

IMPLICACIÓNS FINANCEIRAS DA XESTIÓN DO MEDIO NATURAL PARA AS EMPRESAS E PARA OS MERCADOS DE CAPITAIS

NOELIA ROMERO CASTRO* / JUAN PIÑEIRO CHOUSA**

*Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Administración e Dirección de Empresas de Lugo
Universidade de Santiago de Compostela

**Departamento de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

Recibido: 4 xuño 2002

Aceptado: 25 novembro 2002

Resumo: As empresas, como principais responsables dos problemas ambientais e como axentes máis poderosos para lidera-lo cambio cara a un modelo de crecemento económico sostible, están chamadas a incorporar na súa xestión a variable ambiental. Non son poucos os receos e as reticencias ante tales esixencias da sociedade, principalmente derivados da aparente incompatibilidade entre o obxectivo de creación de valor para o accionista e a consecución de bos resultados ambientais. O coñecemento e as ferramentas da Economía Financeira revélanse como a clave para impulsa-la integración da xestión ambiental nos sistemas de xestión das empresas, ó que poden contribuír tamén os mercados financeiros mediante o establecemento das condicións óptimas para que as empresas superen os atrancos que lles impiden adherirse a un compromiso máis profundo co medio natural.

Palabras clave: Medio natural / Risco / Creación de valor / Mercados financeiros.

FINANCIAL IMPLICATIONS OF ENVIRONMENTAL MANAGEMENT FOR FIRMS AND CAPITAL MARKETS

Abstract: Firms, as the main liable agent of the environmental problems and as the most powerful economic unit to head the change towards a sustainable economic growth model, are asked to incorporate the environmental factor in their management systems. Their reticence in face of such requirements is not small, mainly because of the apparent incongruence between the traditional shareholder value creation objective and the achievement of good environmental results. The Knowledge and tools of Economic Finance reveal themselves as the key to promote the integration of the environmental management in the firms environmental management systems, to which financial markets can contribute by establishing the adequate conditions for firms to overcome the obstacles that prevent them from the assumption of a more dept commitment with the environment.

Keywords: Environment / Risk / Value creation / Financial markets.

1. INTRODUCCIÓN

Moitas empresas dentro de tódolos sectores da economía comezaron a darse conta de que a súa actitude fronte ó medio natural adquiriu un carácter de decisión estratéxica, na medida en que a contorna económica, política e social que se foi forxando nos últimos anos converteu a cuestión ambiental nun factor estratéxico relevante que pode condicionar tanto a capacidade dunha empresa de xerar valor

para os seus accionistas como a súa habilidade para xestionar os riscos que rodean a dita capacidade. Así, a toma de decisións sobre o desempeño ambiental das empresas non difire substancialmente dos procesos de decisión ós que se enfrenta calquera clase de organización. Cada vez é máis patente que o impacto das empresas sobre o medio natural pode orixinar riscos que poden, á súa vez, xerar un importante impacto no seu desempeño económico-financeiro. A decisión de xestionar ou non eses riscos compételles única e exclusivamente ás empresas, aínda que distintos elementos dos sistemas económicos, tales como a actitude dos gobernos ou o papel do sistema financeiro, poden crear as condicións necesarias para que esas decisións sexan as adecuadas, permitindo compatibilizar o obxectivo clásico de creación de valor para o accionista con obxectivos de protección ambiental. En concreto, e á vista dos últimos desenvolvementos en materia de promoción do investimento ambiental das empresas e da incapacidade que en moitas ocasións demostraron os gobernos para lograr este obxectivo, o papel do sector financeiro no ámbito da protección do medio natural revélase como unha pedra angular no proceso de cambio das culturas empresariais cara ó desenvolvemento sostible, capaz de xerar unha contorna económica propicia.

Do que non cabe dúbida é de que a preocupación polo medio natural está influenciando e condicionando os procesos de toma de decisións financeiras de empresas, de investidores e de institucións financeiras. Aínda que tradicionalmente a resposta empresarial ás novas esixencias de responsabilidade ambiental se caracterizou por consideralas como unha ameaza para as súas marxes e para a súa capacidade de xerar valor, nos últimos anos empezaron a proliferar estudos que trataron de poñer de manifesto a posibilidade de que o investimento e a actividade empresarial ambientalmente responsables poidan derivar impactos financeiros positivos e, polo tanto, encerrar oportunidades de xeración de valor para tódolos participantes nos mercados financeiros. Non só as empresas non financeiras senón tamén o sector financeiro decatáronse de que esas oportunidades existen e de que non sería racional desaproveitalas nin desde un punto de vista económico nin, e aquí radica a principal novidade, desde un punto de vista ético.

Na medida en que, como xa sinalamos, todo o sector financeiro (empresas, investidores e intermediarios financeiros) pode desenvolver un papel fundamental no terreo do medio natural e que as cuestións ambientais parecen cada vez máis directamente relacionadas cos resultados económico-financeiros dos seus axentes, preséntasenos a necesidade de incorporar o medio natural á teoría financeira moderna e de analizar cómo se está producindo esa integración en tódolos ámbitos do sector financeiro. Para iso, trataremos de seguir o enfoque tradicional da Economía Financeira que distingue entre dúas grandes ramas: a Economía Financeira da Empresa ou Finanzas Empresariais e a Economía Financeira de Mercado ou Finanzas de Mercado.

2. FINANZAS EMPRESARIAIS E FINANZAS DE MERCADO. OS SISTEMAS FINANCEIROS

Estas dúas vertentes da Economía Financeira comparten como obxecto de estudo a análise dos procesos de asignación de recursos financeiros no tempo, aínda que desde perspectivas distintas, como son a toma de decisións financeiras nas empresas e a toma de decisións financeiras dos investidores individuais. En concreto, as Finanzas de Mercado ocúpense de describir e de explica-lo comportamento dos investidores nos mercados de capitais e o funcionamento destes. Pola súa parte, as Finanzas Empresariais centran a súa atención nas decisións financeiras das empresas e o seu impacto sobre o valor empresarial, elemento este que exerce de guía á hora de captar recursos financeiros e de asignalos a proxectos actuais ou potenciais.

Sen embargo, a pesar desta diferenciación, existe unha interrelación evidente entre as decisións financeiras das empresas e as dos axentes individuais, xa que os fondos que as empresas obteñen nos mercados financeiros para financia-los seus activos reais son os mesmos que depositaron os investidores individuais esperando obter un rendemento. A existencia desta interrelación é a base sobre a que se levantan os sistemas financeiros, e tamén a orixe de posturas académicas que reclaman unha aproximación ou unha integración das dúas vertentes da Economía Financeira que revisamos. En concreto, Ross (1989) sinala que a maior parte do investimento nos mercados financeiros canalízase a través dos investidores institucionais (fondos de pensións, compañías e axencias de valores, sociedades e fondos de investimento, compañías de seguros...), que fixeron súa aquela interrelación como base da súa actividade económica, pero a súa intervención nos mercados non reflicte a estrutura de preferencias dos investidores individuais na medida en que estas institucións “están suxeitas a unha supervisión e a un control a través dun conxunto complexo de relacións contractuais explícitas e implícitas”, de tal maneira que o enfoque tradicional das Finanzas de Mercado resulta insuficiente para comprende-lo funcionamento dos mercados financeiros e dos procesos de investimento.

Outros autores, pola contra, preferiron dividi-la disciplina financeira en tres ramas (White, 1997, p. 2): as Finanzas Empresariais ou de Xestión, centrada na toma de decisións de investimento e de financiamento por parte das empresas; a análise do Investimento Financeiro, que trata de asegura-lo máximo rendemento para un nivel dado de risco; e o estudo das Institucións Financeiras e os Mercados Financeiros, que trata os aspectos específicos da xestión das institucións financeiras e a operativa dos mercados de capitais.

Sen ánimo de renunciar á tendencia integracionista no debate sobre o desdoblamento da Economía Financeira, para os efectos de desenvolve-lo presente traballo optamos por esta triple división da disciplina financeira por considerar que é

a que máis se axusta á nosa intención de analizar e de describir cómo se está producindo a integración das cuestións ambientais nos distintos ámbitos do sector financeiro e cómo debe entenderse a relación entrámbolos dous: medio natural e finanzas. Sen embargo, non perderemos de vista o nexo de unión entre os distintos tipos de decisións financeiras que han de afrontar-los diferentes axentes financeiros, calquera que sexa o criterio que se adopte para efectuar tal distinción: o enfoque na creación de valor e a xestión do risco. Neste sentido, autores como White (1997) empezaron a utilizar o termo “finanzas ambientais” para referirse á análise das relacións entre o medio natural e a toma de decisións financeiras, análise que estrutura en tres fases fundamentais: a identificación de fontes de risco e/ou de oportunidade para a creación de valor, a avaliación de accións alternativas encamiñadas a incrementa-lo valor ou a reduci-lo risco e a toma dunha decisión baseada nunha análise dos custos, dos beneficios e da incerteza asociados a cada unha das alternativas.

3. INFLUENCIA DA PREOCUPACIÓN POLO MEDIO NATURAL NA ACTIVIDADE DO SECTOR FINANCEIRO

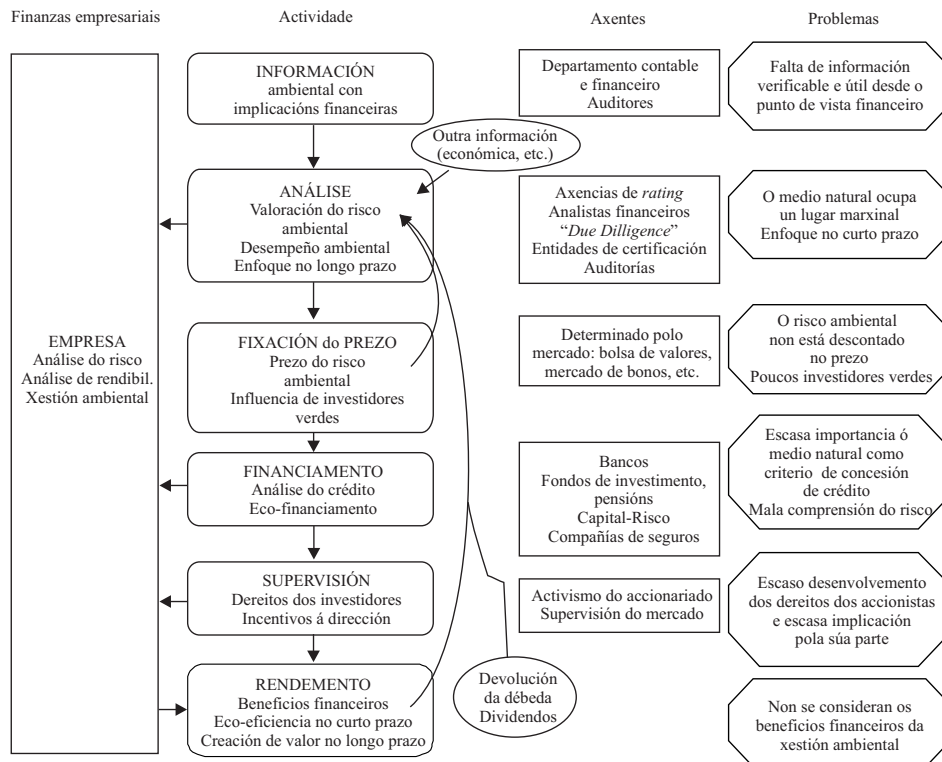
A figura 1 pretende reflecti-los distintos elementos dos sistemas financeiros que se revelaron xa como afectados pola evolución da preocupación polo medio natural e que empezaron a responder, en maior ou en menor medida, ás presións da contorna e ás oportunidades que a xestión ambiental parece estar destapando.

Por un lado sitúase a empresa, nivel no que se afronta a análise das consecuencias sobre a rendibilidade e o risco que se derivan das accións relacionadas coa xestión ambiental. A partir da información proporcionada pola propia empresa ou por outras fontes sobre o seu desempeño económico, financeiro e ambiental, os mercados e as institucións de investimento e de financiamento adaptan a súa actividade, os seus mecanismos de intervención, as súas ferramentas de análise e a súa oferta de servicios para incorporar esa nova información que se revelou como relevante para a xestión económico-financeira das empresas e, polo tanto, tamén relevante para a súa propia xestión.

Como acabamos de sinalar, o número de participantes no sector financeiro que xa integraron o medio natural nas súas estratexias e procesos de toma de decisións iniciou o seu despegue nos últimos anos, e todo apunta a unha aceleración desta expansión de aquí en adiante, á que contribuirán non só as crecentes presións desde tódolos ámbitos da sociedade senón tamén a progresiva comprensión das interrelacións entre os resultados ambientais das empresas e o seu valor económico-financeiro. Sen embargo, esta expansión, aínda incipiente, non estivo nin estará exenta de atrancos e de dificultades, derivadas principalmente das reticencias que moitos directivos e investidores presentan á hora de entender e de asimila-la exis-

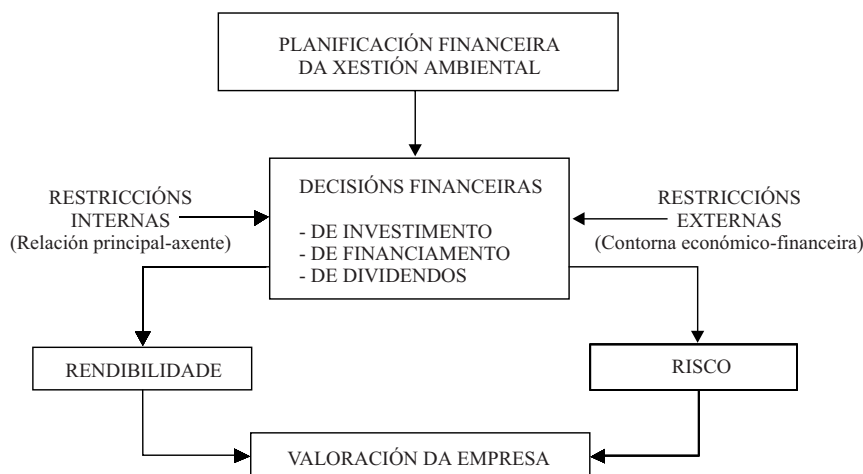
tencia daquelas interrelacións. A superación destas barreiras resulta fundamental para lograr que os obxectivos de protección e conservación do medio natural atopen o seu lugar no conxunto de obxectivos que perseguen as unidades empresariais.

Figura 1.- A presenza de consideracións ambientais no sector financeiro



FONTE: Elaboración propia a partir de *Report to the European Comission* (Novembro, 1997).

Desde o punto de vista estritamente empresarial, as implicacións financeiras da integración de consideracións ambientais na xestión derívanse de contempla-lo proceso de toma de decisións e de planificación financeira e estratéxica no que se refire ó investimento en proxectos relacionados co medio natural desde os referentes tradicionais da análise da rendibilidade (e da creación de valor no longo prazo) e a análise do risco. Do mesmo modo, son estes os aspectos clave que guiarán a determinación do valor dunha empresa de forma global, a través da avaliación do seu risco ambiental e das posibilidades de obtención de vantaxes competitivas e de beneficios adicionais como consecuencia da súa actuación para controla--lo impacto ambiental da súa actividade.

Figura 2.- Planificación financeira da xestión ambiental

FONTE: Elaboración propia.

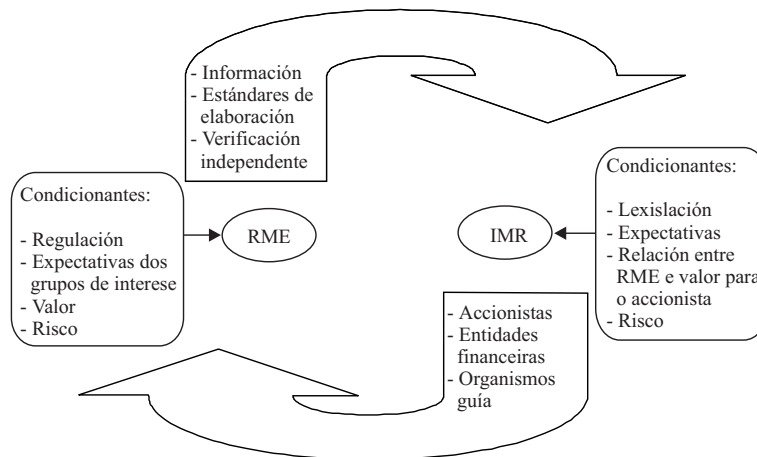
Desde o punto de vista das finanzas de mercado, son tamén os aspectos de rendibilidade e de risco os que determinarán a actitude de investidores e institucións de investimento e financiamento ante as cuestións ambientais e as súas implicacións financeiras na medida en que lles afectan ás empresas cara ás que canalizan os aforros que posúen ou manexan. É dicir, en último termo, a rendibilidade e o risco asociados ó investimento nos mercados de capitais son a rendibilidade e o risco das empresas que acoden a eses mercados en busca de financiamento, de maneira que o impacto das consideracións ambientais sobre a xestión empresarial esténdese máis alá do ámbito da empresa, exercendo tamén a súa influencia sobre os restantes axentes dos mercados financeiros, que se ven así forzados a incluílas como aspectos determinantes dos seus procesos de toma de decisións.

Nos apartados seguintes afrontaremos-la análise de cómo o medio natural está afectándolles ás estratexias e ós procesos de decisión de todos estes axentes. Para iso, tal e como xa apuntamos, distinguiremos entre as decisións financeiras das empresas, fundamentalmente non financeiras, e as decisións financeiras de investidores e de entidades de investimento e financiamento, distinción que nos obriga a introducir dous conceptos¹ fundamentais: o de responsabilidade ambiental da empresa (RME), que recolle a influencia das cuestións ambientais sobre as estratexias

¹ Ámbolos dous conceptos considéranse integrantes doutros máis xenéricos: a responsabilidade social da empresa, e o investimento socialmente responsable. Baixo estes, ademais das cuestións ambientais, englobanse principios de desenvolvemento social, respecto dos dereitos humanos, solidariedade, etc. Do mesmo modo, os problemas e os obxectivos ambientais constitúen tan só unha faceta do concepto máis amplo de desenvolvemento sostible.

empresariais, e o de investimento ambientalmente responsable (IMR), para referirnos ós procesos de investimento nos mercados de capitais que toman en consideración aspectos relacionados coa conservación do medio natural por parte das empresas; é dicir, que incorporan como factor de decisión o seu grao de responsabilidade ambiental. Ámbolos dous conceptos aliméntanse o un do outro na medida en que unha maior actividade investidora baixo criterios de compromiso ambiental potencia unha maior responsabilidade das empresas, e en que unha posición activa da empresa fronte ó medio natural contribúe a aumentalo interese dos investidores. A través da figura 3 preténdese reflectir a relación entrámbolos dous conceptos, que guiará a planificación e a disposición dos restantes apartados deste traballo.

Figura 3.- Actitude ambiental de empresas e mercados de capitais



FONTE: Adaptado de ©Andersen 2001, en Association of British Insurers (2001).

4. IMPLICACIÓNS FINANCEIRAS DA RESPONSABILIDADE AMBIENTAL DA EMPRESA

Como xa se indicou, as decisións empresariais en materia de medio natural requirían, como calquera outro tipo de decisións, unha planificación financeira e estratéxica que concretase as súas consecuencias en termos de rendibilidade e de risco. Esta planificación financeira e estratéxica ambiental non implica unha transformación radical das tarefas e das ferramentas tradicionalmente empregadas nos procesos de planificación, a saber: análise da contorna e da competencia, establecemento de obxectivos, deseño e selección de accións, etc. Así pois, as finanzas ambientais das que fala White e, de forma máis xeral, a implantación de sistemas

de xestión ambiental (SXM) seguen un patrón coñecido e paralelo ós procesos de xestión existentes na empresa (táboa 1).

Táboa 1.- Analogías entre a planificación estratéxica e o deseño de SXM

| PLANIFICACIÓN ESTRATÉXICA | DESEÑO SXM |
|--|---|
| Análise DAFO | Revisión ambiental inicial |
| Horizonte de planificación | Necesidade de facer prognósticos a longo prazo |
| Obxectivos | Obxectivos ambientais |
| Accións estratéxicas (op., inv., fin.) | Accións ambientais estratéxicas (op., inv., fin.) |
| Análise de rendibilidade | Análise de rendibilidade |
| Análise do risco | Análise do risco |

FONTE: Romero Castro (2001).

Sen embargo, o fundamental desta similitude é, máis que mostra-la posibilidade de integra-la xestión do medio natural nas actividades habituais da xestión empresarial, poñer de manifesto que o medio natural constitúe un elemento estratéxico máis a ter en conta nesa xestión e que, polo tanto, ha de prestárselle unha maior atención que a limitada unicamente a coñecer e a tratar de elimina-los impactos sobre o medio natural da actividade dunha empresa. É este un dos aspectos dos que adocencen moitos sistemas de xestión ambiental, a ausencia dun enfoque estratéxico. Así, por exemplo, a práctica de realizar unha revisión ambiental inicial, previa á definición dunha política, duns obxectivos e dunhas accións ambientais, adoita perder unha gran parte do seu potencial ó non traducirse a información que proporciona na identificación de ameazas e de oportunidades estratéxicas. Nun recente estudio levado a cabo pola WWF (2001) destacábanse as que se recollen na táboa 2.

Táboa 2.- Medio natural: fontes de oportunidade e de ameaza

| OPORTUNIDADES ESTRATÉXICAS | AMEAZAS ESTRATÉXICAS |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Crecente produtividade dos recursos e maior eficiencia no consumo de recursos e de enerxía • Uso crecente de fontes de enerxía renovables • Identificación de materiais alternativos menos prexudiciais • Eliminación dos custos e dos riscos asociados co uso e co refugallo de materiais tóxicos • Desenvolvemento de novos mercados para tecnoloxías, produtos e servicios eficientes en relación co consumo de recursos • Promoción de novos produtos e servicios baseados en principios de consumo sostible • Innovación de produtos e servicios | <ul style="list-style-type: none"> • Risco de deterioración dos activos da empresa a consecuencia dos efectos do quecemento global, da destrución da capa de ozono e da chuvia ácida • Acceso reducido a recursos naturais críticos, como a auga • Acceso reducido a mercados clave e a man de obra cualificada • Incremento progresivo de custos e de riscos debido á confianza continuada en tecnoloxía inferior • Custos e riscos crecentes asociados co uso e co refugallo de materiais tóxicos • Crecente regulación e imposición para controlar actividades e emisións contaminantes • Redución da biodiversidade e das fontes de recursos xenéticos |

FONTE: WWF-UK (2001).

Este enfoque estratéxico non só é fundamental á hora de xestionar ambientalmente unha empresa senón tamén á hora de sometela á análise dos mercados financeiros. Schaltegger e Figge (1998) sinalan que, máis importante que considera-la cantidade de diñeiro dirixida á protección do medio natural ou a cantidade de contaminación xerada, o verdadeiramente relevante é a formulación e a implementación específicas da política de xestión ambiental. O analista financeiro debe considerar qué tipo de empresa está analizando e atende-las súas prácticas de xestión ambiental para extraer conclusións respecto do impacto destas sobre a eficiencia, sobre a súa situación financeira, etc., tratando de verificar se a xestión ambiental lle afecta positiva ou negativamente ó valor da empresa.

Aínda incorporando unha visión estratéxica da xestión empresarial do medio natural, é común á maioría das empresas que asumen este compromiso a inclinación a centrarse exclusivamente na detección e na xestión das ameazas ou o que é o mesmo, na xestión dos riscos asociados co medio natural (entendendo, como é habitual, o risco como un factor que inflúe negativamente no valor da empresa), esquecendo ou deixando nun plano secundario a análise e o aproveitamento das oportunidades dunha actitude proactiva desde o punto de vista ambiental. Polo lado dos mercados financeiros, aínda que no caso da concesión de crédito ou da cobertura aseguradora pode parecer razoable realizar este tipo de valoración parcial centrada no risco ambiental, na área do investimento e na xestión de activos financeiros é necesario valorar comparativamente os distintos activos sobre a base da súa rendibilidade e dos riscos esperados, o que supón tomar en consideración tanto as ameazas que penden sobre as empresas como as oportunidades que poden estar en disposición de explotar gracias á orientación da súa xestión.

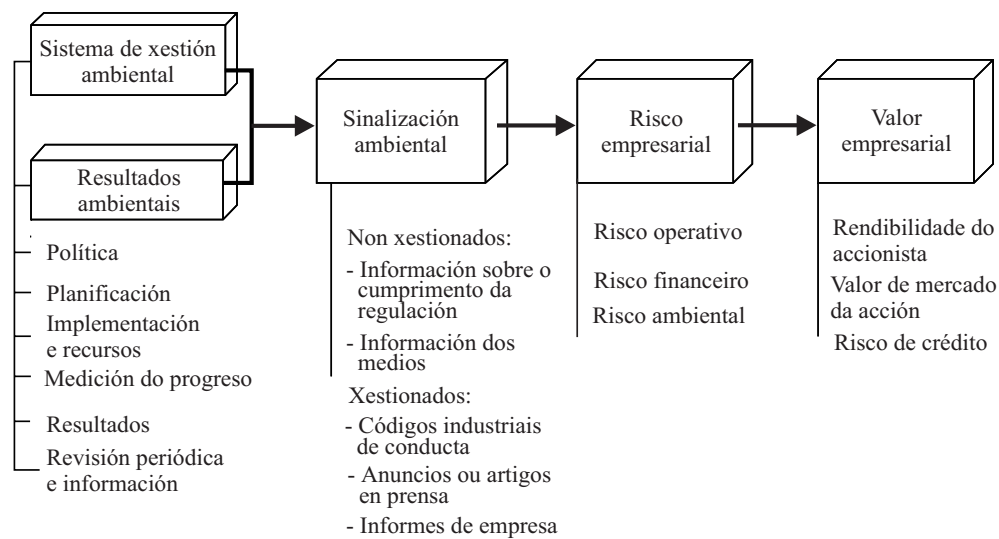
Sobre o que parece comezar a despexarse calquera tipo de dúbida é sobre o feito de que as decisións postas en práctica polas empresas con relación ó medio natural teñen un impacto significativo sobre a súa capacidade para crear valor empresarial e o seu risco, xa sexa o carácter dese impacto positivo ou negativo. Feldman, Soyka e Ameer (1996) representan esta relación a través da seguinte figura (figura 4).

Diversos estudos² (entre eles o que acabamos de citar) trataron de contrastar e de verifica-la existencia dunha relación positiva entre os resultados económico-financeiros dunha empresa e o seu compromiso ambiental. Mediante análises estatísticas de series de datos, estudos de casos reais ou simplemente o desenvolvemento da teoría financeira no ámbito das finanzas ambientais, distintos autores contribuíron a darlle entidade á idea de que, aínda que non se probou de forma concluínte a existencia dunha correlación positiva entre o desempeño financeiro e o desempeño ambiental dunha empresa (e menos aínda cáál é a relación de causalidade

² Para unha revisión dalgúns dos estudos máis representativos sobre esta cuestión, consulta-la obra citada da WWF (2001).

entrámbalas dúas), si parece terse chegado a un punto de acordo que sostén que, cando menos, unha xestión ambiental proactiva non lle prexudica á súa capacidade para crear valor, e que tampouco no ámbito do investimento nos mercados de capitais someter a configuración das carteiras a criterios ou a filtros ambientais de selección de activos limita o seu potencial de xerar rendibilidades nin de diversificar os riscos.

Figura 4.- Modelo conceptual: nexos entre valor empresarial e xestión e desempeño ambiental



Un recente estudo realizado para a UNEP pola organización Sustainability (2001) identificaba como principais impactos financeiros da xestión ambiental os seus efectos sobre o perfil de risco dunha empresa, sobre a súa capacidade e condicións de acceso ó capital, sobre a súa eficiencia operativa e sobre o valor para o accionista. Sinálanse tamén os impactos das actitudes socialmente comprometidas sobre o valor de marca e a reputación, o aproveitamento do capital humano e intelectual, o nivel de ingresos e a capacidade de innovación.

Todos estes impactos serían consecuencia da obtención dalgún dos seguintes obxectivos ambientais (White, 1996, p. 2): 1) venda de produtos e servizos respectuosos co medio natural, 2) redución dos custos de tratamento ou eliminación de refugallo, 3) redución de litixios e das responsabilidades futuras por danos contra o medio natural, 4) mellora da credibilidade ante o público, 5) empregados máis produtivos baixo mellores condicións de traballo, 6) anticipación e superación da normativa ambiental, etc.

De forma xeral, en función do tipo de obxectivos ambientais que estableza unha empresa e das accións que se propoñan para alcanzalos, pódense distinguir varios modelos de estratexia ambiental. Evidentemente, a implementación de iniciativas estratéxicas similares en distintas empresas dependerá de numerosos factores, como o sector ó que pertencen, o seu tamaño e a súa cultura corporativa. Así, por exemplo, mentres que a empresa industrial se enfronta a un amplo rango de retos ambientais, en sectores como o comercio polo miúdo ou os servicios as empresas encaran un abano máis reducido. Na mesma liña, as empresas de maior tamaño adoitan dispoñer dunha maior cantidade de fondos para destinar ó investimento en medio natural, e contan xeralmente con persoal especializado e dedicado en exclusiva á xestión ambiental da súa actividade. De todo isto derivase, ademais, que o éxito dunha estratexia determinada estará en función da estrutura da industria na que opera a empresa, da posición que esta ocupa naquela e das capacidades organizativas concretas que a distinguen das restantes empresas do sector.

Tendo presente, xa que logo, que en cada empresa unha determinada posición estratéxica poderá ser implementada de modo distinto e derivar consecuencias diferentes, varios autores (Arnold e Day, 1998; Reed, 1998; Reinhardt, 2000) coinciden na identificación de catro estratexias ambientais básicas e claramente diferenciadas á vez que complementarias:

- a) Cumprimento da normativa ambiental, a miúdo denominada como estratexia de “protección da franquía” ou protección do dereito de operar. Baixo esta posición estratéxica as empresas límitanse a cumprir coa regulación, tratando de evita-los custos de litixios, de responsabilidades, de multas que se derivarían do incumprimento. Asíase con medidas de descontaminación, de tratamentos “fin de liña” dos refugallos xerados e, en menor grao, coa adopción de sistemas incrementais de prevención da contaminación. Trátase, pois, dun enfoque centrado na xestión do risco financeiro asociado á responsabilidade ambiental legal.
- b) Cambios nos procesos de produción. As empresas que seguen esta estratexia redefinen os seus procesos de produción e modifican as tecnoloxías empregadas neles de cara a reduci-los impactos da súa actividade sobre o medio natural tanto no que se refire á xeración de contaminación como ó consumo de recursos naturais. Asíase con prácticas de prevención da contaminación e de mellora da eficiencia dos procesos productivos. As empresas que incorren nos custos derivados da prevención, especialmente cando esta vai máis alá do mero cumprimento da lexislación, tratarán de mante-la súa posición competitiva forzando ós gobernos a requirirille ó resto da industria a adopción desas prácticas e, ás veces, asociaranse con outras empresas para crear corpos privados de regulación que garantan que as empresas responsables desde o punto de vista ambiental non son penalizadas no mercado fronte ás que non asumiron eses compromisos.

- c) Cambios na oferta de produtos e servizos. Buscando a diferenciación baseada nos atributos dos produtos e dos servizos da empresa, ofrecendo produtos máis respectuosos co medio natural no que se refire á súa composición (incrementando o uso de materiais reciclables e reducindo a presenza de elementos perigosos ou tóxicos), deseño (menor cantidade de materia prima), funcionamento (maior eficiencia enerxética), etc. Evidentemente, o éxito desta estratexia dependerá da capacidade da empresa para crear entre os consumidores unha disposición a pagar pola calidade ambiental dos seus produtos, e da súa capacidade para protexer-lo valor así creado fronte ós competidores. As accións propias deste tipo de estratexias teñen que ver principalmente co deseño ambiental de produtos e servizos.
- d) Creación de novos mercados ou redefinición dos existentes. Baixo esta estratexia englobanse tanto as empresas que transforman ou que engaden á súa actividade servizos tipicamente vinculados ó sector ambiental (tratamento de augas residuais, consultoría ambiental, reciclaxe, etc.) como as que, sen cambiar a súa actividade, incorporan novas formas de entender a relación entre a empresa e o cliente, tratando en moitas ocasións de construír un vínculo de lealdade que reteña ó cliente baixo a súa influencia. Exemplos deste tipo de accións atopámonos, por exemplo, nos servizos de financiamento e instalación de sistemas de calefacción que empezaron a ofrecer algunhas compañías do sector enerxético ou nos servizos de recuperación de produtos usados que asumiron numerosas empresas, especialmente no sector da serigrafía, da fotografía, etc. Esta estratexia de redefinición dos mercados existentes confúndese en certo modo coa estratexia de diferenciación de produtos e servizos do apartado c). A diferenza fundamental radica en que na primeira a diferenciación recae fundamentalmente en atributos relacionados coa intensidade do servizo que acompaña ó produto, moitas veces xogando co concepto da súa propiedade.

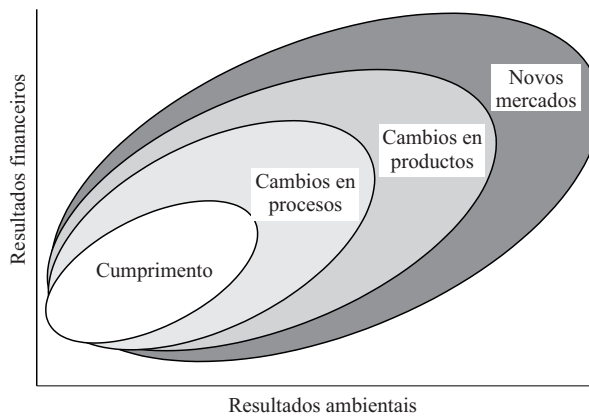
Cada unha destas estratexias está vinculada a un aspecto ou a un conxunto de aspectos financeiros específicos. A táboa 3 resume as características que destacamos para cada unha delas e incorpora a identificación dos principais impactos financeiros que xeran.

As catro estratexias anteriores complementanse e, en certo sentido, constitúen unha progresión lóxica na adopción de compromisos ambientais por parte das empresas, na que canto maior é a implicación mellores son tamén os resultados ambientais e mellores os resultados financeiros (figura 5).

Táboa 3.- Estratexias ambientais e impacto financeiro

| ESTRATEGIA | CUMPRIMENTO | CAMBIOS NOS PROCESOS | CAMBIOS NOS PRODUCTOS | NOVOS MERCADOS |
|--------------------|--|---|--|---|
| Accións | - Solucións fin de liña (descontaminación e tratamento de refugalllos) - Melloras incrementais en procesos | - Prevención da contaminación (tecnologías limpas) - Reducción de refugalllos - Eficiencia | - Deseño ambiental (composición, funcionamento...) | - Sector ambiental - Novos produtos ou redefinición da oferta (intensidade do servizo) |
| Impacto financeiro | - Menor marxe - Menor risco - Primeiro paso para descubrir oportunidades estratéxicas - ¿Valor empresarial? | - Aforros de custos - Maior marxe - Menor risco - Menor activo - Maior ROE - Aumenta o valor | - ¿Vantaxe competitiva? - Posibilidade de maiores ingresos - ¿Valor empresarial? | - Maires ingresos - Diversificación - Vantaxe competitiva |

FONTE: Elaboración propia.

Figura 5.- Resultados ambientais e financeiros das estratexias ambientais

FONTE: Elaboración propia.

Desde o punto de vista dos mercados financeiros, os impactos financeiros de maior relevancia serán aqueles que lle afecten ó risco e á capacidade de xerar valor da empresa. Xa apuntamos algunhas das relacións máis importantes entre determinadas accións estratéxicas e estes dous conceptos. Tamén indicabamos anteriormente o papel preponderante que a xestión do risco ocupaba na maioría das estratexias das empresas comprometidas coa protección e a conservación do medio natural, e das que tan só se preocupaban por non incorrer en incumprimentos normativos e as súas cargas financeiras asociadas. Efectivamente, a xestión do risco constitúe un labor fundamental de calquera empresa e é tamén un elemento primordial de decisión e de xestión nos mercados de capitais. Por iso dedicámoslle un pequeno espazo no noso traballo para reflexionar sobre as características peculiares

dos riscos asociados co medio natural e sobre cómo deben enfronta-las empresas a súa xestión.

Seguindo a Reinhardt (2000), no contexto da relación empresa-medio natural, o termo *risco* presenta tres acepcións diferentes pero estreitamente vinculadas. Por un lado, a posibilidade de provocarlle danos á saúde humana e ós ecosistemas derivados da actividade empresarial; por outro, a posibilidade de que se produzan prexuízos financeiros para a empresa como consecuencia do avance no estudo do medio natural e na súa evolución da percepción social, política e económica; e en terceiro lugar, a posibilidade de incorrer en responsabilidades civís ou penais debido ó impacto ambiental da empresa.

As empresas intentaron desde sempre xestionar e cubri-los seus riscos. Os riscos derivados da relación entre a empresa e o medio natural non deixan de ser probabilidades de ocorrencia de acontecementos adversos que nun momento dado poderían golpea-la súa capacidade para seguir xerando valor. Sen embargo, moitos dos “riscos ambientais” que rodean ás empresas na actualidade posúen características moi particulares que dificultan a súa xestión e, máis concretamente, a súa valoración, ó que se lle engade o feito de que ás veces se trata de riscos radicalmente novos e de que non é posible saber con certeza cales están aínda por aparecer.

A Association of British Insurers (2001) identificou as seguintes características distintivas dos riscos relacionados coa responsabilidade social e ambiental dunha empresa:

- **Diversidade:** a ameaza pode provir de calquera grupo da contorna empresarial (consumidores, traballadores, provedores, NGO, etc.).
- **Acumulación:** ás veces están relacionados con problemas cunha orixe que se remonta atrás no tempo e, do mesmo modo, actividades que hoxe non supoñen unha ameaza poden desatala no futuro. Tamén pode tratarse de riscos latentes, que van xerando pequenos avisos ata que un deles cataliza todos eses sinais e provoca unha reacción incontrolable pola empresa.
- **Escalados:** a miúdo derivan en impactos indirectos que supoñen custos superiores ós derivados do impacto inicial.
- **Relativos:** o risco pode te-la súa orixe na posición da empresa con respecto ós seus competidores máis ca no seu propio desempeño ambiental.
- **Suxeitos ó devir dos acontecementos:** poden estar fóra do control da empresa e cambiar constantemente en importancia, suxeitos á aparición repentina de novas ameazas.
- **Pouco documentados:** a súa relativa novidade explica que non se dispoña de información que facilite a valoración e xestión destes riscos.

Canto maior é o risco ó que está exposta unha empresa maior é o custo do seu capital propio, xa que os accionistas esixen maiores rendibilidades para asumir

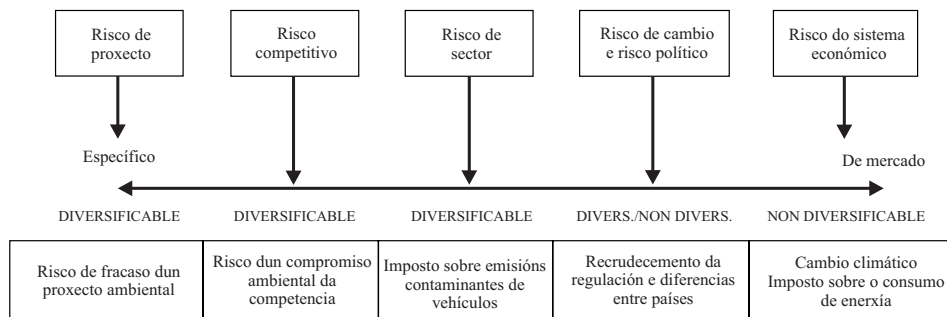
maiores riscos e tamén podería ser maior o custo da débeda, posto que as entidades financeiras poden penalizar a aquelas empresas cun elevado risco ambiental que as obrigue a asumir un risco de crédito superior. Este comportamento racional dos axentes financeiros debería ser igualmente aplicado cando a empresa reduce o seu risco ambiental, de tal forma que tanto accionistas como obrigacionistas estarían dispostos a asumir unha menor rendibilidade a cambio dun menor risco. Así, a empresa soportaría un menor custo do capital, o cal se traduciría nun incremento do seu valor, reflectido nun aumento do prezo das súas accións. Este tipo de comportamentos, coas consecuencias financeiras que xa expuxemos, xa se están producindo nos mercados financeiros. A este respecto, White (1997) sinala que cómpre ter presente que, en mercados eficientes, os propios mecanismos do mercado fan que as empresas que crean valor a través do seu compromiso co medio natural alcancen o equilibrio unha vez que o incremento no prezo da acción reduciu suficientemente o rendemento dos novos compradores, de tal forma que sexa improbable que poidan obter rendementos axustados por risco maiores ou menores cós propios do seu nivel de risco. O cal non nos impide pensar na posibilidade de que a incorporación de consideracións ambientais, éticas, etc., nos procesos de toma de decisións de investimento nos mercados de capitais poida constituir *per se* unha nova imperfección do mercado (de feito, na actualidade, a falta de transparencia no que se refire á información ambiental das empresas pode considerarse unha fonte de ineficacia).

Volvendo á resposta da comunidade investidora á estimación do risco ambiental ó que está exposta unha empresa, cómpre lembrar que a disposición dos investidores para o intercambio de menor rendibilidade por menor risco só ten sentido financeiro cando o risco que lle afecta á empresa non pode ser diversificado polo investidor; é dicir, cando se trata de riscos sistemáticos ou de mercado. Atopámonos, xa que logo, ante a necesidade de defini-los riscos empresariais relacionados co medio natural nos termos que establece o modelo xeral de valoración de activos financeiros (CAPM), que distingue entre aqueles riscos que afectan de forma sistemática a tódalas empresas do mercado (riscos sistemáticos ou de mercado) e os riscos que están ligados á situación particular dunha empresa (riscos específicos), os cales poden ser diversificados polo investidor mediante a ampliación da súa carteira con títulos que manteñen unha escasa correlación. Na medida en que o risco específico pode ser diversificado non é remunerado polo mercado de capitais.

Identificamos algunhas características diferenciais dos riscos ambientais, que poñían de manifesto a dificultade de xestionalos e de valoralos. Tampouco é sinxelo cataloga-los riscos derivados da relación empresa-medio natural nun dos dous grupos que acabamos de definir. Unha desas características distintivas era precisamente a relativa á gran diversidade de fontes que poden se-la orixe do risco ambiental, así como a súa propia variabilidade no tempo e a súa dependencia do desenvolvemento dos acontecementos (evolución da lexislación, do coñecemento sobre os problemas ambientais, etc.). É posible que existan riscos ambientais espe-

cíficos para unha empresa mentres que outros afectan sen lugar a dúbidas á xeneralidade das unidades empresariais, e tamén podemos recoñecer riscos ambientais que presentan un carácter mixto, nin totalmente específicos nin totalmente sistemáticos, xa que ás veces eses riscos se concentran en sectores específicos ou en ámbitos competitivos concretos ou se relacionan con determinadas actividades que poden ser desenvolvidas por calquera tipo de empresa (exportacións e importacións, por exemplo). Damodaran (2001) identifica cinco tipos de riscos que sitúa nun segmento cuns extremos que veñen determinados polo seu carácter sistemático ou específico (figura 6). Asociamos a cada un deles un exemplo de risco ambiental, indicando se é posible a diversificación por parte do investidor.

Figura 6.- Clasificación de riscos ambientais



FONTE: Elaboración propia a partir de Damodaran (2001).

Baixo unha interpretación estricte da racionalidade dos mercados financeiros, os investidores e as empresas do sector financeiro deberían esperar que as empresas tan só xestionasen os seus riscos ambientais sistemáticos, que son os que non teñen posibilidade de diversificar no mercado. Deste modo, accionistas e entidades financeiras xestionarían pola súa conta os riscos diversificables e trasladaríanlle á empresa a súa incapacidade para cubri-los sistemáticos, en forma de maiores rendibilidades esixidas, maiores tipos de xuro ou maiores primas pola cobertura aseguradora. Sen embargo, desde a perspectiva da racionalidade económica, a empresa que non xestionase os riscos ambientais diversificables para o investidor estaría desperdiciando, como xa destacamos, múltiples oportunidades de xeración de valor.

Reinhardt (2000) sinala outros motivos polos que os investidores aceptan que a empresa xestione os riscos que eles mesmos poden manexar:

- 1) Os directivos da empresa coñecen as súas perspectivas de cara ó futuro mellor que calquera dos que achegan capital externo. Ademais, a xestión do risco ambiental pode contribuír a reduci-lo risco de quebra ou de calquera outro tipo de problema financeiro.

- 2) Posto que os directivos non poden cubri-lo seu propio risco de desemprego no caso de que a empresa se vise obrigada a pechar, esixirán unha remuneración máis elevada se os accionistas os someten a presión para que non xestionen o risco ambiental.
- 3) A propia cobertura do risco ambiental por parte do investidor esixe tempo e diñeiro para lograla información necesaria e realiza-las operacións adecuadas.

Así pois, a empresa vese incentivada a xestiona-los seus riscos ambientais tanto polas oportunidades de obter menores custos e maiores ingresos como consecuencia da asunción da súa responsabilidade ambiental (mellora da eficiencia operativa, novos produtos e servizos, redución da posibilidade de enfrontarse a litixios, multas, indemnizacións), como polas expectativas dos membros dos mercados financeiros, que se mostran dispostos a recompensa-la adopción de compromisos ambientais por parte das empresas escolléndoas como destino do seu investimento ou favorecéndoas con menores custos de financiamento, aseguranza, etc.

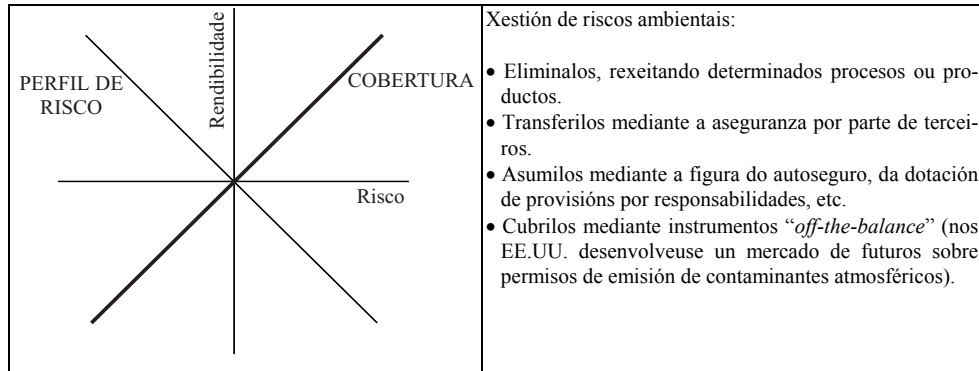
Para iso, os instrumentos a disposición das empresas son os mesmos cós que se empregan na cobertura doutros tipos de risco, e tamén é igual a concepción que subxacente na súa aplicación, garantir que acontecementos adversos non minen a rendibilidade da empresa.

Pese a que, aínda sendo conscientes de que o risco ambiental require un tratamento específico, os instrumentos aplicables á súa xestión son coñecidos e xeralmente xa utilizados na empresa, moitas aínda non estableceron os mecanismos oportunos para que esa xestión sexa efectiva debido, ás veces, á falta de conciencia sobre o potencial de impacto das cuestións relacionadas co medio natural sobre a súa capacidade para crear valor e sobre o seu nivel de risco e, en tódolos casos, debido á dificultade de establecer unha valoración apropiada do risco ambiental como consecuencia das súas especiais características, tal e como as definiamos anteriormente.

Cómpre, xa que logo, desenvolver ferramentas, indicadores, etc. que lles permitan, tanto ás empresas como ós restantes participantes dos mercados de capitais, valorar adecuadamente o risco ambiental asociado á actividade empresarial, á vez que estima-lo seu efecto sobre o valor e as oportunidades que encerra para incrementalo.

Neste sentido estanse movendo os mercados financeiros, tratando de incorporalo impacto das cuestións ambientais sobre o risco e a rendibilidade dunha empresa na súa provisión habitual de servizos e na súa propia xestión financeira e estratéxica. No seguinte apartado efectuarase unha breve revisión da resposta dos mercados de capitais á crecente influencia do medio natural sobre tódolos ámbitos do sector económico.

Figura 7.- Xestión do risco ambiental



FONTE: Elaboración propia.

5. O PAPEL DO SECTOR FINANCEIRO NA PROTECCIÓN DO MEDIO NATURAL

Como xa explicamos con anterioridade, os mercados de capitais vense tamén afectados pola evolución das presións que desde distintos ámbitos requiren un cambio no modelo de crecemento económico que incorpore como obxectivo propio a protección e a conservación do medio natural. Pero non só debido ó seu efecto sobre a rendibilidade e o risco das empresas coas que establece distintos tipos de relación contractual, senón tamén como consecuencia de tomar conciencia de que o problema ambiental encerra tamén para os propios investidores e institucións financeiras oportunidades e ameazas estratéxicas.

Un estudio patrocinado polo World Resources Institute (WRI, 1998) identificaba catro razóns ou inductores que, desde distintos ámbitos (empresas clientes, investidores individuais, equipo directivo, etc.), podían motiva-lo sector financeiro a incorpora-lo medio natural na súa xestión, relacionados con 1) a creación de valor, 2) a regulación, 3) a reputación ou imaxe pública e 4) a ética e a responsabilidade social dos axentes. O traballo centraba a súa atención na análise de oito grandes segmentos do sector financeiro (banca comercial, banca de investimento, fondos de investimento, fondos de pensións, aseguranza de danos á propiedade e ás persoas, seguros de vida, sociedades de capital-risco e fundacións) para determinar, entre outros aspectos, qué tipo de motivacións podían impulsar ós distintos axentes do mercado a requirir destas institucións un compromiso coa protección do medio natural. As súas conclusións resúmense na seguinte táboa, na que nos referimos a cada un dos inductores antes mencionados co número de orde asignado arriba.

Táboa 4.- Indutores da adopción de obxectivos ambientais polo sector financeiro

| | BANCA COMERCIAL | BANCA DE INVEST. | FONDOS DE INVEST. | FONDOS DE PENSÍONS | SEGUROS PROP. E PERSOAS | SEGUROS DE VIDA | CAPITAL RISCO | FUNDACIÓNS |
|-----------------------------|-----------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------------|-----------------|---------------|------------|
| Empresa cliente | 1 | 1, 3 | - | 1, 3, 4 | 1 | 1, 4 | - | - |
| Alta dirección | 1, 3 | - | - | - | 1, 4 | - | - | 3, 4 |
| Equipo técnico e directivo | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | - | 1, 4 |
| Reguladores | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | - |
| Axencias de <i>rating</i> | 1 | - | 1, 4 | - | - | - | - | - |
| Organismos de supervisión | 1, 3 | - | - | - | - | - | 1, 3 | - |
| Analistas/asesores | - | 1 | 1 | - | - | - | - | - |
| Investidores individuais | - | 1, 4 | 4 | - | - | - | - | - |
| Investidores institucionais | - | - | 4 | - | - | - | 4 | - |
| Empregados empresa cliente | - | - | - | 1, 4 | - | - | - | - |

FONTE: Elaboración propia a partir de Rosen *et al.* (1998).

Como se pode apreciar, prima a posibilidade de crear valor a través do investimento responsable desde o punto de vista ambiental, aínda que no estudio teórico do WRI este motivo parece ausente como causante do interese da comunidade investidora en produtos como os fondos de investimento ecolóxicos, ós que nos referiremos máis adiante. A realidade dos mercados de capitais, sen embargo, indícanos que as decisións dos investidores seguen xirando en torno ó intercambio entre rendibilidade e risco, e que o investimento en produtos ou en proxectos relacionados co respecto ó medio natural só atraerá capital na medida en que se considere posible igualar ou mellorar esa relación de intercambio con respecto a outras posibilidades de investimento.

En calquera caso, e deixando a un lado o debate sobre a posibilidade de obter rendementos positivos integrando o medio natural na actividade do sector financeiro, un aspecto primordial da relación entrámbolos dous é a capacidade do sector financeiro para crea-las condicións óptimas dentro do sistema económico de cara a lograr unha maior implicación das unidades empresariais na protección e conservación do medio natural, mellorando as condicións de financiamento de proxectos que incorporen eses obxectivos, creando produtos financeiros específicos, etc. Ademais, mediante a súa intervención, o sector financeiro podería liberar ó sector público dunha parte desta responsabilidade e contribuír a que as medidas adoptadas por este fosen máis eficaces. Así pois, podemos identificar diversas formas en que o sector financeiro pode manter unha interacción co medio natural (Report to the European Commission, 1997, p. 1):

- Como investidores, proporcionando o investimento necesario para alcanza-lo desenvolvemento sostible.
- Como innovadores, desenvolvendo novos produtos financeiros para potencia-lo desenvolvemento sostible.
- Como valoradores, poñéndolle prezo ós riscos e estimando rendementos.

- Como poderosos grupos de presión, pois na súa condición de accionistas e de obrigacionistas poden influír considerablemente sobre a xestión das empresas.
- Como contaminadores, non ó nivel do sector industrial, pero cun impacto agregado importante relacionado sobre todo co consumo de recursos.
- Como vítimas da degradación do medio natural e como potenciais beneficiarios da súa xestión activa.

A primeira resposta activa dos mercados financeiros produciuse nos anos oitenta, cando entidades de crédito e compañías de seguro comezaron a verse afectadas por cuestións como a propiedade de terreos contaminados ou a crecente demanda de responsabilidades por danos derivados da degradación do medio natural, que motivaron a inclusión da valoración destes riscos nas súas actividades de préstamo e de cobertura aseguradora. Máis recentemente, as consideracións ambientais xa non só forman parte da xestión de riscos de distintas institucións financeiras senón que empezan a integrarse na súa planificación estratéxica como fonte de oportunidades tanto para crear novos mercados ou nichos de mercado como para mellora-la calidade global dos seus negocios.

Para analizar cá é o estado actual da integración do medio natural na actividade do sector financeiro, dividirémolo en tres áreas: a relativa á actividade investidora, a relativa á actividade de crédito e a actividade do subsector asegurador. Dedicarémolle tamén un apartado á incipiente actividade das axencias de *rating* no ámbito da medición e da comparación do desempeño ambiental das empresas, xa que poden prover de información fundamental para a xestión das tres áreas anteriores.

5.1. A ACTIVIDADE INVESTIDORA: INVESTIMENTO AMBIENTALMENTE RESPONSABLE

En decembro de 2001, CSR Europe e Euronext fixeron pública a súa enquisa europea sobre a relación entre o investimento socialmente responsable (ISR, dentro da cal o medio natural é un aspecto máis) e a comunidade financeira, realizada en distintos países europeos, entre eles España, a un número elevado de xestores de fondos de investimento e analistas financeiros, así como a investidores de alto nivel de cinco deses países. Nela ofrécese datos que poñen de manifesto a crecente demanda de produtos de investimento social (un 44% dos investidores afirman percibir unha demanda específica neste sentido), e a ampliación da oferta de servizos do sector financeiro para incorporar esas cuestións (un 33% dos xestores e analistas que responderon á enquisa afirman que as súas compañías ofrecen actualmente produtos de investimento social, mentres que un 15% adicional asegura que nas súas empresas xa se pensou en introducir eses produtos nun futuro). Entre as razóns aducidas polos investidores para explica-lo interese xerado pola ISR, un 30%

considera que a xestión do risco ambiental ten un impacto positivo sobre o valor de mercado dunha empresa no curto prazo, mentres que esta porcentaxe se eleva a un 86% cando se toma como horizonte de planificación no longo prazo. Ademais, un 77% afirma estar disposto a asumir menores rendementos no curto prazo baixo a expectativa de obter rendementos iguais ou superiores no longo prazo. Polo lado da provisión de servizos financeiros, un 51% dos xestores de fondos de investimento entrevistados e un 37% dos analistas financeiros confirman a posibilidade de obter rendementos superiores á media coa ISR, e o 92% de todos eles din que, para as mesmas condicións de risco e de rendibilidade, preferirían ofertar produtos de ISR ó investimento tradicional.

Nos últimos anos, diversas sociedades de valores e prazas financeiras promoveron a elaboración dos chamados índices éticos, que tratan de recolle-la evolución do desempeño das empresas socialmente responsables e que permiten, por un lado, chama-la atención da comunidade investidora sobre a posibilidade de incorpora-la responsabilidade social como criterio de decisión na formación das súas carteiras e, por outro lado, compara-lo rendemento e o risco asociados á ISR cos do investimento tradicional e servir de referencia para a creación de novos produtos de ISR. Nos Estados Unidos destacan dous: o DOMINI 400 SOCIAL INDEX (DSI), composto por 400 empresas das cales 250 están incluídas no S&P500, e o DOW JONES SUSTAINABILITY GLOBAL INDEX (DJGSI), que integra máis de 300 empresas de 62 sectores distintos localizadas en 26 países (a 31 de xaneiro de 2002). En Europa, a mediados do ano 2001 a bolsa londiniense deulle luz ó FTSE4GOOD GLOBAL INDEX, composto por empresas do FTSE Developed que cumpren uns estándares mínimos en materia de medio natural, de dereitos humanos, etc. Ata a actualidade, o desempeño destes índices éticos foi similar ó dos índices xerais e mesmo en ocasións melloraron o seu rendemento axustado por risco, poñendo de manifesto que a ISR non ten por qué limita-la obtención de rendibilidades competitivas nos mercados de capitais nin as posibilidades de diversificación e xestión de riscos das carteiras dos investidores.

Se cadra sexa esta a razón pola que nos últimos anos se estea asistindo a un espectacular crecemento dos fondos de investimento éticos e con responsabilidade social, denominación baixo a que se engloban, entre outros, os chamados fondos de investimento ecolóxicos, verdes ou ambientais que, máis ca restrinxi-lo seu universo de valores de investimento a aquelas empresas nas que non se detectan un conxunto de criterios negativos ou que presentan determinados criterios positivos de preselección, están comezando a condiciona-la súa xestión e configuración á verificación da existencia dunha relación entre o desempeño ambiental e o desempeño económico-financeiro das empresas que asumen como propio o obxectivo de protexer e conservar a contorna natural dado que, como diversos estudos mostraron, os niveis de rendemento e de risco que ofrecen estes fondos verdes equiparan e ás veces superan os resultados dos produtos tradicionais (Piñeiro Chousa e Romero Castro, 2002).

Outro tipo de investidores institucionais, os fondos de pensións, empezaron tamén a mostrar interese no investimento social e ambientalmente responsable e a canaliza-los seus aforros cara ás empresas comprometidas con estes obxectivos e cara ós fondos de investimento éticos e ecolóxicos. Aínda que tradicionalmente os xestores de fondos de pensións se mostraron especialmente precavidos ante esta nova alternativa de investimento, dado que están legalmente obrigados a antepoñe-lo interese financeiro a calquera outro e son responsables dos fondos que xestionan, a súa actitude ante a ISR iniciou un proceso de transformación que se estendeu xa nalgúns países (Reino Unido, Alemaña) ó terreo da lexislación, na medida en que, como sinala Reed (1998), 1) se a evidencia de que o desempeño ambiental e o desempeño financeiro están relacionados é suficientemente sólida, 2) daquela non sería prudente obvia-lo desempeño financeiro dunha empresa ó tomar unha decisión de investimento, e 3) as cuestións ambientais pasarían a ser consideradas como parte do proceso de selección que calquera investidor prudente aplicaría normalmente, de tal forma que estaría xustificada a súa integración na xestión de calquera investidor institucional.

Tamén desde outras áreas do sector financeiro, como a banca ou a actividade aseguradora, empezáronse a tomar en consideración aspectos de risco e de oportunidade ambiental na xestión das súas carteiras de activos. Sen embargo, en ámbolos dous subsectores os desenvolvementos máis importantes, e máis relevantes de cara a condiciona-lo comportamento ambiental das empresas e establecer unha contorna económica favorable para o investimento ambiental, son os referidos as súas actividades principais de provisión de financiamento e de cobertura aseguradora, nas que nos centraremos nos dous apartados seguintes.

5.2. A ACTIVIDADE DE CRÉDITO

As entidades financeiras poden exercer unha grande influencia sobre o desempeño ambiental das empresas coas que se relacionan, principalmente mediante dúas vías: a través da concesión de crédito e proporcionando información. Ata a data, o ámbito no que se produciu unha integración máis profunda das consideracións ambientais é, precisamente, a da análise do crédito, orientada fundamentalmente á detección de riscos que poidan derivar en responsabilidades que poñan en dúbida a capacidade das empresas para facerlle fronte á devolución do préstamo. Existe tamén un interese crecente das entidades financeiras en traballar conxuntamente coa empresa para atopa-las formas máis idóneas de incorpora-la xestión ambiental ós seus sistemas de xestión, que derivaron na elaboración de guías de boas prácticas, ferramentas de xestión, etc. En España, unha entidade pioneira neste sentido é o BCH, socio colaborador no proxecto Red Entorno de Empresas de cooperación empresarial, que ten como obxectivo prove-las empresas dunha serie de servicios

para conseguir unha xestión ambiental adecuada: acceso a información sobre lexislación, cursos de formación e feiras, sesións de *benchmarking* e descontos en compras e en servizos.

O progreso foi menor no que se refire ó desenvolvemento de novos produtos financeiros orientados tanto ás empresas que desexan investir en proxectos destinados a conseguir melloras ambientais nos procesos de produción ou nos propios produtos, como ós particulares. A táboa 5 mostra algunhas das posibilidades que se abren ante a actividade bancaria tradicional en ámbolos dous ámbitos.

Táboa 5.- Productos financeiros ambientais para particulares e empresas

| PARTICULARES | EMPRESAS |
|---|--|
| Hipotecas – localización eficiente da vivenda | Financiamento para a recuperación de lugares contaminados |
| Hipotecas – posesión dun ou de ningún coche | Financiamento para a construción de edificios sostibles |
| Hipotecas – eficiencia enerxética | Financiamento para investir en eficiencia enerxética |
| Préstamos para investir en eficiencia enerxética | Financiamento de contratos de <i>leasing</i> de tecnoloxías limpas |
| Préstamos para o teletraballo | Financiamento para investimento en teletraballo, sistemas de vídeo conferencia |
| Auditorías enerxéticas de vivendas novas hipotecadas | Financiamento para empresas do sector de servizos ambientais |
| Préstamos para instalacións comunitarias en edificios | Etc. |
| Paquetes de financiamento de transporte privado | |
| Préstamos – adaptar vehículos a novos combustibles | |
| Productos de aforro “verdes” | |
| Productos de investimento “verdes” | |
| Etc. | |

FONTE: Adaptado de Report to the European Comisión (1998).

Polo xeral, eses produtos, sexan específicos para determinados sectores ou proxectos ou sexan os mesmos produtos da súa oferta ordinaria, caracterízanse por incorporar condicións máis flexibles, menores tipos de xuro, límites de crédito máis amplos, todo o cal deriva nun menor custo do financiamento alleo das empresas e encerra, polo tanto, a posibilidade de xerar valor. Pola súa parte, a xestión do medio natural permítelle á entidade financeira reduci-la súa exposición ó risco de errados, así como cubri-lo risco de atopar entre a súa carteira de activos propiedades desvalorizadas ou suxeitas a obrigas legais de indemnización, compensación ou recuperación.

5.3. A ACTIVIDADE ASEGURADORA

A principal contribución do sector asegurador á integración da xestión ambiental nos sistemas de xestión das empresas descansa sobre a súa capacidade para valorar e poñer prezo ós distintos tipos de risco ambiental ós que aquelas se enfrontan, e a súa dispoñibilidade para cubri-lo pagamento das responsabilidades derivadas dos danos ó medio natural ocasionados coa actividade empresarial, así como mitiga-lo impacto financeiro negativo dos posibles bloqueos, peches ou clausuras, boicots de consumidores, multas, peche de mercados de exportación, etc. asociados co risco ambiental.

O primeiro sinal de alarma relacionado co medio natural acendeuse nos EE.UU., onde o incremento de reclamacións de persoas afectadas por asbestose e as primeiras repercusións do cambio climático, que coincidiron cunha etapa de expansión da cobertura proporcionada polas entidades aseguradoras no ámbito do medio natural, puxeron en perigo a solvencia de moitas compañías do sector, facendo patente a necesidade de instaurar unha xestión máis profunda e informada dos riscos ambientais asociados á actividade empresarial.

A resposta inicial do sector e dos organismos reguladores da súa actividade aseguradora reduciuse a tratar de limita-la responsabilidade das entidades de seguros ante as crecentes reclamacións das empresas, pero axiña se puxo de manifesto a insuficiencia deste tratamento, á vez que empezou a analizarse o papel potencial do sector asegurador na promoción de comportamentos proambientais por parte das empresas, mediante a valoración adecuada dos seus riscos ambientais e a posibilidade de recompensar con menores primas ás empresas con menores exposicións ou unha xestión activa desas exposicións. Neste sentido, as compañías aseguradoras poden:

- Utiliza-lo desenvolvemento sostible como unha ferramenta de xestión do risco, na medida en que aquelas empresas comprometidas co medio natural encerrarán con maior probabilidade riscos inferiores.
- Potenciar de forma global a adopción de compromisos ambientais polas empresas, desenvolvendo estándares, etc.
- Xestiona-lo propio risco ambiental das súas carteiras de investimento, por exemplo, proporcionándolles ás empresas información sobre xestión ambiental, como xa están facendo as entidades de crédito.
- Desenvolver novos produtos de seguro para afrontar-lo reto ambiental, como poderían ser: seguros sobre zonas protexidas, parques naturais, etc.; seguros para novas categorías de risco relacionadas co medio natural, como o risco tecnolóxico ou o risco de marca/imaxe; seguros fronte á incerteza que rodea ó desenvolvemento normativo en materia de política ambiental; produtos específicos para o sector ambiental, como un seguro para cubri-lo sector de enerxías renovables da variabilidade da meteoroloxía.

5.4. O RATING AMBIENTAL

Cada vez faise máis patente a necesidade de prover, xa non só os mercados financeiros senón tamén os mercados de consumo (final e intermedio) e tódolos grupos de interese implicados na actividade empresarial de información relevante e fiable sobre a actuación ambiental das empresas. A transparencia necesaria para o funcionamento eficiente de calquera sistema de mercado convértese en condición

sine qua non para a expansión da protección do medio natural a tódolos ámbitos da actividade económica.

Para lograr esa transparencia, por un lado, requírese das empresas un maior compromiso e esforzo para elaborar información sobre o seu desempeño ambiental e o seu impacto sobre a contorna, que debería ser obxecto da mesma publicidade que se lles outorga ás súas contas anuais. Neste sentido, principiaron xa a articularse esquemas de regulación que lles reclaman ás empresas a elaboración e a difusión desa información, como é o caso da Security and Exchange Commission da bolsa de Nova York. En Europa, a actuación máis relevante produciuse no Reino Unido e en Alemaña, onde se incorporou á lexislación que regula os fondos de pensións o requirimento ás entidades xestoras de facer públicos os criterios éticos e sociais que rexen os seus investimentos.

En calquera caso, aínda non se produciu unha resposta clara nin por parte dos gobernos nin por parte das empresas que garanta un futuro transparente no que se refire á provisión de información ambiental sobre as súas actividades. Existen tamén iniciativas privadas que trataron de crear un marco de referencia para promover a elaboración do que veu denominarse memoria ambiental ou informe de desenvolvemento sostible, tanto por parte das ONG como das entidades financeiras, como xa vimos. Entre as primeiras destacan esforzos como o do Global Reporting Initiative ou o da organización CERES, que elaboraron senllas guías que serviron para xerar un número considerable de esforzos informativos por parte das empresas uniformes e comparables.

A partir da elaboración deste tipo de informes, resulta máis fácil a tarefa de tratar de crear esquemas de clasificación xerárquica que permitan ordenar as distintas organizacións en función do seu desempeño e compromiso ambiental. A aplicación da metodoloxía de elaboración de *ratings* á valoración e á clasificación do esforzo e dos resultados ambientais das empresas podería dar lugar a unha información de gran valor para os distintos participantes nos mercados financeiros, incluídas as propias empresas avaliadas, que terían así unha referencia sólida con respecto á cal compararse e realizar un proceso de *benchmarking*. Tamén neste ámbito xurdiron xa as primeiras propostas, en moitas ocasións por parte de entidades de crédito, seguro, etc., que, como acabamos de analizar, descubriron a importancia de xestionar os riscos ambientais propios e os das empresas coas que realizan operacións.

O *rating* de empresas baseado en criterios ambientais precisa dun conxunto de indicadores contra os que valora a bondade da actuación desas empresas. A fixación de tales medidas resulta moi difícil, sobre todo cando se trata de conferirlle ó labor de *rating* cun carácter eminentemente práctico e operativo para os mercados de capitais, mediante a vinculación do desempeño e nivel de compromiso ambiental das empresas coa súa capacidade de creación de valor e coa valoración do risco ó que están expostas. Neste sentido, Reed (1998) sinala que os factores fundamentais para avaliar un sistema de *rating* ambiental con relación ó seu potencial para ligar os resultados ambientais coa creación de valor para o accionista deben se-lo

graio en que ese sistema está orientado ó futuro, baseado en indicadores específicos para cada industria, transparente e facilmente comprensible e capaz de engadirles valor ós sistemas de valoración existentes. Destaca tamén que ningún dos sistemas de *rating* ambiental por el analizados cumpren con todos estes factores.

Queda, xa que logo, aínda moito por facer nesta materia, e a clave virá sen dúbida da man de incorporar unha perspectiva financeira de creación de valor na análise do desempeño ambiental das empresas. Os criterios máis habitualmente utilizados nos sistemas de *rating* ambiental ata a data aparecen recollidos na táboa 6.

Táboa 6.- Criterios ambientais para a elaboración de *ratings* empresariais

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Emisións de efecto invernadoiro - Eficiencia no consumo de materiais - Emisións tóxicas - Verquidos - Intensidade no consumo de enerxía - Consumo de auga - Responsabilidades - Sistemas de xestión ambiental - Cumprimento da regulación - Xeración de refugallos perigosos - Riscos ambientais da industria - Mellora do desempeño - Oportunidades estratéxicas |
|---|

FONTE: Reed (1998).

BIBLIOGRAFÍA

- ABI (2001): *Investing in Social Responsibility. Risks and Opportunities. ABI Research Report.*
- ARNOLD, M.B.; DAY, R.M. (1998): *The Next Bottom Line. Making Sustainable Development Tangible.* WRI Reports.
- CSR EUROPE (2001): *The European Survey on Socially Responsible Investment and the Financial Community.*
- DAMODARAN, A. (2001): *Corporate Finance. Theory and Practice.* 2ª ed. Wiley.
- DELPHIINTERNATIONAL AND ECOLOGIC GMBH (1997): *The Role of Financial Institutions in Achieving Sustainable Development.* (Informe para a Comisión Europea). European Commission.
- FELDMAN, S.J.; SOYKA, P.A.; AMEER, P. (1996): *Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?* ICF Kaiser Int.
- KEMP, V. (2001): *To Whose Profit? Building a Business Case for Sustainability.* WWF-UK.
- PIÑEIRO CHOUSA, J.; ROMERO CASTRO, N. (2002): "Fondos de inversión verdes: análisis de fondo, forma y capacidad de generación de rentabilidad", *XII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica.* Covilhã (Portugal).

- REED, D.J. (1998): "Green Shareholder Value, Hype or Hit?", *Sustainable Enterprise Perspectives*, (setembro). WRI.
- REINHARDT, F.L. (2000): *Down to Earth: Applying Business Principles to Environmental Management*. HBS Press.
- ROMERO CASTRO, N. (2001): "La necesidad de integración de la gestión ambiental en el sistema de gestión de la empresa gallega. La contribución de la planificación financiera", *II Congreso de Economía de Galicia*. Santiago de Compostela: IDEGA.
- ROSEN, C.; FARMER, D.; BILLINGS, H.; HAN, L. (1998): *Leverage for the Environment: A Guide to the Private Financial Services Industry*. WRI Reports.
- SCHALTEGGER, S.; FIGGE, F. (1998): "Environmental Shareholder Value", *WWZ/Sarasin Basic Report*, (marzo).
- SUSTAINABILITY (2001): "Buried Treasure: Uncovering the Business Case for Corporate Sustainability", *Sustainability*, (xaneiro).
- WHITE, A.M. (1996): "Corporate Environmental Performance and Shareholder Value", *Business Strategy and the Environment*.
- WHITE, M.A. (1997): "Environmental Finance: Value and Risk in an Age of Ecology", *Business Strategy and the Environment*.