personas, la comunidad y el medio ambiente, en el contexto de sus operaciones diarias, en los procesos de toma de decisiones operativas y estratégicas”, AMCHAM ARGENTINA.<sup>12</sup>

A pesar entonces de esta tan profusa diversidad de enfoques, hay algunos puntos de consenso en todas las definiciones hoy existentes de RSE, a saber:

- Se hace énfasis en la capacidad de la empresa de escuchar, atender, responder a legítimas inquietudes de actores sociales, aún externos a la empresa (ejemplo: clientes, comunidad), conforme la teoría de los ‘stakeholders’, popularizada a mediados de los ochenta por Edward Freeman.<sup>13</sup>
- Se plantea una obligación o responsabilidad que va más allá de la obligación legal.
- Se considera el impacto de la acción empresarial en la comunidad (externalidades, en el sentido microeconómico del término).

<sup>5</sup> Idem

<sup>6</sup> Idem

<sup>7</sup> Sylvester (2006)

<sup>8</sup> World Business Council for Sustainable Development (2000) *Corporate Social Responsibility*, Ginebra, pag 3

<sup>9</sup> Sylvester (2006)

<sup>10</sup> Idem.

<sup>11</sup> Idem.

<sup>12</sup> Idem.

<sup>13</sup> Freeman, Edward (1984) *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, London, Pitman. Según Freeman, un Stakeholder es “any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose”, incluyendo “employees, customers, suppliers, stockholders, banks, environmentalists [and] government”.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que, así como hay mucho en común, también hay aspectos distintos en cada enfoque alternativo de RSE. En mi opinión, el concepto de RSE varía según el público y lugar, porque en definitiva estamos hablando de un reclamo social y la sociedad puede percibir distintas prioridades en cada lugar y en cada momento. Esto hace por ejemplo que:

- Lo que entendamos como RSE variará en distintos países o regiones. Por ejemplo, es sabido que en Chile la RSE tiene un contenido más vinculado con las relaciones laborales y al buen trato de la empresa para con su personal. En Argentina, el reclamo social puede estar más vinculado al concepto de generar trabajo o al menos de ‘hacer algo’ frente a las crisis económicas.
- Como consecuencia de lo anterior, poblaciones o países más desarrollados suelen dar mayor énfasis a cuestiones ambientales, que son un reclamo social más dentro del ‘combo’ de la RSE. Es inimaginable por ejemplo en Alemania, pensar que se tolere una industria contaminante por el hecho de que genere puestos de trabajo.
- Lo que llamamos ‘sociedad’ o ‘comunidad’ no es una realidad unívoca, homogénea y puede haber entonces distintos reclamos, aún opuestos entre sí. Recuérdese el reciente referéndum (año 2003) en Esquel, Argentina, que dividió a la comunidad entre quienes estaban a favor y en contra de una explotación minera.

También podemos hablar de responsabilidad como *accountability*<sup>14</sup>, término que podríamos traducir como ‘capacidad de rendir cuentas’. En una empresa moderna, la dirección profesional rinde cuentas periódicamente a través de sus reportes contables a los accionistas (también al fisco y a otros públicos interesados, según veremos más adelante). Aquí ya no se trata de una responsabilidad frente a la ley o a la propia conciencia, sino frente a terceros interesados ante los cuales se debe justificar nuestras acciones (para una gerencia, concretamente, será el desempeño de la firma durante el período en cuestión).

Ahora bien, ¿cuál es la relación entre esta RSE y los mercados financieros? ¿En que consiste esta Responsabilidad Social en las Finanzas? A nuestro modo de ver, esta RSE en las Finanzas se evidencia en una tendencia creciente en el mundo, de personas e instituciones que orientan sus políticas de inversión conforme a criterios no sólo económicos, sino también sociales, ambientales y éticos.

¿Es esto una contradicción? No necesariamente. Pensemos que el uso eficiente de los recursos es en sí un valor ético. De este modo, la rentabilidad de una empresa significa en primera instancia que los recursos que se le han confiado se han aplicado criteriosamente y que han rendido fruto. Sin embargo, si la mayor rentabilidad de una empresa significara un costo ambiental, social o la participación en un negocio polémico (por ejemplo tabaco, alcohol, armas) es posible pensar que existan costos sociales, ocultos, no evidentes, que impliquen que en última instancia se reduzca o incluso se anule el beneficio de la empresa para la comunidad.

A principios de los ’70, surgieron en los Estados Unidos fondos ‘éticos’ o ‘responsables’ que se abstendían de invertir en algunas empresas o industrias cuestionables. Lógicamente querían ganar dinero, pero dentro de ciertas restricciones, coherentes con los principios personales o institucionales de sus fundadores. Lo curioso fue que estos fondos, que al principio eran sólo un fenómeno marginal y anecdótico, crecieron paulatinamente hasta llegar a tener una relevancia innegable. Según el reporte del año 2005 del influyente Social Investment Forum, sólo en los Estados Unidos hay inversiones por 2,3 trillones de dólares invertidos con algún criterio ambiental o social (aproximadamente el 10% de los fondos administrados en ese país). Si agregáramos las cifras correspondientes a los mercados europeos y de Asia-Pacífico, los números ab-

---

<sup>14</sup> Los siguientes párrafos de esta introducción están tomados y adaptados de Adrián Zicari, *Responsabilidad Social Empresaria, una visión financiera*, Edicon, Buenos Aires, 2007.

solutos serían aún más importantes. Entre los países europeos, lideran claramente Holanda y el Reino Unido, teniendo también participaciones relevantes Francia e Italia.

En estos fondos, los criterios de selección de portfolio varían notablemente: en los Estados Unidos es muy popular la restricción a la industria tabacalera, en tanto que en los mercados europeos, el principal criterio es la exclusión de la industria armamentística. Por otro lado, podemos ver una adopción progresiva de este tipo de inquietudes en fondos de inversión tradicionales, aunque éstos no se denominen abiertamente ‘responsables’. De hecho, hoy gran parte de los principales bancos de inversión del mundo ofrece al menos algún producto financiero catalogado como ético o responsable.

La lógica pregunta es si este tipo de inversiones es rentable. ¿Será que el inversor ético asume un costo por su conducta o que por el contrario, puede resultarle conveniente esta estrategia de inversión? Se han hecho decenas de estudios académicos en el mundo: por ejemplo, en un reciente informe para el gobierno británico (ver [www.innovestgroup.com](http://www.innovestgroup.com))<sup>15</sup>, se sostiene que el 85% de una cantidad de estudios en distintos países muestra una correlación entre gestión ambiental y performance financiera. Como vemos, la tendencia parece ser favorable, aunque todavía no es algo concluyente. Téngase en cuenta que la novedad de este estilo de inversión hace difícil todavía llegar a una conclusión definitiva.

### 3. La Inversión Responsable

En los últimos años se viene desarrollando una extensísima literatura acerca de la Inversión Responsable. Destacamos, entre otras, las siguientes definiciones:

- “Enfoques que incluyen en los procesos decisionales de compra, mantenimiento o disposición de una particular inversión, objetivos o límites éticos, sociales y/o ambientales, además de criterios financieros tradicionales”<sup>16</sup>
- “Enfoque de inversión movido por el sistema de valores del decisor clave del proceso de inversión...(que) implica tomar en cuenta factores ambientales, sociales, éticos y de gobernanza corporativa en la construcción de carteras o en la elección de inversiones”.<sup>17</sup>

Debemos destacar, sin embargo, que la novedad de esta área de las finanzas hace que aún los conceptos no sean unívocos. Algunos autores europeos, por ejemplo Tavaglini<sup>18</sup>, prefieren hablar de ‘inversión con finalidad social’ en vez de ‘inversión responsable o ética’ para evitar considerar como no éticas o no responsables al resto de las inversiones. También se ha usado la expresión inversiones alternativas, quizás con mayor ambigüedad aún, pues la idea de ‘alternativa’ sugiere una distancia respecto de un estándar; siendo que una inversión podría ser perfectamente ‘ética’ a la vez que ‘estándar’.<sup>19</sup>

Esta tendencia de reciente data en el mundo de las finanzas, ha alcanzado sin embargo un insospechado crecimiento. Por ejemplo, SocialFunds ([www.socialfunds.com](http://www.socialfunds.com)), una conocida consultora vinculada al área de inversión social, registra más de ochenta fondos en los Estados Unidos, con distintos tamaños, estrategias, composiciones, que están dirigidos a diversos públicos. Sólo en Italia (con un mercado de capitales comparativamente pequeño respecto del norteamericano) hay casi treinta fondos operando.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Innovest (2004) *Environmental governance*, London

<sup>16</sup> Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giufre Editore, Bergamo, Italia, 2005

<sup>17</sup> Hudson, *The Social Responsibility of the Investment profession*, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, USA, 2006.

<sup>18</sup> Tagliavini, *Gli investimenti etici*, Bancaria, Italia, 1996, citado por Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giufre Editore, Bergamo, Italia, 2005

<sup>19</sup> Por nuestra parte, usaremos las expresiones ‘fondos éticos’ o ‘fondos responsables’ indistintamente.

<sup>20</sup> Un detalle completo de los fondos éticos italianos puede verse en Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giufre Editore, Bergamo, Italia, 2005, anexos.

Sin embargo, en Argentina y en América Latina en general, no sabemos de experiencias en este sentido,<sup>21</sup> con la excepción de un fondo de inversión bursátil de reciente creación en la Bolsa de San Pablo, Brasil.

En este artículo procuraremos presentar algunas de las cuestiones principales referidas a este fenómeno de los Fondos éticos o responsables y presentar algunas conclusiones preliminares de un trabajo de investigación que estamos actualmente desarrollando (junio 2007). Dicha investigación apunta a explorar la viabilidad de los Fondos éticos en el mercado de capitales argentino. Es de suponer que este análisis, con las adaptaciones del caso, podría ser válido para otros países de América Latina.

#### 4. La decisión de inversión en Fondos éticos

Hay amplio consenso acerca de que los Fondos éticos surgen en un entorno cultural y de negocios que favorezca un mayor rol decisorio del inversor. De este modo, el inversor asume plenamente la responsabilidad por sus decisiones de inversión, sin delegar las mismas en un intermediario financiero. Según plantean Argadoña y Sarsa<sup>22</sup>, “la primera cuestión a tener presente en las decisiones de inversión es el principio de la libertad: el agente es responsable... y le incumbe el derecho de administrar libremente su patrimonio. De aquí sigue el principio de la responsabilidad que es inherente a toda decisión libre... Esto implica que en definitiva, la responsabilidad recae sobre el inversor y que esta responsabilidad debe ser juzgada aplicando los tradicionales criterios utilizados en la ética”. En similares términos, se pronuncia la encíclica *Centesimus Annus* “la elección de invertir en un lugar en vez de otro, en un sector productivo en vez de en otro, es siempre una elección moral y cultural”.<sup>23</sup>

Surge así la inquietud por saber cuál será el destino de los fondos invertidos, más allá de las tradicionales cuestiones de riesgo, rentabilidad y liquidez (temas lógicamente presentes en cualquier inversión). Por ejemplo, podríamos plantearnos el problema ético de un depositante en un banco. ¿Dónde será invertido su dinero? Es posible que los fondos depositados sean aplicados a negocios, actividades o empresas cuyos valores, objetivos o principios no sean compartidos por el inversor. Podríamos imaginar quizás a una fundación científica de lucha contra el cáncer, cuyas inversiones son depositadas en un banco que resulte ser prestatario de la industria tabacalera. Habría entonces en ese caso, además de la obvia responsabilidad del banco por el destino de los fondos, una responsabilidad del ahorrista, quien no puede obviar la pregunta acerca del destino de sus fondos. Se podría argüir entonces que el banco debe informar del destino de los fondos que capta, para que el ahorrista pueda decidir acerca de la conveniencia ética de su inversión bancaria.<sup>24</sup>

¿Cuáles son las motivaciones del inversor responsable? En general se ha distinguido entre *feel good investors* y *social change investors*. Los primeros buscan responder a su conciencia, evitando aquellas inversiones inconsistentes con sus valores. Los segundos, en cambio, procuran contribuir con sus decisiones de inversión a generar cambios en las prácticas empresarias o en la sociedad. A riesgo de esquematizar en demasía, podemos considerar al primer grupo como más propenso a excluir de sus alternativas de inversión a empresas o sectores en función de su performance pasada; en tanto que el segundo grupo tiende a mirar más a la influencia futura de sus decisiones de inversión. Lógicamente podría haber ‘inversores oportunistas’, vale decir compra-

<sup>21</sup> Aclaremos que nos referimos exclusivamente a fondos bursátiles. Puede haber inversores que intenten desarrollar estas prácticas por fuera de los mercados bursátiles.

<sup>22</sup> Argadoña y Sarsa, *Ethical funds as a tool for promoting ethics in business*, *Second International Conference on Cross Cultural Business Ethics*, London, 2000, citado por Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffré Editore, Bergamo, Italia, 2005.

<sup>23</sup> *Centesimus Annus*, número 36, 1991.

<sup>24</sup> Por ejemplo, la revista *Valori*, de la Banca Popolare Etica, Padova, Italia, en edición julio 2006 dedica un extenso artículo sobre las inversiones de la industria bancaria en el negocio de armamentos.

dores de productos de inversión ética, no por sus valores éticos sino en función de la combinación riesgo-rendimiento del producto ético.

Podríamos distinguir también entre inversores individuales (quienes incluyen sus consideraciones éticas en su propio proceso de inversión) e inversores colectivos. Naturalmente, en el primer caso, resultará a ciencia cierta imposible conocer la condición ‘ética’ de la inversión (vale decir si en la decisión de inversión participaron consideraciones éticas), dado que el proceso de decisión queda en la esfera personal privada del inversor.

En el caso de inversores colectivos,<sup>25</sup> podríamos encontrar tres categorías diferentes:

- Quienes invierten dinero propio (empresas privadas con múltiples accionistas)
- Quienes invierten dinero no propio, pero que les ha sido donado con un fin específico (fundaciones, iglesias, sindicatos, ONGs)<sup>26</sup>
- Quienes invierten dinero de otros (AFJPs, asesores financieros)

Resulta sin embargo difícil trazar una línea divisoria entre las Finanzas Éticas y el resto de las Finanzas:

- En primer lugar, porque hay una amplia gama de acciones de inversión que pueden estar motivadas por cuestiones ético-sociales. Por ejemplo, todo el movimiento de ‘community investing’ en los Estados Unidos, que tiene ciertas similitudes a las bancas cooperativas argentinas o las ‘banche popolari’ italianas. Podríamos mencionar también, los conocidos esfuerzos de Muhammad Yunus, Premio Nobel de la Paz 2006, quien ha creado y desarrollado la idea del microcrédito o microfinanzas. Sin embargo, a los efectos de este trabajo, nos centraremos sólo en fondos de inversión en acciones con cotización bursátil.
- En segundo lugar hay un problema de identificación: ¿Un fondo es ético sólo porque sus gestores así lo proclamen? ¿Cuáles deberían ser los requisitos mínimos para ser categorizado como fondo ético? Como se ve, es un problema similar al de una empresa, que no es ‘verde’ porque lo diga, sino porque cumpla con ciertas pautas. Lamentablemente, no existe hoy día un estándar definitorio acerca de cuándo un fondo puede autodenominarse ‘ético’ de modo legítimo.
- En tercer lugar hay un problema de diversidad de criterios valorativos. Por ejemplo, hay fondos que tienen entre sus premisas el ‘bienestar animal’ (esto implica, por ejemplo no usar animales en tests de laboratorio). Otros fondos, en cambio, no toman en cuenta esta cuestión, pero sí otras diversas. Además, podría haber incluso distintas opiniones sobre un mismo tema: nótese por ejemplo la polémica sobre los alimentos genéticamente modificados (OGM), criticados fuertemente en Europa y apoyados entusiastamente en los Estados Unidos.
- Por último, hay distintas actitudes de los inversores. Hay quien piensa que las decisiones de inversión son prospectivas, vale decir que interesa lo que la firma va a hacer de aquí en adelante (por su impacto en el cash flow futuro). Si una compañía contaminó en el pasado y hoy ha puesto los medios para resolver la situación quizás ahora sea el momento de comprar la acción. Hay quien en cambio prefiere ‘castigar’ a la empresa, excluyéndola de la cartera por su comportamiento pasado.

<sup>25</sup> Seguimos en esta clasificación a Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giufre Editore, Bergamo, Italia, 2005.

<sup>26</sup> Estas entidades, procurarán tener en cuenta su misión al momento de invertir (misión related investing). Sería el ejemplo mencionado anteriormente de una fundación científica. Ver Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giufre Editore, Bergamo, Italia, 2005, página 23

## 5. Estrategias de inversión de fondos responsables

Suponiendo que hemos centrado nuestro análisis sólo en fondos éticos bursátiles y suponiendo que nos hemos puesto de acuerdo respecto de criterios valorativos, tendremos que ver cómo desarrollar nuestra estrategia de inversión. Siguiendo a Hudson<sup>27</sup>, hay cuatro estrategias genéricas que un fondo puede desarrollar:

- *Negative screening* o exclusión lisa y llana de algunos sectores por considerarlos indeseables o inconvenientes (por ejemplo, la firma inglesa Friends Provident no invierte en la industria de defensa). En esta alternativa, se entiende que el inversor no influye en el mercado de capitales (no se busca influir en la compañía, quizás sí dar un testimonio o señal al mercado). También se acepta una peor relación riesgo-rentabilidad dada la disminución en diversificación.
- *Best in class* o *positive screening*, donde el portfolio manager busca premiar las mejores conductas empresarias. Aquí se entiende que el inversor sí influye en el mercado de capitales y que las empresas compiten por atraer a estos inversores responsables. Se supone también aquí que la forma media de la Hipótesis de Mercados Eficientes no aplica (porque de lo contrario el mercado ya habría ajustado el precio de la acción de modo acorde).<sup>28</sup>
- *Engagement* (o compromiso), aquí se compra una cantidad relevante de acciones que permita tener influencia en la toma de decisiones empresaria. En esta situación el accionista se comporta como dueño y busca tener una relación estrecha y constructiva con la dirección de la compañía. Se supone también aquí que la forma fuerte de la Hipótesis de Mercados Eficientes no aplica (porque si no el precio de la acción se hubiera corregido antes de que el dueño buscara gestionar mejor la empresa).<sup>29</sup>
- Activismo o *advocacy*: una forma radicalizada del estilo anterior, en el cual el inversor confronta abiertamente con la dirección de la compañía. A los efectos de este trabajo, dejamos de lado esta estrategia, pues la consideramos más cercana a la militancia ecologista o social que a la inversión, aunque ésta sea ‘responsable’. Además, tanto para la estrategia de ‘engagement’ como para la de ‘advocacy’, cabe destacar que el sistema legal societario argentino no da muchas posibilidades al accionista minoritario de influir en la toma de decisiones corporativas, con lo cual este tipo de enfoques serían de muy difícil aplicación en nuestro medio.

En principio, entendemos que un fondo en Argentina debería oscilar entre la primera y segunda opciones (exclusión y *best-in-class*), pudiendo ocasionalmente trabajar en la tercera (*engagement*). Profundizaremos más adelante este análisis.

## 6. El proceso de decisión en Inversión Responsable

Tal cual hemos antes mencionado, este tipo de inversiones se decide tomando en cuenta los parámetros convencionales de cualquier inversión agregando además consideraciones de tipo ético o social. Ahora bien, este último tipo de análisis implica relevar una amplia gama de in-

---

<sup>27</sup> Hudson, *The Social Responsibility of the Investment profession*, CFA Institute, Charlottesville, Virginia, USA, 2006

<sup>28</sup> Para ver una discusión completa acerca de la Hipótesis de Mercados Eficientes, recomendamos ver cualquier manual de finanzas corporativas, por ejemplo, Brealey Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGrawHill, quinta edición, NY.

<sup>29</sup> Para ver una discusión completa acerca de la Hipótesis de Mercados Eficientes, recomendamos ver cualquier manual de finanzas corporativas, por ejemplo, Brealey Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGrawHill, quinta edición, NY



formación, mucha de la cual puede ser de difícil, si no imposible acceso. Por ejemplo, Argandoña y Sarsa<sup>30</sup> presentan algunas de las dificultades con las que se encuentra un inversor ético:

- Falta de información sobre las empresas. Información cara y escasa.
- Falta de oportunidades de inversión ética en la Bolsa.
- Imposibilidad de cambiar el comportamiento de la firma, en cuanto que se es accionista minoritario.
- Existencia de ‘combos’, fondos de inversión que ya vienen ‘armados’, no permitiendo al inversor armar con facilidad una estrategia ‘customizada’ a sus requerimientos.

Es entonces sobre este punto (la aparente dificultad de acceder y relevar información referida al comportamiento ético o social de las empresas cotizantes en bolsa), donde se centra nuestra investigación. Entendemos que un elemento clave para la viabilidad del surgimiento de productos de inversión ética en nuestro país constituye la posibilidad de que el inversor cuente con información adecuada y a bajo costo con la que pueda tomar sus decisiones de inversión. En consecuencia, analizaremos específicamente la disponibilidad de información relevante en el mercado accionario argentino.

Destacamos que esa investigación no pretende determinar ninguna relación causal entre performance de RSE y performance financiera (ello puede ser objetivo de una posterior investigación), sino tan sólo explorar la posibilidad de hacer ‘research’ de RSE sobre compañías listadas en Argentina en base a información pública hoy disponible.

## 7. Midiendo el perfil de RSE de una compañía: Algunos problemas conceptuales<sup>31</sup>

Cuando pensamos acerca del perfil de RSE de una compañía estamos tratando de discriminar entre compañías en base a su compromiso de RSE o sus resultados. Como hemos visto, al no haber una definición clara de RSE deberíamos plantearnos algunos criterios válidos.

La pregunta sería ‘¿válidos para quién?’. Si estamos desarrollando un índice destinado a inversores extranjeros, quizás deberíamos plantearnos qué valores considerar. Por ejemplo, los criadores de ganado locales pueden no estar demasiado preocupados por el bienestar animal, pero hay muchos (o al menos algunos) inversores internacionales que toman en cuenta esa problemática. Lo mismo podría suceder con algunas creencias religiosas, dado que existen algunos fondos de inversión cuya política de selección de acciones está específicamente definida en función de ciertas orientaciones religiosas.

Adicionalmente podríamos tener una ‘ponderación de causas’, dado que diferentes inversores potenciales, aún reconociendo el mismo conjunto de ‘causas’, podrían asignar una distinta ponderación a cada una de ellas. Por ejemplo, alguien podría estar muy preocupado por el cambio climático y en consecuencia orientar su inversión primariamente con ese objetivo en mente, sin prestar mayor atención a otras cuestiones (ejemplo: producción de armas), aun reconociendo su existencia.

*Mercado de Capitales argentino.* Sin embargo, esta discusión podría ser demasiado sofisticada teniendo en cuenta la situación actual del mercado de capitales argentino. En efecto, el mercado de valores de Buenos Aires no es todavía un mercado líquido, incluso para los estándares de mercados emergentes. Hay solamente algo más de un centenar de compañías listadas, y menos

<sup>30</sup> Argandoña y Sarsa, *Ethical funds as a tool for promoting ethics in business*, Second International Conference on Cross Cultural Business Ethics, London, 2000, citado por Signori, *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffré Editore, Bergamo, Italia, 2005

<sup>31</sup> Esta parte ha sido presentada en el ensayo RSE en empresas con cotización bursátil en Argentina, *XXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera*, SADAF 2006

de la mitad tienen operaciones diariamente. Hay dos índices relevantes: el 'Panel General', que incluye cincuenta compañías y el 'Panel Líder' que considera sólo veinticinco compañías. El volumen de operaciones es pequeño.

Por ejemplo, el 2 de setiembre del 2006, la bolsa de Buenos Aires operó por un total de aproximadamente \$70 millones de dólares (este número incluye acciones, bonos y derivados, de los cuales aproximadamente \$7 millones son acciones). Podemos comparar este nivel de operaciones con el de la bolsa de Santiago de Chile, un país con población bastante menor que la Argentina (y un PBI per cápita menor), que en el mismo día operó por más de 500 millones de dólares (\$66 millones de acciones).

Claramente esta situación nos da pocas oportunidades para seleccionar acciones, dado que habrá pocas oportunidades de encontrar acciones 'responsables'. Por otro lado, podría argumentarse que un mercado ilíquido podría permitir que haya acciones mal valuadas en el corto plazo, haciendo difícil identificar activos intangibles vinculados a RSE.

Más aún, hay poca información pública acerca de las compañías cotizantes. Por supuesto, se publican los balances trimestrales pero no hay mucha más información adicional. Las compañías rara vez hacen declaraciones públicas, no hay 'research' acerca de temas de RSE y los datos correspondientes a cuestiones ambientales son escasos y están diseminados entre diferentes reparticiones públicas. Nótese que no existe en Argentina nada similar a una agencia pública tipo 'EPA' (Environmental Protection Agency) de los Estados Unidos, sino una combinación de una agencia federal y una agencia por provincia (24 provincias) además de las agencias correspondientes a cada ciudad importante. No hay todavía una agencia pública con competencia en los temas de RSE (excluyendo temas ambientales). En consecuencia, un inversor interesado en estimar la exposición de RSE de una acción argentina a fin de mejorar su armado de portfolio de inversión tendrá dificultad en determinar cómo hará esta estimación.

## 8. Resumen del trabajo realizado

Hemos basado nuestro trabajo en la Teoría de Signalling, una herramienta de uso común en Microeconomía.<sup>32</sup> Este enfoque sostiene que el inversor, dado que es externo a la compañía (salvo el caso del inversor que haga 'engagement'), desconoce lo que sucede al interior de la misma, la única forma de arribar a alguna conclusión será a través de inferencias en base a comportamientos observables. Por ejemplo, si la compañía aumenta el importe de los dividendos que paga, el inversor podrá suponer con fundamento que la compañía está en un buen momento financiero.

Análogamente, el inversor responsable desconoce la performance ambiental y social de la compañía y deberá buscar entonces indicadores de 'signalling' que le permitan inferir esa performance 'sustentable' de la compañía. En este sentido, por ejemplo, Sokya y Feldman<sup>33</sup> plantean que el sistema de gestión ambiental de la firma es normalmente causante de su performance ambiental y que el mero hecho de que exista un sistema de gestión ambiental homologable, es para el inversor una clara señal (signalling) acerca del compromiso de la empresa. En definitiva, podría sostenerse que los inversores pueden observar esas señales a fin de determinar el perfil de RSE de una compañía.

En las siguientes páginas presentamos una reseña crítica de las principales fuentes de información para un inversor responsable en el mercado argentino. Según hemos planteado en el proyecto inicial, los requisitos mínimos que exigiremos a estos indicadores serán:

- Confiabilidad (que nos merezca confianza el modo o metodología de construcción de esa información)

<sup>32</sup> Una rigurosa y a la vez divertida explicación de la Teoría de Signalling puede verse en [http://octavia.zoology.washington.edu/handicap/honest\\_intro\\_01.html](http://octavia.zoology.washington.edu/handicap/honest_intro_01.html) (accedido en enero 2007).

<sup>33</sup> Sokya y Feldman *Capturing the Business value of EHS Excellence. Corporate Environmental Strategy*, 5, 61-68

- Verificabilidad (idealmente por un tercero)
- De producción regular (esto es no a pedido, sino de frecuencia sistemática)
- Información pública (esto es que la información sea accesible por cualquier persona externa a la firma)

En la República Argentina existen un poco más de 100 compañías autorizadas a cotizar acciones por la Comisión Nacional de Valores, casi todas ellas están concentradas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. De estas compañías, unas veinticinco conforman el llamado Panel Líder, que explica la casi totalidad de las operaciones habituales en el mercado argentino. Hay además, un Panel General, que reúne a casi todas las otras compañías no incluidas en el Panel Líder, pero su liquidez (cantidad de transacciones) es mucho menor.<sup>34</sup> En principio, hemos optado por trabajar sólo con el Panel Líder, pues éste representa las opciones de inversión bursátil habituales para un ahorrista argentino.

Existe además un instrumento llamado CEDEAR, que equivale a acciones de compañías extranjeras (hay aproximadamente 200 CEDEARs disponibles a la fecha). Este tipo de papel puede ser útil a la hora de dar mayor diversificación a una cartera local de acciones, por el hecho de restar 'riesgo argentino' a la cartera de inversión. Sin embargo, no los consideraremos en nuestro trabajo, puesto que estos papeles normalmente vienen ya evaluados por agencias de rating ético del exterior (que son entidades análogas a las agencias de calificación de papeles financieros). Sin embargo, dejamos abierta la posibilidad de incluir CEDEARs calificados éticamente dentro de un portfolio de acciones de gestión local como un medio de mejorar la diversificación del portfolio sin comprometer su condición ética.

Se seleccionaron dieciocho indicadores para analizar, los cuales pueden ser categorizados así:

- Certificaciones: ISO 14000, SA8000, AA1000.
- Principios o declaraciones: Global Compact, Sullivan Principles, Ceres Principles.
- Premios: ACDE<sup>35</sup>, Foro Ecuménico de Responsabilidad Social, AMCHAM.
- Otros: Great Place to Work,<sup>36</sup> Membresías, Cobertura en medios, Página web, Agencias de Rating, Memorias de las compañías, Sanciones de organismos de control, Inclusión en portafolios éticos del exterior.

Idealmente esta información debería ser relevante, estar verificada por terceros y ser provista de modo regular (no información ad-hoc). Con estos datos, deberíamos estar en condiciones de identificar el valor de 'signalling' para un eventual inversor responsable. Nótese que no estamos tratando de probar una relación entre RSE y valor accionario, sino sólo la posibilidad de hacer 'signalling' de RSE desde la perspectiva de un inversor responsable.

¿Qué podemos saber con estos números?

La extensa variedad de indicadores (cuyos atributos se analizan en el anexo) permite la expectativa de poder contar en el futuro con alguna mínima información para orientar la categorización de empresas según su perfil de RSE.

Sin embargo cabe destacar la gran dificultad de obtener información: estos indicadores se encuentran dispersos en diversas fuentes, que no están conectadas entre sí y en muchos casos la confiabilidad de los indicadores es dudosa, pues surgen a veces de información de las propias compañías, sin verificación externa.

---

<sup>34</sup> Destacamos que la liquidez no tiene necesariamente relación con la importancia de la compañía (que se mide con la capitalización bursátil). Podríamos tener en teoría una compañía muy importante cuyas acciones tengan pocas transacciones y sea en consecuencia poco líquida.

<sup>35</sup> El autor es socio de ACDE.

<sup>36</sup> El autor fue consultor free lance de Great Place to Work

Pocas compañías aparecen mencionadas sistemáticamente en todos los indicadores. Por ejemplo, hay algunas que cuentan con algunas certificaciones, pero no con otras, en tanto que hay firmas que adhieren al Pacto Global pero no emiten reportes sustentables (con lo que se dificulta la verificación del cumplimiento de los compromisos del Pacto Global).

Por otro lado, algunos indicadores, por ejemplo los Principios Ceres y los Principios Sullivan, no registran a ninguna compañía argentina. Este hecho daría a suponer la falta de una difusión suficiente en nuestro medio de algunas iniciativas que pueden significar un elemento de signaling para las compañías locales.

Sin embargo, pareciera ser que no se trata sólo de una cuestión de nuevas herramientas, reportes o certificaciones. Llama también la atención en nuestro relevamiento la carencia de referencias a cuestiones ambientales o sociales en las tradicionales memorias corporativas que acompañan a los estados contables. Esto implicaría a nuestro entender una insuficiente información para el accionista a la hora de evaluar los riesgos ambientales o sociales que incurre la firma.

En definitiva, contamos con un cuerpo de información que si bien es extensa, tiene algunas carencias y zonas grises. El próximo desafío (que se hará en una siguiente etapa de investigación) será la construcción de una matriz analítica que nos permita discriminar entre firmas más y menos ‘responsables’. Para esta matriz se deberá considerar a las empresas del antes mencionado ‘Panel Líder’ en función de los ya analizados indicadores de signalling. Nuestra expectativa consiste en poder elaborar, de modo confiable y satisfactorio, una herramienta de medición del perfil de RSE de firmas con cotización bursátil. Entendemos así que un indicador de esta naturaleza es una condición necesaria para el surgimiento de productos de inversión responsable en el mercado argentino.

## 9. ¿Es posible un Índice Sustentable en Argentina?

Plantearse la viabilidad de un índice sustentable en Argentina implicará ir más allá de la mera réplica de una metodología vigente en mercados desarrollados. Demasiadas veces hemos visto el fracaso de la repetición acrítica de esquemas exitosos en otros medios. Será menester entonces pensar qué características debería tener un índice sustentable en nuestro país. Para ello analizaremos brevemente los principales modelos de funcionamiento de índices sustentables en el mundo y en función de este análisis trataremos de ver cómo podría ser el diseño de un índice sustentable viable en Argentina.

Como antes mencionamos, existen en el mundo básicamente tres estrategias de inversión sustentable (también inversión ética o responsable, que consideraremos sinónimos): el ‘negative screening’, el ‘positive screening’ y el ‘engagement’ (más el ‘advocacy’, que consideraremos aquí una forma radicalizada de ‘engagement’).

El ‘negative screening’ es el enfoque más tradicional, de aplicación centenaria y aunque aplicado en todo el mundo, es el más prevaleciente en los Estados Unidos. Este enfoque consiste en la exclusión de las acciones de ciertas empresas en función de las industrias en las que dichas compañías operan. Ejemplos de clásicos motivos de exclusión son: industria armamentística (eufemísticamente llamada ‘defensa’), tabaco, alcohol.

La popularidad de este enfoque en los Estados Unidos se explica por varios motivos:

- La implementación de estos criterios de exclusión es sencilla: sólo basta saber en qué negocio está la firma en cuestión. Si la empresa está involucrada (o participa a través de alguna de sus unidades de negocios) en alguno de los negocios considerados ‘no deseables’, el fondo ético simplemente se abstiene de incluir la acción de esa firma en su portfolio de inversión.
- Estos fondos son fáciles de vender en un contexto sociocultural anglo-americano, con comunidades religiosas que tienen fuertes convicciones (y capacidad significativa de

inversión). De hecho, muchos de los primeros fondos éticos surgieron de comunidades religiosas específicas: Friends Provident de los cuáqueros, Pax World de la Iglesia Metodista, Pioneer Fund de movimientos contrarios al consumo de alcohol. Estas comunidades proveyeron un fondeo inicial, una base de despegue a estos fondos, los que luego fueron creciendo hacia la sociedad en general.

- El mercado de capitales americano tiene una enorme amplitud de opciones de inversión: sólo en el NYSE cotizan más de 3.500 títulos accionarios. Este factor hace que cualquier restricción autoimpuesta en el sentido de no comprar tales empresas o tales sectores implicará sólo una muy pequeña pérdida de diversificación.

Podríamos pensar entonces si estos factores se dan en alguna medida en nuestro país. En primer lugar, la exclusión puede no ser sencilla en nuestro país: a diferencia de los Estados Unidos, muchas de nuestras compañías son ‘holdings’, vale decir grupos económicos que consolidan distintas y muy variadas actividades. En los mercados desarrollados, en cambio, normalmente cada empresa está concentrada en un sector o negocio específico. Por ejemplo, en Argentina el grupo Pérez Companc llegó a tener en su momento más de treinta empresas diseminadas en muy distintos sectores de la economía. Esto implica que cualquier criterio de exclusión en Argentina se debería enfrentar con el hecho de que muchas acciones incluyen industrias que pueden ser ‘aceptables’ junto con otras que pueden ser ‘no deseables’.

Por otro lado, no tenemos en Argentina un fenómeno parecido al americano en cuanto a la existencia de fuertes comunidades religiosas (doblemente fuertes, en sus convicciones y en su capacidad patrimonial) con excedentes financieros importantes y la preocupación de ser consistentes con sus convicciones. Tampoco tenemos nada parecido al modelo de los ‘endowment’ americanos: importantes fondos de inversión, propiedad de entidades comunitarias, sin fines de lucro, cuyos rendimientos apoyan los gastos corrientes de estas entidades. Salvo excepciones, en nuestro país las entidades benéficas, sociales o religiosas privadas viven ‘al día’ y las donaciones recibidas concurren normalmente a paliar los gastos corrientes de las mismas.

Por último, nuestro mercado de capitales es aún de escasa dimensión: apenas algo más de 100 títulos, lo cual implica que necesariamente cualquier exclusión acarreará una sensible pérdida de diversificación. Hemos antes mencionado que esta pérdida de diversificación podría paliarse (al menos parcialmente) a través de la compra de CDEARs (acciones internacionales que pueden comprarse en la Bolsa de Buenos Aires), pero dicho vehículo de inversión acarrea costos de transacción significativos dada su escasa liquidez.

El ‘positive screening’ (también llamado ‘best-in-class’) es en cambio un enfoque más reciente, que tiene su antecedente más próximo en los años 70 a través de la iniciativa de Amy Domini, financista italoamericana fundadora del índice Domini 400. Este enfoque consiste en la evaluación ponderada de una extensa serie de criterios a través de los cuales se califica a todas las acciones del mercado. Las compañías que califiquen mejor según esta evaluación serán incluidas en la cartera de inversión. Este enfoque, aunque desarrollado y presente en los Estados Unidos, tiene mayor raigambre en la Unión Europea.

Los mencionados criterios de evaluación pueden variar según sea el fondo y el público inversor al que se quiera atraer, por ejemplo un índice puede dar más énfasis a cuestiones ambientales en tanto otro fondo esté más orientado a cuestiones sociales. Lo importante en el ‘positive screening’ es que no hay exclusiones ‘per se’. Una compañía de la industria armamentística podría por ejemplo calificar en tanto cumpla un conjunto de parámetros, sin importar que se trate de una industria cuestionable (al menos cuestionable para muchos). De este modo se pretende ‘premiar’ a las empresas que procuran trabajar conforme a ciertos criterios considerados ‘de excelencia’ independientemente de cuál sea el sector en que operen. Por ejemplo, la firma Anheuser-Busch tiene según muchos fondos ‘positive screening’, excelentes indicadores sociales, ambientales y comunitarios que implican una calificación excelente. Sin embargo, un fondo de ‘negative screening’ que tenga entre sus principios no invertir en alcohol, no comprará esta acción.

El problema del ‘positive screening’ pasa por la complejidad y dificultad de su diseño e implementación:

En cuanto a su diseño, es difícil generar un conjunto de criterios que puedan considerarse de consenso general. Vemos hoy una enorme variedad de conjuntos de criterios de selección, algunos contrapuestos entre sí (por ejemplo para algunos la energía atómica es deseable porque no contribuye al calentamiento global, en tanto que otros consideran que esta industria es peligrosa ‘per se’). Hay quienes ven en esta diversidad de criterios una debilidad de la industria de fondos sustentables en tanto que hay quienes entienden que esta situación contribuye a la atención específica de distintos intereses y preferencias de cada inversor.

En cuanto a la implementación de estos criterios, esta puede ser compleja y costosa. Una exclusión por ejemplo, de la industria tabacalera es algo harto sencillo. En pocos minutos podremos corroborar si cierta empresa tiene actividades en dicho sector, con lo que procedemos a eliminarla de nuestras alternativas de inversión. En cambio una ingenua pregunta de ‘positive screening’, (por ejemplo: ¿los empleados reciben un buen trato?), puede ser de muy difícil respuesta: ¿qué es un ‘buen trato’? ¿cómo hacemos para verificar esto en una empresa que opera en muchos países? ¿puede una empresa tratar bien a sus empleados en tanto terciariza en proveedores con pésimo trato laboral?

Nótese entonces, que necesariamente el desarrollo de un modelo de ‘positive screening’ implica ingentes esfuerzos de ‘research’: un riguroso trabajo de revisión, análisis, comparación crítica y estudio de distintas compañías. Estos esfuerzos son costosos y normalmente no puede hacerlo una sola compañía. En muchos casos, empresas especializadas (‘agencias de research ético’) se dedican a ofrecer este servicio a los fondos de inversión éticos más pequeños, los que no pueden afrontar el desarrollo de este ‘research’ con sus propias fuerzas.

¿Es posible el ‘positive screening’ en Argentina? A pesar de las dificultades mencionadas, este enfoque tiene algunos visos de viabilidad en nuestro medio. En primer lugar, se adapta al mencionado escollo de las empresas ‘holding’: éstas pueden ser analizadas según el ‘positive screening’ sin correr el riesgo de quedar excluidas por estar involucradas en sectores no deseables. En segundo lugar, el no excluir ‘prima facie’ a ninguna compañía es un factor atractivo en un mercado de capitales con pocas alternativas de inversión porque se disminuye el mencionado problema de la reducción de diversificación. Por último, nada obsta a que se combinen los dos ‘screening’ (positivos y negativos): podríamos imaginar un trabajo de ‘screening positivo’ junto con una exclusión específica a algún tipo de industria o sector (‘screening negativo’).

Queda sin embargo un problema significativo con el ‘positive screening’: la complejidad y alto costo de implementación, que incluye en algunos casos la creación de actores hoy desconocidos en nuestro país (agencias de rating ético).

Por último mencionamos el enfoque de inversión ‘engagement’, que consiste en la acción coordinada de grupos de accionistas que a través de los mecanismos societarios previstos por la ley (por ejemplo: participación en asamblea de accionistas, presentaciones a sindicaturas) procuran generar cambios en la gestión de la firma, impulsando una agenda de mejoras (por ejemplo, exigir que la firma certifique ISO 14000).

No abundamos en este criterio porque lo consideramos de difícil aplicación en Argentina, dada la poca tradición legal de protección de accionistas minoritarios. Falta en nuestra opinión, la legislación societaria adecuada que posibilite este tipo de enfoque. De hecho, incluso en muchos países desarrollados con que compartimos la misma tradición legal (Italia por ejemplo) este enfoque es usado sólo ocasionalmente.

En conclusión, vistos y considerados los tres enfoques de inversión ética, las mejores probabilidades de éxito parecen estar en el ‘positive screening’, siendo tanto el ‘negative screening’ como el ‘engagement’ de difícil aplicación.

*Una adaptación argentina.* Como mencionamos al principio, aún el mejor método, el más exitoso y avalado por los resultados deberá adaptarse a nuestra idiosincracia local, a nuestras virtu-

des y defectos. Deberá diseñarse entonces un índice sustentable ‘a prueba de argentinos’, una adaptación ‘a la criolla’, que sin quitarle rigurosidad implique aumentar sus chances de ser viable.

Por lo que acabamos de explicar, el modelo ‘criollo’ debería estar basado en el ‘positive screening’ mientras procure simultáneamente superar algunas de sus principales limitaciones para nuestro entorno. En este sentido es muy aleccionadora la experiencia brasileña, acerca del ISE (Índice de Sostenibilidad Empresarial) de la Bolsa de Sao Paulo (Bovespa), Brasil. El ISE fue una creación conjunta de la influyente Fundación Getulio Vargas y el Bovespa, con el apoyo de varias cámaras empresarias. En nuestra opinión hay varios puntos a favor en este modelo:

- Un acuerdo institucional entre actores fuertes que genera credibilidad en el producto.
- Un sólido apoyo por parte del Bovespa: el índice ISE se presenta como uno más de los índices institucionales bursátiles. Así como por ejemplo, la Bolsa de Buenos Aires tiene el índice Merval (junto con otros índices), la Bolsa de Sao Paulo presenta el índice ISE junto con los otros índices bursátiles principales.
- Disminución de costos de implementación dada la participación conjunta de varios sectores.

Dado lo reciente de la experiencia del ISE (iniciado en el 2005), sería muy prematuro el emitir ahora un juicio respecto de este modelo. Rescatamos de todos modos el que los brasileños han inteligentemente adaptado el esquema más apropiado para un mercado emergente (el enfoque ‘positive screening’) según las necesidades específicas de su país. Muy posiblemente para el mercado argentino la mejor opción en este momento pase por un camino similar, modificando quizás el conjunto de criterios según las inquietudes de nuestros inversores y las escuetas posibilidades de diversificación que tiene el mercado argentino.

## 10. Conclusiones preliminares

Aunque con las dificultades propias de un mercado emergente, pensamos que es viable crear un Índice Sustentable en Argentina, y que posiblemente lo sea también en los otros mercados latinoamericanos. Hemos presentado aquí las dificultades y desafíos que deberían superarse para lograr tal objetivo. Hemos llegado así a proponer la metodología de ‘Best in class’ como la más adecuada a nuestra realidad, siguiendo el camino que ha iniciado recientemente la Bolsa de Sao Paulo.

Lógicamente, aún el modelo brasileño debe ser adaptado a la idiosincrasia local, que puede ser diferente incluso entre distintos países del Cono Sur. Pensamos que los siguientes pasos deberían ser:

1. Un relevamiento cualitativo a agentes de bolsa, cronistas financieros e inversores institucionales, a fin de explorar las principales inquietudes sociales y éticas. De este modo estaríamos en condiciones de identificar las principales temáticas que deberían estar consideradas en un índice sustentable en Argentina.
2. Un análisis comparativo de los principales modelos de ‘positive screening’ existentes en el mundo, a fin de identificar los criterios más significativos y sus correspondientes ponderaciones.
3. Una propuesta, en función de lo estudiado en (1) y en (2) acerca de un modelo de Índice Sustentable Argentino (ISA), que considere los criterios de ‘positive screening’, sus ponderaciones y una metodología de obtención y validación de datos.

Pensamos que de este modo, podríamos brindar a los inversores una alternativa concreta de invertir en proyectos empresarios con mayor performance de RSE, lo que redundaría en evidentes beneficios para la comunidad y el fortalecimiento del mercado de capitales.

**ANEXO****Indicadores de signalling**

<i>Nombre del Indicador</i>	<i>Confiable</i>	<i>Verificable</i>	<i>Producción regular</i>	<i>Público</i>
ISO 14000	sí	Sí	sí	sí
SA8000	sí	Sí	sí	sí
AA1000	sí	Sí	sí	sí
Principios Sullivan	----	----	sí	sí
Global Compact	----	----	sí	sí
Principios Ceres	----	----	sí	sí
Premio ACDE	sí	----	----	sí
Premio Foro Ecuménico	sí	----	Sí	sí
Premio AMCHAM	sí	----	Sí	sí
Great Place to work	sí	sí	Sí	sí
Membresías	----	sí	Sí	sí
Cobertura en medios	----	----	Sí	sí
Emisión de reportes	depende	depende	a veces	sí
Página web	----	----	Sí	sí
Agencias de rating	sí	sí	Sí	sí
Memorias corporativas	sí	----	Sí	sí
Sanciones públicas	----	sí	----	sí
Inclusión en portfolios externos.	depende	depende	No	sí

Fuente: basado en la investigación en curso actualmente en UCEL