



Resumen ejecutivo
Responsabilidad fiduciaria

Fiduciary responsibility

Legal and practical aspects
of integrating environmental,
social and governance issues
into institutional investment

A report by the
Asset Management Working Group
of the United Nations Environment Programme
Finance Initiative

*A follow up to the AMWG's 2005
'Freshfields Report'*

July 2009



UNEP Finance Initiative
Innovative financing for sustainability

Resumen ejecutivo

Responsabilidad fiduciaria

Aspectos legales y prácticos de la integración de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno en la inversión institucional

Informe elaborado por el Grupo de Trabajo de Gestión de Activos (AMWG) de la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente

Tercera iteración del Informe Freshfields del AMWG (2005)

Julio de 2009

Responsabilidad fiduciaria

Aspectos legales y prácticos de la integración de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno en la inversión institucional

Resumen ejecutivo

I. Antecedentes y contexto

Puede afirmarse que el documento que, por sí mismo, más eficacia ha demostrado a la hora de fomentar la integración de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno (MSG) en el ámbito de la inversión institucional es el Informe Freshfields,¹ que vio la luz en el año 2005 y cuya elaboración corrió a cargo de uno de los principales bufetes de abogados a escala internacional, Freshfields Bruckhaus Deringer, a solicitud del Grupo de Trabajo de Gestión de Activos (AMWG) de la FI PNUMA.

En dicho informe se abarcan nueve jurisdicciones (Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y se concluye que:

«...queda patente la permisibilidad de integrar las consideraciones MSG en los análisis de inversión con objeto de efectuar predicciones más fiables sobre el rendimiento financiero² y resulta, sin duda, necesario en todas las jurisdicciones».

Esta rotunda conclusión, citada sistemáticamente por profesionales, académicos y líderes de opinión de todo el mundo, sirve para elucidar la legalidad sobre la que se sostiene la toma en consideración de las cuestiones MSG con respecto a fondos de pensiones, reservas de compañías de seguros y fondos de inversión colectiva, por no olvidar las fundaciones.

En los cuatro años transcurridos desde la emisión del Informe Freshfields

¹ Freshfields Bruckhaus Deringer, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* (2005), UNEP FI Asset Management Working Group [Grupo de Trabajo de Gestión de Activos de la IF PNUMA], <http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf>.

² Puede hallarse un análisis pormenorizado del rendimiento de la inversión responsable en *Demystifying Responsible Investment Performance: A Review of Key Academics and Broker Research on ESG Factors* (2007), UNEP FI Asset Management Working Group / Mercer, <http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf>.

original por parte del AMWG, hemos sido testigos de una mayor innovación y evolución en el ámbito de la integración MSG que en ningún otro período histórico semejante. Tal vez el avance más significativo experimentado en esta época haya sido la presentación en 2006 de los Principios de Inversión Responsable (PIR) por parte del entonces secretario general de la ONU, Kofi Annan; en la actualidad, con más de 550 signatarios de la comunidad inversora institucional, que comprende un gran número de los mayores fondos de pensión del mundo —los cuales representan aproximadamente 18 billones de dólares estadounidenses en activos gestionados—, los PIR contribuyen a identificar las mejores prácticas que se dan entre los inversores.

Es evidente que se han realizado grandes progresos desde la publicación del Informe Freshfields, sin embargo el AMWG cree que se puede y se debe hacer aún más. He aquí el motivo de la preparación del último informe del Grupo, denominado *Fiduciary II* ['Responsabilidad fiduciaria II'], que supone la continuación del Informe Freshfields al ofrecer un itinerario legal a las fiduciarias que deseen disponer de una serie de medidas concretas con que poner en funcionamiento su compromiso con la inversión responsable.

II. Ámbito de aplicación

El *Fiduciary II* contiene tres elementos principales:

- i.** En la primera parte se explora, desde una perspectiva legal, cómo aplicar del mejor modo posible la integración de las cuestiones MSG en el proceso de inversión, en particular con respecto a los mandatos de inversión y los contratos de gestión de inversiones.
- ii.** En la segunda parte se analizan las respuestas ofrecidas a un cuestionario, pionero en su clase, remitido por el AMWG a consultorías de gestión de inversiones, que abarca cuestiones MSG relativas a diversos aspectos del proceso de gestión (incluido el lenguaje legal). Este documento puede encontrarse, en versión íntegra, en el Apéndice C.
- iii.** En la tercera parte se presenta una reseña de las obras publicadas sobre el tema, centrada en los avances prácticos efectuados en la integración de las cuestiones MSG dentro del proceso de inversión, en la que se arroja luz sobre el grado en que los inversores institucionales han adoptado —y pueden adoptar— métodos de inversión a más largo plazo y más sostenibles. Asimismo, en esta reseña se tratan las novedades legales sobre responsabilidad fiduciaria y cuestiones MSG desde la época del Informe Freshfields, incluido este.

III. Conclusiones fundamentales

Parte I: comentario legal sobre la responsabilidad fiduciaria y la aplicación de las cuestiones MSG en los mandatos de inversión

El reconocido experto en derecho fiduciario Paul Watchman, director general de Quayle Watchman Consulting y autor principal del Informe Freshfields, verbaliza la naturaleza, en constante evolución, de las responsabilidades fiduciarias y las cuestiones MSG. Entre otras materias, esta consultoría hace referencia a las importantes observaciones efectuadas por la Cámara de los Lores del Parlamento británico y, específicamente, a las realizadas por lord McKenzie durante el proceso de aprobación de la Ley de Pensiones (*Pension Bill*) en 2008 con respecto a las consideraciones relativas a fondos de pensiones y al **deber** de tener en cuenta las cuestiones MSG:

*«No existe, en derecho, motivo por el que un administrador fiduciario no pueda atender a criterios sociales y morales además de a los que tome en consideración de manera general: beneficios económicos, seguridad y diversificación; y ello resulta aplicable a los administradores de **todos** los fondos de pensiones.»*³

*«Estas personas tienen la **obligación**, no simplemente el derecho o la posibilidad, de hacer constar en su declaración de principios de inversión cuáles son las directrices establecidas para un fondo dado en materia de inversión responsable y en qué medida se tienen en cuenta las consideraciones sociales, medioambientales y éticas.»*⁴

Sigue aseverando Quayle Watchman Consulting:

«Ha de advertirse, además, aunque no sea más que para disipar los temores que puedan albergar aquellos que prevean la necesidad de erigir baluartes legales contra pleitos derivados de un incumplimiento de las responsabilidades fiduciarias referentes a fondos de pensiones, que es patente que las instituciones inversoras, financieras y empresariales han asumido una serie de obligaciones voluntarias en virtud de las cuales las consideraciones MSG ocupan un lugar destacado en el proceso de toma de decisiones de inversión, finanzas y empresa, sin que se exprese recusación legal ni preocupación alguna por incumplimiento de las responsabilidades fiduciarias. Así, por ejemplo, los Principios de Inversión Responsable, los Principios de Ecuador⁵ y los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas⁶ ya han sido adoptados, respectivamente, por más de 550 organismos de inversión, 60 entidades de préstamo y miles de empresas, sin haber dado pie a polémicas sobre los límites fiduciarios de tales instituciones y sociedades.»

³ Hansard, Cámara de los Lores (7 de octubre de 2008).

⁴ *Ibíd.*

⁵ <<http://www.equator-principles.com>>.

⁶ <<http://www.unglobalcompact.org>>.

Por añadidura, Quayle Watchman Consulting eleva la integración de las cuestiones MSG a materia contractual al apuntar la siguiente recomendación:

*«[R]esulta **necesario** que en los acuerdos de gestión de inversiones o en los contratos equivalentes, que se formalicen entre fondos de pensión y gestores de patrimonio, se haga referencia a las cuestiones MSG con objeto de dejar claras las expectativas de las partes; en concreto, es importante que a los beneficiarios, administradores fiduciarios de fondos de pensiones y gestores de patrimonio no les quepa duda alguna de que las cuestiones MSG se entienden como uno de los criterios de inversión dominantes.»*

Para ello, los juristas de Arnold & Porter exponen de manera más amplia la lógica de las referencias a las cuestiones MSG y elaboran cláusulas tipo que establecen unos derechos y deberes legales claros y ejecutables, todos los cuales vienen refrendados por Quayle Watchman Consulting:

*«En el contexto de gestión patrimonial estadounidense, con el fin de que los gestores puedan integrar adecuadamente los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (MSG) en su estrategia inversora, sería recomendable incluir las pertinentes disposiciones en los materiales de oferta y los documentos contractuales referentes a un vehículo de inversión colectiva o cuenta de gestión dados (cada uno de los cuales se denominará, en adelante, 'cuenta').⁷ El propósito de tal integración sería el de **mejorar y complementar** (y no sustituir) el proceso de toma de decisiones del gestor de patrimonios, en lugar de evitar realizar una evaluación de las ventajas que pudiera presentar invertir en determinadas sociedades a la vista de su participación empresarial. Mientras que esta última perspectiva tendría la capacidad de agudizar el riesgo de la cartera (dado que el universo de inversiones potenciales se vería reducido por cribas o restricciones) y acaso contravenir la legislación estadounidense aplicable en la actualidad, el primer sistema debería, en general, funcionar adecuadamente en la línea de la identificación de las mejores inversiones posibles existentes en un marco de riesgo-beneficio, como exige la normativa en materia fiduciaria vigente en EE. UU.»*

«Por lo común, un gran número de contratos de gestión de inversiones (CGI) contienen expresiones que vinculan el objetivo y la estrategia de inversión, con arreglo a lo cual deberá gestionarse una cuenta dada de acuerdo con los materiales de oferta correspondientes, y, además, tal cuenta tiende a redactarse en términos generales, lo que concede al gestor de patrimonios un amplio margen de discreción a la hora de tomar decisiones inversoras referidas a esta cuenta. Por consiguiente, como se argumenta aquí en mayor detalle, resultaría

⁷ Por ejemplo, cuando la cuenta se organice como sociedad en comandita, el acto constitutivo sería el documento lógico en que incluir una disposición sobre cuestiones MSG; si no, en caso de que la cuenta represente un vehículo de inversión colectiva organizado como consorcio empresarial, el instrumento más indicado lo constituiría la declaración de fideicomiso.

prudente incluir disposiciones relativas a las cuestiones MSG tanto en los CGI como en los materiales de oferta (si existen) que correspondan a las cuentas, bien desde el principio o bien añadiéndolas en un momento posterior, en consonancia con las estipulaciones de enmienda que resulten aplicables.»

Quayle Watchman Consulting pasa a continuación a aclarar que los asesores de inversión institucional y gestores de patrimonio tienen el deber profesional de mantener la debida diligencia para mencionar *de forma proactiva* a sus clientes las consideraciones MSG, y advierte de que no hacerlo puede entrañar graves consecuencias:

«A la hora de presentar su candidatura para optar a un mandato de inversión, se esperaría que el asesor de inversiones o gestor de patrimonios hiciese referencia a las consideraciones MSG, por la pertinencia de tenerlas en cuenta, y las comentase con el cliente aunque el fondo de pensiones no haya indicado expresamente que constituyen un elemento esencial de la candidatura. En caso de que el asesor o gestor obvie esta cuestión, corre **un gran riesgo de ser demandado por negligencia** por no haber cumplido su deber profesional de conducirse con dedicación ante el cliente al no mencionar ni tener en cuenta las consideraciones MSG.»

«Dado que los asesores y consultores de inversión y gestores de patrimonio profesionales están obligados por un **contrato de servicios** y no por un **contrato de servicio**, tienen la condición de asesores profesionales del cliente, que no de empleados suyos; de aquí que, al ejercer el sustancial grado de discreción que les es propio (...), los asesores de inversión y gestores de patrimonios hayan de dedicarse a la **acción** en lugar de a la **reacción**.».

Por último, Quayle Watchman Consulting esboza ocho recomendaciones para que los fondos de pensiones apliquen la integración de las cuestiones MSG en los mandatos de inversión, entre las cuales se cuenta adoptar los Principios de Inversión Responsable y se insta a los gestores de patrimonios a que hagan lo propio. Se aconseja, asimismo, que estos últimos presenten informes periódicos *en los que se dé cuenta de las cuestiones MSG*, y se subraya la importancia de *evaluar durante un período mayor su actuación*, ligando esta a la *percepción de incentivos a largo plazo*:

«El fondo de pensiones debería indicar el período o períodos de rendimiento a medio o largo plazo durante los cuales se evaluará la actuación del gestor de patrimonios, que se recomienda ligar a incentivos a largo plazo (como primas y gratificaciones) por cumplimiento de los objetivos de desempeño acordados. Asimismo, sería aconsejable que el fondo exigiese al gestor que rindiese cuentas de manera periódica (por ejemplo, cada seis o doce meses) sobre dicho fondo y sobre la aplicación de los requisitos MSG, con respecto a lo cual ambos deberían acordar la forma y criterios de los informes relativos al fondo y sus inversiones. Por otra parte, se recomienda que el fondo de pensiones disponga

que el gestor de patrimonios indique sus competencias en materia MSG, incluido el nivel de preparación de su equipo y demás recursos, además de cómo va a garantizar el mantenimiento y el desarrollo de tales competencias.»

Parte II: encuesta a consultorías de gestión de inversiones sobre la integración de las cuestiones MSG en el proceso de inversión

Esta sección pone de manifiesto lo esencial que resulta la función que desempeñan los asesores en la cadena de inversión.

En la innovadora encuesta del AMWG han quedado reflejadas las buenas prácticas referentes a la integración MSG en diversos aspectos del proceso de gestión de inversiones (véase el Apéndice C) y, lo que es más, las respuestas ofrecidas han arrojado luz sobre áreas (condensadas a continuación) en las que, en términos generales, el sector de la consultoría puede mejorar, particularmente en el contexto del asesoramiento legal:

1. Existencia de un problema evidente ante la falta de integración MSG en el sector de la asesoría.
2. Observación de un cambio perceptible, desde la presentación de los PIR en 2006, en la demanda de servicios que incluyan las cuestiones MSG.
3. Cierta confusión entre la integración MSG y las perspectivas tradicionales de inversión ética.
4. El sector de la asesoría no cuenta todavía con medidas lo suficientemente avanzadas para evaluar la competencia de los gestores de patrimonios en materia de integración MSG y compromiso con estas cuestiones.
5. Conflicto con el asesoramiento legal proporcionado por Quayle Watchman Consulting sobre el deber profesional que obliga a los asesores de inversión institucional y a los gestores de patrimonios a mencionar específicamente las consideraciones MSG a los clientes.
6. Conflicto con el asesoramiento legal proporcionado por Quayle Watchman Consulting sobre la necesidad de hacer referencia a las cuestiones MSG en los contratos de gestión de inversiones, así como en las declaraciones de principios o normas de inversión.
7. La legislación en materia de información sobre las cuestiones MSG no ha dejado de evolucionar y en su cumplimiento debe atenderse tanto al espíritu como a la letra de la ley; en este sentido, los dirigentes políticos y la sociedad civil tienen un papel esencial que desempeñar.

Parte III: avances prácticos en la integración de las cuestiones MSG dentro del proceso de inversión

Queda cada vez más patente que, para poder continuar con su función de creación de riqueza, los inversores institucionales y las empresas también tienen el importante cometido de contribuir a la creación de una economía más sostenible. En esta sección del informe se presentan avances y estudios realizados en fechas recientes que indican hasta qué punto están adoptando los inversores institucionales estrategias de inversión a más largo plazo, además de sugerir métodos prácticos para integrar las consideraciones MSG en el proceso de inversión. Asimismo, en el Apéndice A se hace un repaso de las novedades legales en materia de responsabilidad fiduciaria y cuestiones MSG desde la emisión del Informe Freshfields, incluido este.

En esta sección también se destaca una serie cada vez mayor de iniciativas voluntarias que facilitan la integración de dichas cuestiones en la toma de decisiones inversoras, financieras o empresariales, lo que viene a respaldar el comentario de Quayle Watchman Consulting sobre responsabilidades fiduciarias, consideraciones MSG y códigos deontológicos voluntarios o declaraciones de principios:

«Existen, asimismo, diversos e importantes códigos deontológicos o declaraciones de principios inversores y financieros, como los Principios de Inversión Responsable y los Principios de Ecuador, en virtud de los cuales los signatarios se comprometen voluntariamente a tener en cuenta las consideraciones medioambientales, sociales o de gobierno (MSG) al tomar decisiones financieras o de inversión. No debería subestimarse el efecto que pueden ejercer en el mercado los instrumentos voluntarios; de hecho, en la práctica son omnipresentes y sus signatarios los aplican de manera generalizada en aquellos sectores financieros en que han sido adoptados».

Si bien todavía hay un amplio margen de mejora, es evidente, a la luz de estos estudios y avances prácticos, que muchos de los principales inversores institucionales están asumiendo unas estrategias de inversión a más largo plazo y más sostenibles, dando pasos hacia una mayor integración de las cuestiones MSG en la filosofía y la práctica de inversión en su conjunto y con independencia de la clase de activos de que se trate.

En términos generales, las conclusiones fundamentales a las que se llega en el *Fiduciary II* son que, para llegar al panorama previsto en el Informe Freshfields original, en el que los fideicomisarios integran las cuestiones MSG en su toma de decisiones, sería recomendable que tales consideraciones figuraran en el contrato legal que vincula a los titulares de los activos y a los gestores de estos, quedando la aplicación de este marco sujeta al control de los fideicomisarios por medio de los informes que deben presentarse al cliente. Asimismo, se

argumenta en el *Fiduciary II* que los consultores tienen el deber de mencionar explícitamente las cuestiones MSG durante el proceso de asesoramiento.

Disclaimer notice

The information contained in the report is meant for informational purposes only and is subject to change without notice. The content of the report is provided with the understanding that the authors and publishers are not herein engaged to render advice on legal, economic, or other professional issues and services.

Subsequently, UNEP FI is also not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. The access provided to these sites does not constitute an endorsement by UNEP FI of the sponsors of the sites or the information contained therein. Unless expressly stated otherwise, the opinions, findings, interpretations and conclusions expressed in the report are those of the various contributors to the report and do not necessarily represent the views of UNEP FI or the member institutions of the UNEP FI partnership, UNEP, the United Nations or its Member States.

While we have made every attempt to ensure that the information contained in the report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in the information contained in this report. As such, UNEP FI makes no representations as to the accuracy or any other aspect of information contained in this report.

UNEP FI is not responsible for any errors or omissions, or for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages.

All information in this report is provided 'as is', with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. The information and opinions contained in the report are provided without any warranty of any kind, either expressed or implied.

Copyright notice

The report and the content of the report remain the sole property of UNEP FI. None of the information contained and provided in the report may be modified, reproduced, distributed, disseminated, sold, published, broadcasted or circulated, in whole or in part, in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, or the use of any information storage and retrieval system, without the express written permission from the UNEP FI Secretariat based in Geneva, Switzerland, or the appropriate affiliate or partner. The content of the report, including but not limited to the text, photographs, graphics, illustrations and artwork, names, logos, trademarks and service marks, remain the property of UNEP FI or its affiliates or contributors or partners and are protected by copyright, trademark and other laws.

Design: Rebus, Paris

Published in 2009 by UNEP FI

Copyright © UNEP FI

UNEP Finance Initiative

International Environment House

15, Chemin des Anémones

1219 Châtelaine, Genève

Switzerland

Tel: (41) 22 917 8178 Fax: (41) 22 796 9240

fi@unep.org

www.unepfi.org

**United Nations Environment Programme
Finance Initiative (UNEP FI)**

www.unep.org

United Nations Environment Programme
P.O. Box 30552 Nairobi, Kenya
Tel.: ++254-(0)20-62 1234
Fax: ++254-(0)20-62 3927
E-mail: cpinfo@unep.org



UNEP FI is a strategic public-private partnership between UNEP and the global financial sector. UNEP works with over 180 banks, insurers and investment firms, and a range of partner organisations, to understand the impacts of environmental, social and governance issues on financial performance and sustainable development. Through a comprehensive work programme encompassing research, training, events and regional activities, UNEP FI carries out its mission to identify, promote and realise the adoption of best environmental and sustainability practice at all levels of financial institution operations.



UNEP Finance Initiative
Innovative financing for sustainability

International Environment House
15 Chemin des Anémones
1219 Chatelaine, Geneva, Switzerland
Tel: (41) 22 917 8178
Fax: (41) 22 796 9240
fi@unep.org
www.unepfi.org

UNEP job n° DTI/1204/GE