

ESTUDIO
SPAINSIF
2018

LA INVERSIÓN
SOSTENIBLE Y
RESPONSABLE
EN ESPAÑA

spainsif





ESTUDIO
SPAINSIF
2018

LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE EN ESPAÑA

spainsif

CARTA DEL PATROCINADOR

La inversión ASG cambia a una marcha más rápida



Steffen Hörter
*Responsable global de
ASG de Allianz Global
Investors*

La velocidad a la cual la inversión responsable se está convirtiendo en una preocupación predominante se ha acelerado. Mientras que los flujos de activos sostenibles continúan creciendo, he podido observar pasión y decisión sobre la integración de criterios ASG en la conferencia “PRI in Person” que organizamos el año pasado en Allianz Global Investors como parte central de nuestro programa para promover la sostenibilidad en todas las clases de activos, en la que también pude disfrutar interactuando con nuestros clientes sobre estos temas de forma global.

Los inversores están reconociendo la relevancia de los factores ASG para el desempeño financiero, mientras que la responsabilidad de integrarlos está ya en la agenda de cada director de inversiones. Las empresas que reconocen y gestionan esto son cada vez más atractivas para los inversores, mientras que las que lo ignoran pueden percibirse como empresas con más riesgo. El paradigma está cambiando.

Y no sólo en la renta variable: en nuestro estudio de 2017 titulado “Factores ASG – por qué son importantes en las carteras de deuda soberana” llamamos la atención sobre Turquía casi un año antes de que surgieran los problemas políticos y económicos, lo que demuestra que la identificación de riesgos ASG es crucial para proteger la rentabilidad de las inversiones.

El cambio climático es un buen ejemplo de los riesgos y oportunidades sociales más amplios que representan las estrategias ASG. Con una necesidad urgente de transición a una economía baja en carbono para frenar el impacto del calentamiento global, hay oportunidades para invertir en nuevos productos (como bonos verdes o infraestructuras de energías renovables) o compañías que se consideran líderes en aspectos relacionados con el cambio climático. Hemos ampliado nuestra gama de productos en los últimos dos años para incluir estas estrategias.

Estamos orgullosos de haber recibido una calificación A+ en la categoría de “Estrategia y Gobierno Corporativo” en el Informe de Evaluación del PRI por segundo año consecutivo. Refuerza nuestra convicción de que los factores ASG pueden ser importantes impulsores de la rentabilidad cuando se adopta un enfoque activo en la gestión. Más importante aún, los comentarios de nuestros clientes demuestran que valoran la experiencia con la que contamos y la transparencia con la que les ayudamos a alcanzar tanto sus objetivos financieros como extra-financieros.

El movimiento de inversión responsable ha cambiado de marcha, y es estupendo ver las oportunidades y soluciones que ofrece a los desafíos globales del mundo real.

CARTA DEL PRESIDENTE Y DEL DIRECTOR



Jaime Silos Leal
Presidente

Presentamos esta nueva edición del estudio de la ISR en España con el deseo de poder atender a las expectativas de información de todo el colectivo comprometido con la inversión sostenible, a quien no podemos defraudar. Nos referimos tanto a los operadores del mercado que conforman la oferta de productos, como a los inversores institucionales y los ahorradores particulares, sin olvidar a actores clave como los órganos reguladores y supervisores, el mundo académico, la sociedad civil, y la representación sindical.

Como novedades que incorporamos en este estudio, subrayar que, junto al análisis de los activos gestionados bajo estrategias ISR en España, siguiendo la metodología europea y global del estudio de Eurosif y del GSIA, añadimos, entre otros contenidos, una valoración estadística que contempla aspectos tan relevantes como la comparativa entre índices generales y de sostenibilidad, reflejando la evolución de las inversiones que aplican criterios ASG en contraste con aquellas que no las tienen en cuenta.



Fco. Javier Garayoa
Director

Sin ánimo de ser triunfalistas en las conclusiones, dado que aún nos queda un largo camino por recorrer, no podemos por menos que ser optimistas en lo que se refiere a la tendencia del mercado, en la medida en que en estos dos últimos años se han consolidado volúmenes altamente representativos, con un crecimiento mantenido, y, sobre todo, con una evidente mejora en la calidad de la inversión sostenible, crecimiento en estrategias de *best-in-class* e integración ASG en detrimento de la exclusión, fruto de una mayor exigencia en los mandatos fiduciarios de los propietarios de activos institucionales, así como la mayor sensibilidad en la demanda del ahorrador/inversor particular, aunque en este caso la respuesta es aún testimonial.

Desde Spainsif, como foro representativo de la inversión sostenible, nos felicitamos por el resultado y valoraciones que se desprenden de este estudio, que anima a la Asociación y a todos los colectivos involucrados, a continuar trabajando para que la inversión sostenible gane peso en el mercado de la gestión de activos y representatividad en las políticas de inversión del sector financiero y asegurador.

Queremos aprovechar para insistir en que el mercado de la inversión sostenible en nuestro país ha de lograr la relevancia que le corresponde, para lo cual hay que materializar los compromisos del sector financiero con la sostenibilidad, aportando el soporte necesario para que se alcancen los ob-

jetivos globales relacionados con la transición energética, COP21, y las directrices establecidas por Naciones Unidas en relación con los objetivos de desarrollo sostenible, ODS, en la agenda 2020-2030.

No queremos concluir sin subrayar que estamos en un momento de cambio, claramente favorable para la inversión sostenible, tanto por la tendencia de los mercados globales como por la apuesta de los organismos europeos, como es el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, quienes entienden que para lograr la estabilidad financiera de los mercados en Europa y la canalización del ahorro hacia las inversiones sostenibles, los criterios ambientales, sociales y de gobernanza han de estar asumidos e interiorizados.

Agradecemos especialmente los apoyos prestados por todos los asociados, así como las aportaciones de las entidades e instituciones vinculadas.



MIEMBROS ASOCIADOS



spainsif

ESTUDIO
SPAINSIF
2018

LA INVERSIÓN
SOSTENIBLE Y
RESPONSABLE
EN ESPAÑA

ÍNDICE

Resumen Ejecutivo.....9

1. Introducción.....12

2. Glosario.....17

3. Objetivo y Metodología.....20

4. Activos gestionados bajo estrategias ISR.....23

5. Inversión colectiva ASG.....36

6. La gestión pasiva en la inversión sostenible y responsable.....45

7. Actores relevantes en el mercado de la ISR nacional.....50

8. Conclusiones.....58

Enlaces de Interés.....60

Créditos.....61

RESUMEN EJECUTIVO

Se entiende por inversión sostenible y responsable (ISR) aquella filosofía de inversión que desde una aproximación a largo plazo integra los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (criterios ASG, en adelante) en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión.

Es una combinación del análisis fundamental y de gestión activa, “*engagement*”, con una evaluación de los factores ASG, a fin de lograr una mejor rentabilidad a largo plazo para los inversores, beneficiando a la sociedad a través de la influencia en el comportamiento de las empresas¹.

Esta definición, consensuada por los distintos Foros de Inversión Sostenible Europeos, sirve de punto de partida a la hora de entender que la inversión sostenible y responsable es un concepto amplio, que engloba distintas formas de inversión.

De este modo, la inversión sostenible y responsable incluye formas de inversión tradicionales como los fondos de inversión o planes de pensiones (que tienen en cuenta criterios ASG en sus políticas de inversión), nuevas dimensiones de productos ampliamente utilizados como los bonos verdes, sociales y sostenibles (productos de deuda destinados a financiar proyectos relacionados con la economía verde, social o sostenible) y nuevos enfoques, como la inversión de impacto (este tipo de inversión sostenible y responsable busca obtener de forma simultánea rendimientos financieros competitivos y producir un impacto ambiental y/o social significativo).

La multitud de formas en las que se puede aplicar la inversión sostenible y responsable puede hacer que los inversores y/o ahorradores se vean abrumados por la cantidad de información a la que pueden acceder sobre este tipo de inversión y sus aplicaciones, no siendo capaces de diferenciar un producto ISR de otro tipo de inversión relacionada con la economía verde o social, la filantropía o los productos de inversión solidarios.

Para solventar este problema Inverco (la asociación española de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones) publicó una circular², contando con la colaboración de la Administración y Spainsif, sobre la aplicación de los criterios ASG en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IICs, en adelante) y fondos de pensiones. Esta circular tiene en cuenta las estrategias de inversión sostenible y responsable aplicadas por Eurosif (Asociación europea para la promoción de las inversiones sostenibles) y GSIA (la Alianza global por las inversiones sostenibles).

¹ European SRI Study 2016. Eurosif

² Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC). Inverco 2014

En la actualidad, este tipo de inversión está teniendo cada vez más relevancia dadas las iniciativas internacionales relacionadas con la lucha contra el cambio climático (Acuerdo de París³) o con el desarrollo sostenible (Objetivos de Desarrollo Sostenible y Agenda 2030 de Naciones Unidas⁴). Medidas que, además de incluir alusiones directas a la cantidad de financiación necesaria para llevarlas a cabo, están sirviendo para impulsar iniciativas relacionadas con el desarrollo de un sistema financiero sostenible. Algunos ejemplos de estas iniciativas son, el *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, los Principios de Inversión Responsable, los Principios de Seguros Sostenibles, el desarrollo de una iniciativa de banca sostenible de UNEP FI, o el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea.

A causa de esta tendencia se hace necesario monitorizar y valorar el mercado de la inversión sostenible y responsable, con el objetivo de conocer si tanto gestores como propietarios de activos están alineados con estas iniciativas y, por tanto, con el mercado de la ISR.

En el presente estudio, se profundiza en cómo las entidades nacionales están impulsando la evolución de un sistema financiero sostenible en España, a través de la integración de las diferentes estrategias ISR en sus políticas de inversión.

Además, se analiza cómo están creciendo los productos financieros sostenibles pertenecientes a instituciones de inversión colectiva, nacionales y extranjeras, comercializados en España, así como el crecimiento de los planes de pensiones, tanto individuales como de empleo que incluyen estrategias ISR en su política de inversión.

Se incluye un estudio comparativo entre el comportamiento de índices bursátiles sostenibles y los índices bursátiles de referencia a escala nacional y europea, como consecuencia de la cada vez mayor presencia de productos de gestión pasiva con criterios ASG.

En conclusión, el mercado de las inversiones sostenibles y responsables en España sigue manteniendo la senda de crecimiento de años anteriores, registrando entre los años 2015 y 2017 una tasa de crecimiento del 10%, alcanzando así los 185.614 millones de euros, lo que representa una cuota sobre el mercado nacional de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones del 46%.

Con respecto a las estrategias de inversión sostenibles y responsables más utilizadas, la exclusión (tasa de crecimiento del 9%) sigue siendo la principal estrategia por activos gestionados. Sin embargo, se observa un marcado cambio de tendencia hacia estrategias ISR más avanzadas como el Best-in-Class (tasa de crecimiento del 250%) o la Integración de criterios ASG (tasa de crecimiento del 97%). El crecimiento positivo se manifiesta en todas las estrategias excepto en la de Screening basado en Normas (tasa de crecimiento del -44%), existiendo un trasvase hacia estrategias más avanzadas.

En relación con los fondos de inversión sostenibles y responsables comercializados en España por instituciones de inversión colectiva, tanto nacionales como extranjeras, se han superado los 30.000 millones de activos bajo gestión, con una tasa de crecimiento en los dos últimos años del 32%, cifra superior a la del total del mercado de fondos de inversión que creció, en el mismo periodo, un 20%. Esta tendencia de crecimiento con un protagonismo significativo de los fondos de inversión pertenecientes a instituciones extranjeras, se ha generalizado a las instituciones de inversión colectiva nacionales, cuyo número de fondos de inversión ASG comercializados ha crecido un 53% el último

año, alcanzando los 23 fondos de inversión.

Los resultados obtenidos en estos análisis son muy positivos para el mercado de la inversión sostenible y responsable en España, debido a que, por un lado, las instituciones nacionales están realizando grandes esfuerzos por avanzar en sus estrategias de inversión con criterios ASG, como denota el cambio de tendencia en las estrategias ISR utilizadas, y, por otro, se observa cómo la demanda de productos de inversión que incluyen estos criterios está creciendo a un ritmo muy superior al del mercado general.

Esta demanda, que, si bien se está canalizando a través de productos de inversión pertenecientes a entidades internacionales, las cuales suelen tener gamas de productos de inversión ASG más desarrolladas, está haciendo que las entidades nacionales amplíen su oferta de este tipo de producto, con el objetivo de satisfacer la demanda de sus clientes.

Con respecto al mercado de las pensiones, los fondos de pensiones individuales ASG se están empezando a comercializar en España, siendo su presencia testimonial tanto en patrimonio como en número de fondos, registrando un crecimiento del 4,18% en los dos últimos años, lo que supone un patrimonio total de 1.250 millones de euros bajo gestión.

Totalmente distinta es la situación de los fondos de pensiones de empleo, que siguen siendo un actor clave en el mercado de la ISR nacional, donde el 72% del total incluyen criterios ASG, lo que representa un patrimonio de 28.000 millones de euros.

Como complemento a los estudios anteriores, se ha desarrollado un análisis comparativo entre el índice FTSE4GOOD Ibex y el índice Ibex 35 y el índice Dow Jones Sustainability Europe y el índice STOXX 50, donde se observan diferencias en los retornos estadísticamente significativas a favor de los dos índices de sostenibilidad.

La principal conclusión del estudio es que la inversión sostenible y responsable en España está en un punto de inflexión en el que la tasa de crecimiento se consolida y la calidad de la ISR, atendiendo al crecimiento por estrategias, da un salto cualitativo, señal de la mayor madurez del mercado ISR español.

Respecto a los productos comercializados en España con criterios ASG subrayamos la labor positiva de las instituciones extranjeras, que aportan su experiencia en los mercados internacionales, y la actividad creciente en la oferta de productos de las instituciones nacionales, como respuesta a una tendencia creciente en la demanda de productos de inversión ASG.

AVISO: En este estudio se recopila y elabora información junto con las valoraciones que se derivan, pero, en ningún caso, reflejan opiniones ni posicionamientos de Spainsif o de sus asociados.

³ Acuerdo de París. ONU 2015

⁴ Objetivos de Desarrollo Sostenible. ONU 2015



1. INTRODUCCIÓN

La evolución de la economía mundial cerró 2017 con un crecimiento del 3% que según las Naciones Unidas (ONU, en adelante) “representa una fuerte aceleración frente al exiguo 2,4% de 2016 y constituye la mayor tasa de crecimiento mundial registrada desde 2011”¹, manteniendo las perspectivas favorables para 2018 y 2019.

La economía española, por su parte, lleva cuatro años de crecimiento, desde que logró salir de la recesión en 2014. En el último año, España ha consolidado su crecimiento por encima del 3%, consiguiendo tasas superiores al crecimiento mundial y al de la Zona Euro, la cual cerró 2017 con un crecimiento del 2,4%.

A escala mundial las condiciones para la inversión han mejorado debido a la baja inestabilidad, menor debilidad del sector bancario y costes de financiación generalmente bajos. Con respecto a España, el crecimiento se ha sustentado por la demanda nacional, gracias a las condiciones crediticias favorables, la mejora de la confianza de los hogares y a las buenas perspectivas del mercado laboral. Estas condiciones favorables han logrado que el ahorro financiero de los hogares españoles cerrara 2017 en torno a los 2,1 billones de euros (182% del PIB)².

Con respecto a las instituciones de inversión colectiva (IICs) y fondos de pensiones, a cierre de 2017 a escala mundial, se estima que existe un patrimonio invertido de 41,1 billones de euros en IICs y un patrimonio invertido en fondos de pensiones de 26,1 billones de euros. En España el mercado de las IICs supone en 2017 un 14,8% (463.886 millones de euros) del total del ahorro financiero, mientras que el mercado de fondos de pensiones un 5,7% (111.077 millones de euros) del total del ahorro financiero. Además, estos mercados son los que mejor tasa de crecimiento han experimentado en los últimos años, superando al mercado de depósitos, referente en España, con un peso del 37,3% del total del ahorro financiero².

El buen comportamiento tanto de la economía como de los mercados financieros, especialmente de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, unido al cada vez mayor apoyo por parte de inversores, instituciones internacionales y Estados, a los temas relacionados con la sostenibilidad (criterios económicos, ambientales y sociales), hace prever una evolución positiva, del mercado de la inversión sostenible y responsable a escala global, pero también, a escala nacional, tanto en términos de cantidad como en términos de calidad.

De esta forma, los inversores institucionales están apostando cada vez más por la inversión con criterios sostenibles y responsables. Un ejemplo de esto es el creciente apoyo internacional de los propietarios de activos y entidades gestoras a los Principios de Inversión Responsable (PRI, en adelante). PRI es una organización cuyo objetivo es crear y apoyar una red internacional de inversores alineados con la incorporación de los criterios ASG en sus decisiones de inversión.

Esta institución, a principios de 2018, contaba con 1.961 entidades signatarias, las cuales representaban un patrimonio de 16,3 billones de euros, con una tasa de crecimiento entre los años 2016 y 2018 de un 28%. El apoyo a esta iniciativa viene a demostrar que cada vez más inversores institucionales están apostando por integrar los criterios ASG en sus decisiones de inversión.

Por otro lado, crece el interés de los inversores particulares en incluir los criterios de sostenibilidad en sus decisiones de inversión. Con respecto a este colectivo, la gestora de activos Schroders publicó en 2017 los resultados de una encuesta online independiente realizada a 22.100 personas de treinta países de todo el mundo, como Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Italia, Japón, Países Bajos, España, Reino Unido y Estados Unidos³. Los encuestados en el momento de contestar eran inversores activos, habiendo realizado cambios en sus inversiones e invirtiendo en los últimos diez años al menos 10.000 euros (o su equivalente).

Los resultados, a escala global, establecen que el 78% de los encuestados le dan una mayor importancia a las inversiones sostenibles y responsables que hace cinco años. Además, el 42% declara que invierten a menudo en productos que cumplen estos criterios.

En el caso de España los resultados son también positivos, ya que el 81% de los inversores encuestados declaran que dan mayor importancia a las inversiones sostenibles y responsables que hace cinco años. De ellos, un 61% dice que han aumentado sus inversiones en fondos sostenibles y un 35% que invierte a menudo en este tipo de producto.

Iniciativas en materia de sostenibilidad relacionadas con la inversión sostenible y responsable

El aumento del interés de los inversores, tanto institucionales como individuales por las inversiones sostenibles y responsables, coincide con las iniciativas de la comunidad internacional por fomentar el desarrollo de políticas medioambientales y sociales ligadas a la transición a una economía de bajo carbono o la responsabilidad empresarial.

Por sus implicaciones, las dos medidas internacionales más destacadas son el Acuerdo de París sobre el cambio climático y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas (ODS).

Con respecto a la primera, las Naciones Unidas llevan realizando desde 1995 una conferencia anual de las partes (COP) implicadas en la Convención Marco de Naciones Unidas sobre Cambio Climático (CMNUCC). Estas conferencias son el órgano rector de la CMNUCC en la que participan las Naciones Unidas, sus organismos especializados y las Partes, es decir, los países miembros de la Convención. Entre los fines que se atribuyen a la COP destacan las funciones de desarrollo del proceso de negociación ante los compromisos adoptados en materia de cambio climático y la de supervisar y examinar

¹ Situación y Perspectivas de la Economía Mundial 2018. ONU 2018.

² Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Informe 2017 perspectivas 2018. Inverco 2018.

³ Global perspectives on sustainable investing 2017. Schroders 2017.

la aplicación de dichos compromisos. En esta conferencia se han aprobado protocolos como el de Kioto (1997) y el Acuerdo de París (2015).

El Acuerdo de París del 2015 es considerado el acuerdo vinculante más importante sobre cambio climático de la historia y ha sido ratificado por 96 países y la Unión Europea, lo que representa más del 55% de las emisiones de gases de efecto invernadero a escala mundial.

El acuerdo pretende limitar el aumento de la temperatura media mundial por debajo de los 2°C con respecto a los niveles preindustriales hasta finales del siglo XXI. Simultáneamente, se busca aumentar la capacidad de adaptación al cambio climático y alinear el mercado financiero con el proceso de transición a una economía de bajo carbono. Todo ello en el contexto del desarrollo sostenible, la erradicación de la pobreza y la seguridad alimentaria.

Para conseguir los objetivos fijados en este acuerdo se requerirá una inversión de 1,3 billones de euros anuales hasta 2030, según el Programa de Medio Ambiente de la ONU.

En el caso de los ODS, se da continuidad a los logros de la iniciativa precedente, los Objetivos del Milenio. Los Objetivos del Milenio tenían como principal objetivo la lucha contra la pobreza extrema, que, si bien consiguieron un avance sin precedentes en materia de reducción de las desigualdades y la pobreza por parte de los Estados a través de la cooperación internacional, no fueron capaces de alinearse con el sector privado.

Los ODS desde su origen aportan medidas para integrar al sector empresarial, privado y financiero en el desarrollo y la consecución de estos objetivos. De esta forma, los ODS se negociaron entre los 193 Estados miembros de la ONU, con la participación de la sociedad civil, el sector empresarial y otras partes interesadas. Los 17 objetivos resultantes, divididos en 169 metas, son de amplio alcance y abordan elementos interconectados con el desarrollo sostenible, como son el crecimiento económico, la protección medioambiental y la inclusión social.

En relación con la financiación privada necesaria para cumplir estos objetivos, según la Comisión de Empresas y Desarrollo sostenible, se precisarán 10 mil millones de euros anuales hasta 2030.

El Plan de Acción en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea

De esta forma, en materia de finanzas sostenibles, destaca el nuevo Plan de Acción en Finanzas Sostenibles que la Comisión Europea ha puesto en marcha en el primer trimestre de 2018. Este Plan de Acción tiene como objetivo potenciar el papel de las finanzas en el desarrollo de una economía alineada con los fines del Acuerdo de París y la agenda de la Unión Europea para el desarrollo sostenible basada en los ODS. En la figura 1 se puede observar cómo se ha estado desarrollando y se va a desarrollar en un futuro este Plan de Acción.

El Plan de Acción se divide en tres objetivos principales que se van a materializar a través de diez acciones específicas. Los objetivos son:

- Reorientar los flujos de capital hacia una economía más sostenible
- Integración de la sostenibilidad en la gestión de riesgos
- Fomentar la transparencia y el largo plazo en el sector financiero

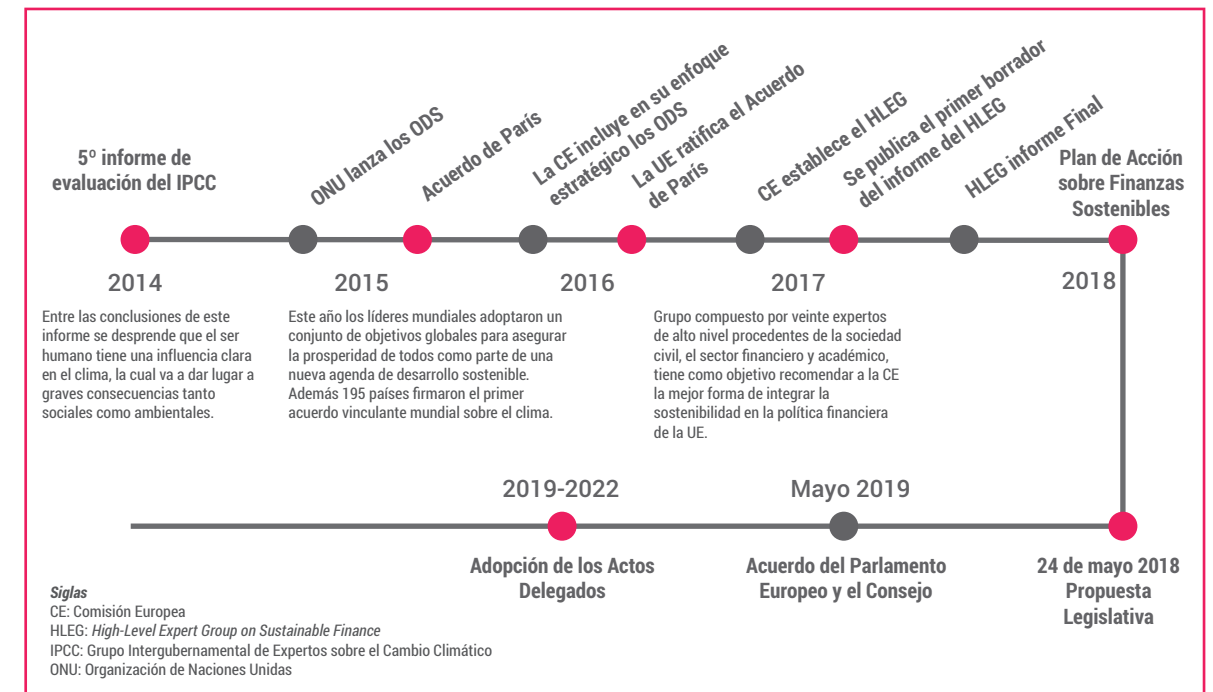


Figura 1: Desarrollo del Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea. Fuente: Spainsif.

La Comisión Europea ya ha puesto en marcha las primeras propuestas legislativas asociadas al Plan de Acción, con el objetivo de conseguir:

1. Desarrollar un Reglamento que recoja una taxonomía de las actividades sostenibles para generar un lenguaje común en torno a las finanzas sostenibles.
2. Redactar un Reglamento que establezca obligaciones para gestores de activos, inversores institucionales y entidades financieras, con el objetivo de integrar los criterios ASG en los procesos de toma de decisiones de inversión.
3. Desarrollar un Reglamento con el fin de incorporar los criterios ASG en los procesos de asesoramiento financiero y de distribución de seguros, para que tanto asesores como distribuidores estén obligados a informarse sobre las preferencias de sus clientes con respecto a los criterios ASG en el proceso de selección de productos y la evaluación de idoneidad.
4. Redactar un Reglamento que incluya como nuevas categorías de índices bursátiles de referencia, los índices de bajas emisiones de carbono y los índices de impacto positivo de carbono.

Iniciativas nacionales en materia de sostenibilidad relacionadas con la inversión sostenible y responsable

En el ámbito nacional, también se están llevando a cabo iniciativas legislativas en torno al desarrollo sostenible y la transición a una economía de bajo carbono. Con respecto a los ODS, el Gobierno de España ha presentado una Evaluación Nacional ante Naciones Unidas de un primer conjunto de políti-

cas prioritarias en materia de desarrollo sostenible. Este conjunto de políticas, en su mayoría, están en proceso de consulta o deliberación, todas ellas alineadas con un desarrollo económico que tenga en cuenta la protección del medioambiente y los valores sociales.

Estas políticas están centradas en la prevención y lucha contra la pobreza, la desigualdad y la exclusión social, un desarrollo territorial y urbano sostenible, la economía circular, el cambio climático y la transición energética, el desarrollo científico-técnico al servicio de la sostenibilidad, la economía social, el desarrollo de un Gobierno abierto y la cooperación internacional.

Por último, en materia de cambio climático y transición energética, el Gobierno de España está alineado con el Acuerdo de París y está llevando a cabo la elaboración de una Ley de Cambio Climático y Transición Energética con el objetivo de promover una transición justa y solidaria de la economía española, aprovechando las oportunidades e identificando las medidas de acompañamiento que faciliten la resiliencia de España a los impactos del cambio climático.



2. GLOSARIO

Inversión Sostenible y Responsable: Filosofía de inversión que integra los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión.

Criterios Ambientales: Objetivos que conciernen cualquier aspecto de la actividad de la empresa que afecte de forma positiva o negativa al medioambiente. Por ejemplo, emisiones de gases de efecto invernadero, energías renovables, eficiencia energética, agotamiento de los recursos, contaminación química, gestión de residuos, gestión del agua, impacto sobre la biodiversidad, etc.

Criterios Sociales: Las cuestiones sociales incluyen desde aspectos relacionados con la comunidad, tales como la mejora de la salud y la educación, hasta las cuestiones relacionadas con el lugar de trabajo, incluyendo la adhesión a los derechos humanos, la no discriminación y la implicación de los *stakeholders*. Ejemplos de aspectos sociales incluyen los relacionados con las normas del trabajo (en cadenas de suministro, trabajo infantil, trabajo forzado), las relaciones con las comunidades locales, la gestión del talento, las prácticas comerciales controvertidas (armas, zonas de conflicto), las normas sanitarias, la libertad de asociación, etc.

Criterios de Buen Gobierno: Las cuestiones de buen gobierno se refieren a la calidad de la gestión, la cultura, el perfil de riesgo de la empresa, entre otras características. Incluyendo rendición de cuentas del consejo de administración, dedicación y gestión estratégica del desempeño social y ambiental, los principios de información transparente y la realización de tareas de gestión libre de abusos y corrupción. Ejemplos de criterios de buen gobierno incluyen todos los temas de gobierno corporativo, tales como la remuneración de los ejecutivos, derechos de los accionistas, estructura directiva, la corrupción, el diálogo con los *stakeholders* y las actividades de *lobby*.

Plan de acción de la Comisión Europea sobre Finanzas Sostenibles: hoja de ruta con el objetivo de potenciar el papel de las finanzas en construir una economía que permita alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y de la agenda de la Unión Europea (UE) para el desarrollo sostenible.

Acuerdo de París: Acuerdo global en materia de cambio climático, de carácter jurídicamente vinculan-

te, por el que todos los países firmantes se comprometieron a participar en las reducciones globales de gases de efecto invernadero.

Objetivos de Desarrollo Sostenible: Llamado universal a la adopción de medidas para poner fin a la pobreza, proteger el planeta y garantizar que todas las personas gocen de paz y prosperidad. Iniciativa desarrollada por Naciones Unidas.

Bonos verdes, sociales y sostenibles: Producto financiero similar a un bono convencional, cuya única peculiaridad es que el capital invertido se destina a financiar proyectos relacionados con la protección ambiental, el bienestar social o con la sostenibilidad.

Private Equity: actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal a cambio de una participación a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento.

Crowdfunding: Mecanismo de financiación de proyectos por medio de pequeñas aportaciones económicas de una gran cantidad de personas.

Fondo de Inversión: Consisten en un patrimonio formado por las aportaciones de un número variable de inversores, denominados partícipes. El fondo lo crea una entidad, la gestora, que es la que invierte de forma conjunta esas aportaciones en diferentes activos financieros (renta fija, renta variable, derivados o cualquier combinación de estos, etc.) siguiendo unas pautas fijadas de antemano.

Gestión activa y pasiva: La gestión activa implica que uno o más gestores se encarguen de la gestión del fondo. La gestión pasiva replica la composición de un índice bursátil determinado.

Instituciones de Inversión Colectiva: Instituciones que captan fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos de forma conjunta en activos financieros o no financieros.

Microfinanzas: Servicios financieros para personas con bajos ingresos, incluyendo microempresas, emprendedores y autónomos.

Planes y fondos de Pensiones: Un plan de pensiones es un contrato a través del cual se canaliza el ahorro relacionado con la previsión. Sus características principales son la contratación privada y voluntaria (a través del ahorro individual) y su carácter complementario ya que, en ningún caso, sustituyen a las pensiones públicas.

Un fondo de pensiones es un patrimonio independiente en el que se acumulan las aportaciones de las personas que hayan contratado un plan de pensiones, denominadas partícipes.

Acrónimos

ASG	Criterios Ambientales, Sociales y de buen Gobierno
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COP	Conferencia anual de las partes (Convenciones sobre el clima)
CUNUCC	Convención Marco de Naciones Unidas sobre cambio climático
DGSyFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
ETF	Fondo de inversión cotizado
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
IIC	Institución de Inversión Colectiva
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión colectiva y Fondos de Pensiones
ISR	Inversión Sostenible y Responsable
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
SIF	Foro de Inversión Sostenible
UNEP FI	Iniciativa de las Naciones Unidas para el Financiamiento del Medio Ambiente



3. OBJETIVO Y METODOLOGÍA

Debido a la creciente atención tanto por parte de los inversores como por parte de las instituciones internacionales y los Estados en materia de sostenibilidad, se hace cada vez más imprescindible la realización de investigaciones que monitoricen la forma en la que esta atención se está trasladando a la industria financiera. Es por ello, que Spainsif junto a sus asociados y dentro de la red de Foros de Inversión Sostenible europea (Eurosif) y global (GSIA), lleva realizando estudios de mercado con carácter bienal, desde su fundación en el año 2009.

Este bagaje hace que los estudios sobre el mercado de la inversión sostenible y responsable, tanto de Spainsif como de Eurosif y GSIA, sean referentes globales a la hora de proveer datos fiables del volumen y la calidad de la inversión sostenible y responsable.

Por tanto, el principal objetivo de este estudio es el de desarrollar un análisis en profundidad del mercado de la inversión sostenible y responsable en España, tanto desde la óptica del ahorro financiero como desde la óptica de los productos de inversión vehiculizados en fondos de inversión y de pensiones.

Para ello, se han seguido distintas metodologías con el fin de conseguir la fotografía más amplia posible de la evolución del mercado ISR entre los años 2015 y 2017.

Recopilación de datos

La recopilación de datos ha ido variando según las necesidades de información de los diferentes análisis que se han realizado en el presente estudio.

El análisis de los activos bajo gestión se basa en los resultados de una encuesta realizada a las principales entidades financieras, gestoras de activos y propietarios de activos domiciliados en España representantes del 75% del patrimonio gestionado profesionalmente en España.

Para la información de fondos de inversión se ha utilizado la plataforma de fondos de Spainsif, cuya información es suministrada por VDOS, MSCI y Morningstar. La relación de fondos de inversión ASG pertenecientes a entidades domiciliadas en España ha sido suministrada por la CNMV y la relación de fondos de inversión ASG pertenecientes a entidades domiciliadas fuera de España y planes de pensiones individuales ha seguido un proceso de verificación interno de Spainsif, a partir de la ade-

cuación de la política de inversión con la Circular ISR de Inverco¹.

La información de fondos de pensiones de empleo ha sido suministrada por la Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones del Ministerio de Economía y Empresa.

Los datos comparativos, tanto del ahorro financiero nacional como de los patrimonios gestionados por instituciones de inversión colectiva se han recabado de Inverco.

Por último, en algunas ocasiones se ha completado la recopilación de datos con la información pública disponible de las entidades estudiadas o de organismos públicos, tanto nacionales como internacionales.

En ninguno de los análisis se ha llevado a cabo procedimientos de extrapolación, por lo que es probable que los resultados obtenidos infravaloren el tamaño real del mercado ISR en España.

Análisis y manejo de datos

El análisis de activos bajo gestión está realizado en base a la metodología utilizada a nivel europeo (Eurosif) e internacional (GSIA).

Con el fin de preservar la comparación entre los estudios se han seguido algunas pautas, a tener en cuenta:

En primer lugar, debido a que las cifras recogidas en la encuesta se agregan por estrategias, puede darse el caso de que el mismo volumen de activos se contabilice en varias de ellas. Para evitar esto, solo se contabilizan los volúmenes de activos en una de las estrategias ISR.

En segundo lugar, solo se han tenido en cuenta los grupos financieros radicados en España, dado que la alta internacionalización de la industria de gestión de activos hace que se den casos en los que los fondos ISR estén domiciliados en un país, gestionados en un segundo y vendidos en un tercero.

En relación a las limitaciones sobre el alcance de este estudio, aunque se ha llevado a cabo un proceso de verificación, profundizando en la búsqueda de información complementaria de otras fuentes, puede ser que, por la metodología utilizada, los resultados infravaloren el tamaño real del mercado en España.

Con respecto al análisis de los fondos de inversión, se han utilizado las rentabilidades medias anualizadas por categoría principal de inversión (renta variable, renta fija y renta mixta), con el fin de poder compararlas con el total del mercado de fondos de inversión comercializados en España.

Los patrimonios por estrategias de los planes de pensiones de empleo se han realizado a través de una ponderación, a partir de la información suministrada por la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, recopilada por los propios fondos de pensiones dentro del cumplimiento que marca la normativa.

Por último, se ha realizado un estudio de índices bursátiles que ha tomado como referencia los rendimientos a 1 de enero de 2011, en base 100. Utilizando el *software* R para el cálculo de los diferentes estadísticos utilizados.

¹ Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC). Inverco 2014

En las ecuaciones 1 y 2 se puede observar la forma en la que se han calculado las tasas de crecimiento que aparecen a lo largo del estudio.

Ecuación 1: Tasa de crecimiento

$$TC = \frac{V_n - V_{n-1}}{V_{n-1}}$$

V_{n-1}: valor en el momento n-1

V_n: valor en el momento n

Ecuación 2: Tasa de crecimiento anual compuesto

$$CAGR = \left(\frac{V(tn)}{V(t0)} \right)^{\frac{1}{tn-t0}} - 1$$

V(tn): Valor en tiempo n

V(t0): Valor en el tiempo inicial

tn-t0: Número de años entre el V(tn) y V(t0)

4. ACTIVOS GESTIONADOS BAJO ESTRATEGIAS ISR

Desde el año 2003 la asociación para la promoción y el avance de la inversión sostenible y responsable en Europa (Eurosif), lleva realizando un estudio bienal sobre la evolución de los activos gestionados profesionalmente con criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (criterios ASG) en Europa.

En este capítulo se van a clasificar los activos bajo gestión según diferentes estrategias de inversión sostenible y responsable. Las estrategias son utilizadas para incluir los criterios ASG en la gestión de los activos y son las definidas a escala global por la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), alianza que aglutina todas las asociaciones dedicadas a la promoción de la inversión sostenible y responsable, incluyendo a Eurosif y Spainsif. Esta última, por su parte, lleva desde su fundación colaborando con Eurosif para proveer los datos de los activos bajo gestión ASG del mercado español.

A escala global los activos gestionados profesionalmente bajo alguna de estas estrategias alcanzaron los 21 billones de euros, de los cuales el 52,6% provinieron de Europa, según el Estudio de GSIA de inversiones sostenibles y responsables publicado en 2016 ¹. Este patrimonio supone un 26,3% del total de activos gestionados profesionalmente en el mundo.

Activos gestionados bajo estrategias ISR en España. Evolución 2015-2017

En esta sección se presentan los datos de evolución de los activos bajo gestión ASG en España, entre los años 2015 y 2017. Estos datos son comparables a los publicados por otros SIFs, Eurosif o GSIA, ya que, exceptuando alguna peculiaridad, la metodología utilizada es similar.

En esta edición han contestado al cuestionario entidades que representan 299.744 millones de euros de activos gestionados profesionalmente, lo que significa un 75% del total de los activos gestionados profesionalmente por entidades domiciliadas en España.

En términos generales, los activos bajo gestión que siguen alguna de las estrategias ISR están experimentando un crecimiento constante en España, desde las primeras mediciones del año 2003.

¹ Global Sustainable Investment Review 2016. GSIA 2016

Entre los años 2015 y 2017 los activos bajo gestión ASG en España alcanzaron los 185.614 millones de euros, con un crecimiento en el periodo del 10%, un 2,4% superior al del conjunto de la economía española² y un 3,7% superior al crecimiento del índice bursátil de referencia en España, el IBEX35³. Este patrimonio, además, representa el 62% de los activos bajo gestión profesional de las entidades encuestadas.

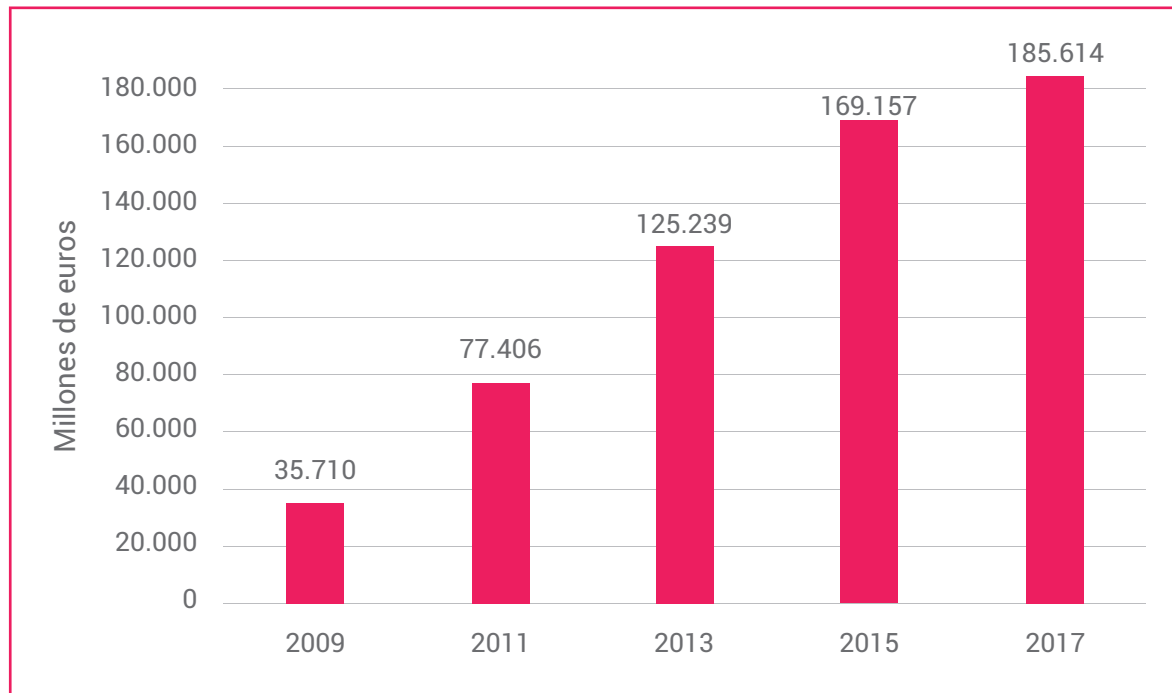


Figura 2: Evolución de los activos gestionados con criterios ASG de entidades financieras nacionales. Fuente: Spainsif.

Sin embargo, el crecimiento del total del patrimonio invertido en instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones entre los años 2015 y 2017, excluyendo las instituciones de inversión colectiva extranjeras, ha sido un 2% mayor que la tasa de crecimiento del mercado de la inversión sostenible y responsable, manteniéndose la cuota de mercado por encima del 45% (Figura 3).

Los activos gestionados con criterios ASG, en su mayoría, han sido asignados a acciones de empresas (un 51% invertido en renta variable), un 20% a bonos corporativos de entidades privadas y un 20% a bonos de entes públicos (en renta fija la asignación de activos es del 40%).

Además, la gran mayoría de las inversiones se realizan en Europa, con un 78% de la asignación de activos. En España las inversiones de activos gestionados con criterios ASG representan un 23% (Figura 4).

Comparando esta asignación de activos con las categorías de inversión que publica Inverco, la cartera de activos gestionados con criterios ASG sería una cartera de Renta Variable Mixta Euro. Con respecto a las categorías de inversión de VDOS, esta cartera tendría la categoría de Mixto Moderado Global y según las categorías Morningstar sería Mixto Moderado Euro-Global. Estas categorías han

tenido una rentabilidad acumulada en los últimos tres años de un 0,67% en la categoría de Inverco, un 0,44% en la categoría de VDOS y un 1,19% en la categoría de Morningstar.

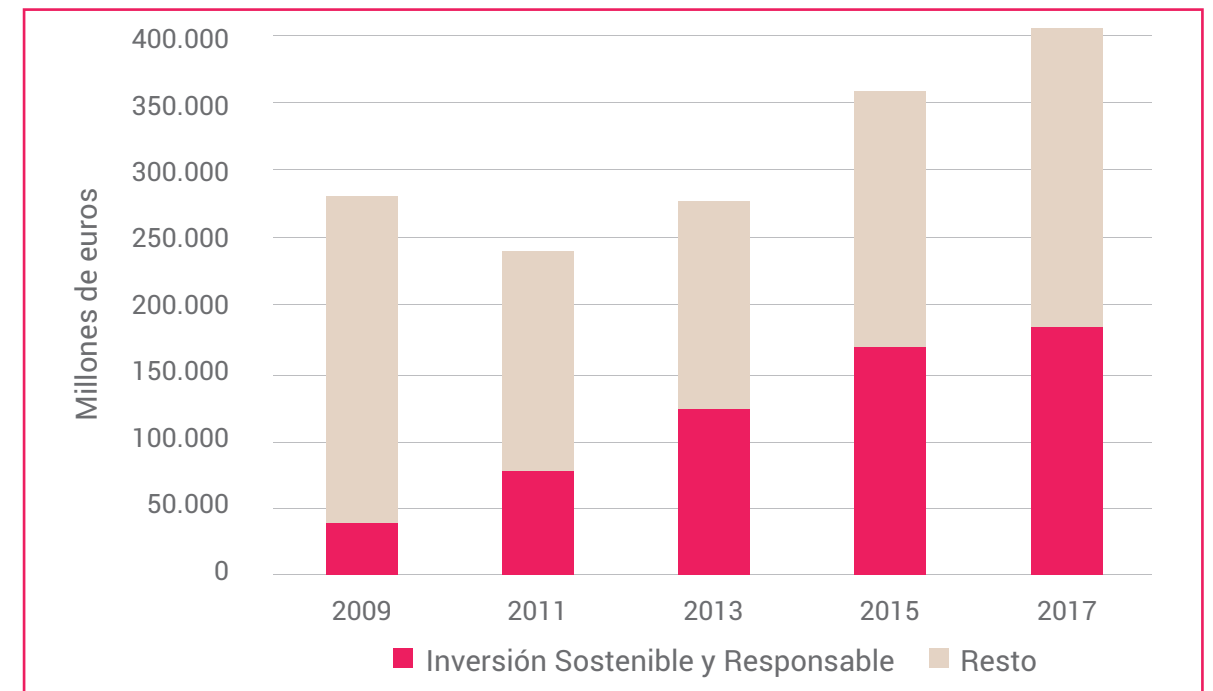


Figura 3: Comparación entre los activos bajo gestión ASG y el total de activos bajo gestión de las Instituciones de Inversión Colectiva nacionales y Fondos de Pensiones. Fuente: Spainsif con datos de Inverco.

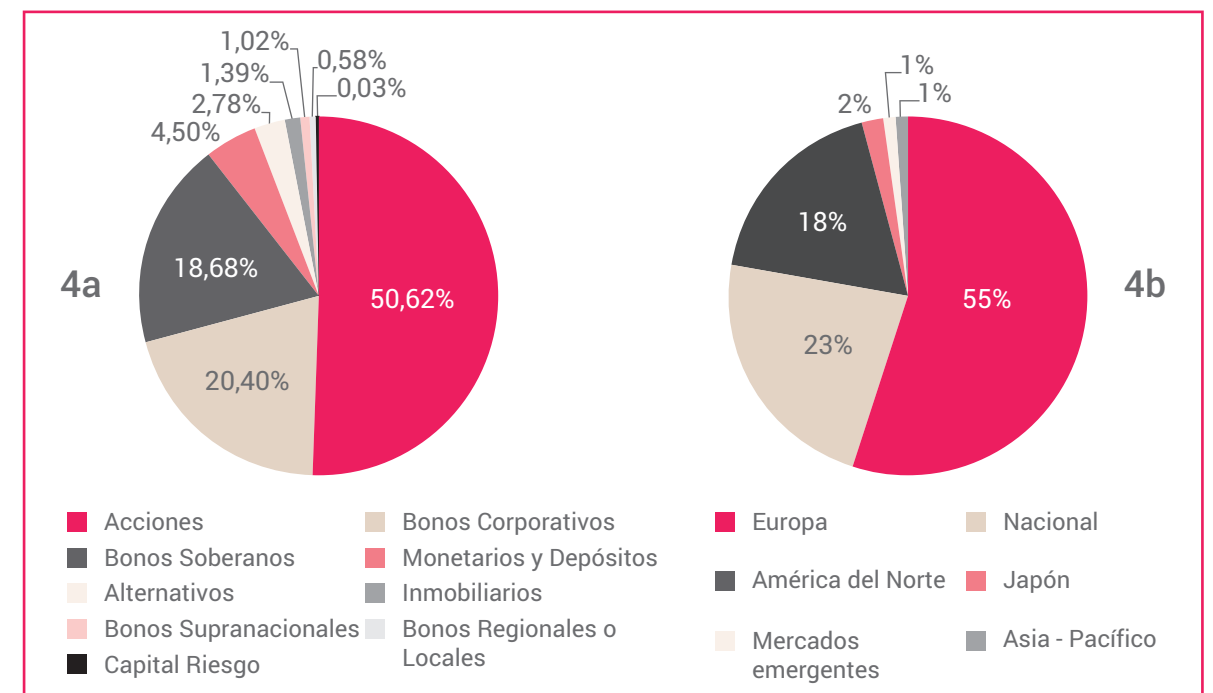


Figura 4: Asignación de activos gestionados con criterios ASG por tipo de inversión (4a) y distribución geográfica (4b). Fuente: Spainsif.

² Instituto Nacional de Estadística. INE 2018

³ Ibex 35. Bolsas y Mercados Españoles 2018

Estrategias de inversión sostenible y responsable

Exclusión

Esta estrategia es la forma más sencilla de inclusión de los criterios ASG en la gestión de los activos financieros. Se basa en buscar entre las entidades candidatas para ser incluidas en una cartera de inversión, aquellas empresas cuya actividad es contraria a la definida en la política de inversión. Los criterios de exclusión difieren de una entidad financiera a otra, siendo las más comunes el armamento, la pornografía, el tabaco, la energía nuclear o la explotación infantil.

Además, en los últimos años se están llevando a cabo estrategias de exclusión a la hora de invertir en deuda pública, en este caso los criterios más comunes de exclusión se aplican a regímenes dictatoriales, no ratificación de los acuerdos medioambientales, corrupción institucional, violación de los tratados de no proliferación, pena de muerte o apoyo a la energía nuclear.

Esta estrategia sigue siendo a día de hoy la más común a escala global, suponiendo el 36% del total de activos bajo gestión ASG.

La exclusión, por tanto, debe tomarse como una estrategia de mínimos. Una declaración de intenciones de las entidades comprometidas con incluir los criterios ASG en sus estrategias de inversión.

Screening basado en normas

Esta estrategia nació en los países del norte de Europa, como evolución de la exclusión y con el objetivo de darles un carácter normativo mayor. En este caso, no son las entidades que gestionan los activos las encargadas de decidir qué valores incluyen en su cartera y cuáles no. El proceso se lleva a cabo en base a si las entidades cumplen o no con una norma externa, normalmente internacional, sobre protección ambiental, derechos laborales, derechos humanos o anticorrupción.

Este es el paso natural de una entidad comprometida con la sostenibilidad en su proceso de inversión, asegurando que se está alineando su estrategia de inversión sostenible y responsable, con la de los distintos organismos internacionales que dictan este tipo de normas.

De forma general, las normas que más se utilizan son: el Pacto Mundial de Naciones Unidas, las directrices de la OCDE para empresas multinacionales, las normas de la OIT o los principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos. A escala global esta estrategia supone un 15% del total de activos bajo gestión ASG.

Best-in-Class

El *Best-in-Class* se caracteriza no por la exclusión de actividades o sectores, sino por la inclusión de aquellas entidades que tienen mejores desempeños ASG dentro de los diferentes sectores y mercados. Esta es la última estrategia que aplica un cribado de las entidades a la hora de formar una cartera de inversión.

En este caso, la estrategia aplicada requiere un mayor compromiso por parte de la entidad gestora de los activos, debido a que se tienen que definir los criterios ASG a valorar y la forma en la que se van a medir estos criterios. Es imprescindible generar una lista jerarquizada por el desempeño ASG de las empresas, incluyendo un sistema de pesos según los distintos criterios ASG que se tienen en cuenta.

El mayor esfuerzo necesario para poder llevar a cabo una estrategia *Best-in-Class*, caracteriza a las entidades financieras y gestoras que asumen un mayor compromiso con la sostenibilidad en sus políticas de inversión.

Una estrategia *Best-in-Class* no necesariamente se traduce en altos costes materiales y temporales, sino que se puede ajustar a los recursos disponibles. En primer lugar, existe un mercado amplio y maduro de Índices Bursátiles Sostenibles, que criban sus componentes por región, sector, comportamiento ASG, o temática, permitiendo la gestión pasiva de la cartera (Dow Jones Sustainability, los índices de MSCI o los de Morningstar).

En segundo lugar, si se necesitan mayores requerimientos a la hora de gestionar el patrimonio, existen proveedores de servicios que dan información sobre el desempeño ASG de las empresas y los Estados en función de las necesidades de sus clientes. En este caso se encontrarían empresas como MSCI, Sustainalytics y VIGEO-EIRIS.

Por último, para aquellas entidades con más recursos que quieran un total control de su proceso *Best-in-Class*, existe la posibilidad de tener un equipo ASG dentro de la entidad, que extraiga, analice y pondere la información ASG de las empresas a seleccionar, incluyendo la posibilidad de recibir información de varios de los proveedores de servicios, índices o ratings, creando estrategias *Best-in-Class* más innovadoras, que generen mayores sinergias con su filosofía de inversión, sus productos y su operativa.

A escala global, este tipo de estrategia representa un 2% del total de activos gestionados con criterios ASG.

Esta estrategia sirve de puente entre los cribados negativos y la integración, por lo que, en mercados financieros con una madurez ASG suficiente, el *Best-in-Class* suele evolucionar hacia la integración ASG.

Integración ASG

Esta estrategia se basa en incluir el análisis de criterios ASG en el análisis financiero que realiza la entidad a la hora de tomar decisiones de inversión.

La integración ASG es el siguiente escalón al *Best-in-Class*. Se da en entidades financieras y gestoras que han acumulado el conocimiento y experiencia suficientes en la definición y medición de los criterios ASG, y cuentan con la capacidad de desarrollar indicadores comparables a los utilizados en el análisis financiero, logrando su integración sin necesidad de hacer un cribado ASG.

La profundidad y oportunidades que ofrece la integración ASG hace que muchas entidades financieras y gestoras de activos la diferencien de la inversión sostenible que aplica otras estrategias.

La integración ASG, aunque difícil de implementar, tiene un alto grado de adaptación, según la empresa, el sector, tipo de inversión y la gestión de riesgos y oportunidades a corto y largo plazo.

Esta estrategia tiene la capacidad de crear carteras de activos avanzadas en criterios ASG, con posibilidad de batir a los competidores que operan en el mismo sector con calificaciones ASG más bajas.

El estudio de GSIA de 2016 concluía que la integración ASG ya era la segunda estrategia más utilizada a escala global, tras la exclusión, con un 25% del total de activos gestionados con criterios ASG.

Engagement y Voting

La estrategia de *voting*, o voto activo, se refiere a la capacidad que tienen los accionistas de votar en las Juntas de Accionistas. Cada vez hay más consciencia de que los criterios ASG pueden afectar a la reputación, como inversor, y al binomio rentabilidad riesgo.

Los inversores se muestran cada vez más activos en el ejercicio de sus derechos, incluyendo preguntas relacionadas con los criterios ASG en las juntas de accionistas o votando en contra de ciertas decisiones del consejo de administración. A esto último se lo conoce como activismo accionarial.

El *engagement*, o diálogo activo, es una estrategia que cada vez aplican más los inversores institucionales, como negociación previa al ejercicio de los derechos accionariales o la desinversión por no aplicar criterios ASG.

Esta estrategia se centra en abrir una línea de comunicación entre el inversor y la empresa, a fin de evitar o corregir controversias en materia ASG.

A nivel mundial, los accionistas están realizando actividades de *engagement* y *voting* sobre un patrimonio de 7 billones de euros, según datos del estudio de GSIA.

Inversiones temáticas

Este tipo de inversión sostenible y responsable, normalmente vehiculizada en forma de fondos de inversión de renta variable, centra su estrategia en la elección de los valores que responden a una temática ASG.

De esta forma, existen fondos de inversión temáticos que únicamente invierten en bonos verdes, fondos que seleccionan empresas y proyectos relacionados con la gestión responsable del agua, fondos sobre la economía de bajo carbono, centrados en los Objetivos de Desarrollo Sostenible, etc.

Para que las inversiones temáticas sean consideradas sostenibles han de contemplar los tres enfoques, ASG, no solo uno de ellos.

Las inversiones temáticas sostenibles son vehículos de inversión muy interesantes, ya que concentran la financiación en sectores específicos, buscando impulsar mercados sostenibles que generen rentabilidad financiera para los inversores.

Inversiones de impacto

Es la estrategia de más reciente implementación y la que adopta un enfoque adicional a los vistos, el del impacto, como resultado para la sociedad y medida de retorno para el inversor.

Esta estrategia pretende simultáneamente obtener un rendimiento financiero competitivo y producir un impacto ambiental y/o social positivo. La medición del impacto debe ser cuantificable, con el fin de lograr cambios significativos en la resolución de los problemas sociales y/o ambientales.

Desde luego, para considerarlo como producto financiero sostenible, ha de atender a los criterios ASG. Si el impacto es social, pero daña al medioambiente no estaríamos ante un producto financiero sostenible.

La inversión de impacto se puede utilizar para financiar proyectos de diferente índole, relacionados, por ejemplo, con la sanidad, la educación, el medioambiente o el cambio climático.

La diferencia más importante con respecto a las otras estrategias, es que las inversiones de impacto cuantifican la rentabilidad de la inversión, tanto en forma de retornos financieros, como en forma de retornos de impacto ambiental y/o social, por lo que el inversor tiene información sobre la eficacia de su dinero a la hora de generar cambios ambientales y/o sociales positivos.

Para que tenga éxito, los resultados previstos de la inversión deben estar identificados y ser específicos y cuantificables antes de que el inversor ponga su capital en productos dentro de esta estrategia.

Análisis por estrategias ISR

Con respecto a la evolución de los activos por estrategias (figura 5 y tabla 1) se observa como la exclusión sigue siendo la estrategia más utilizada en España.

En la tabla 1 se ha incluido dos formas de medir el crecimiento, a través de la tasa de crecimiento (ecuación 1) y a través de la tasa de crecimiento anual compuesto (ecuación 2). Esta última con el fin de poder comparar los crecimientos con otros estudios como el de Eurosif o el de GSIA, los cuales utilizan esta metodología.

En España la estrategia de exclusión es la que tiene un mayor peso. Este resultado se debe principalmente a que la mayoría de las entidades encuestadas tienen estrategias avanzadas en materia de sostenibilidad y responsabilidad social corporativa, contando en la mayoría de los casos con un código de conducta estricto sobre las actividades en las que la entidad puede operar. Por tanto, a raíz de las estrategias generales en sostenibilidad, los activos bajo gestión quedan sujetos a algún tipo de exclusión.

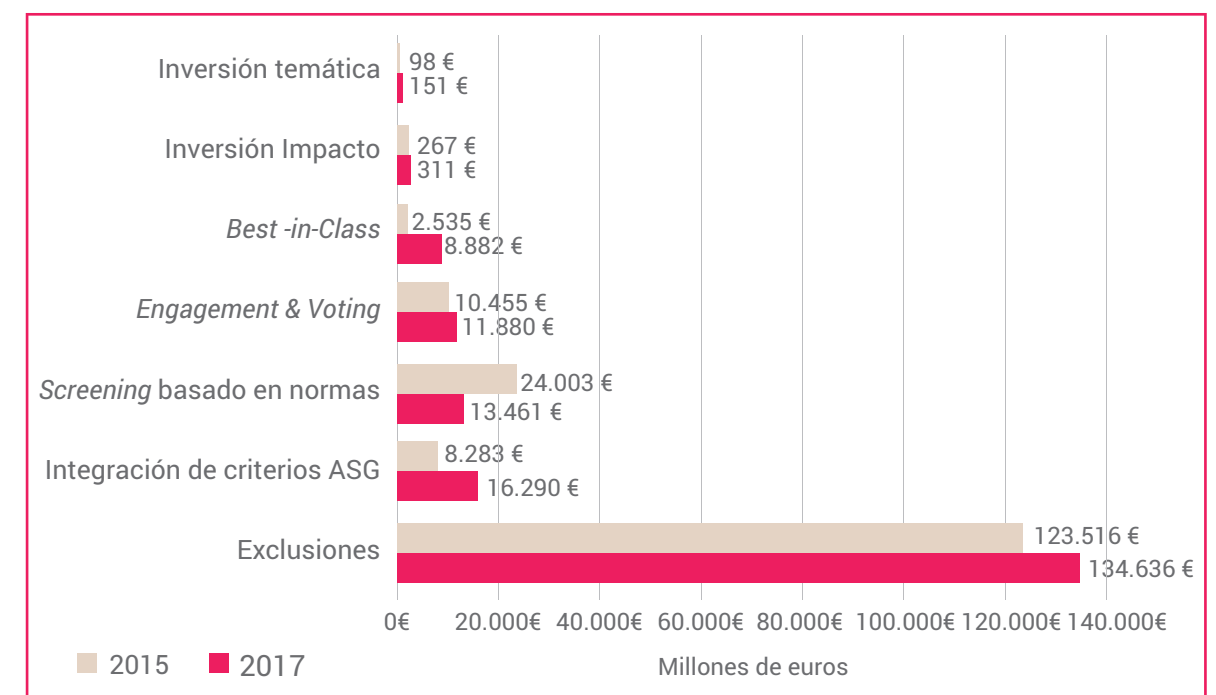


Figura 5: Activos gestionados por estrategia ISR. Fuente: Spainsif.

La estrategia de exclusión ha crecido entre 2016 y 2018 en un 9%, un ritmo menor que el crecimiento histórico (de media la exclusión ha crecido en los últimos 5 años a un ritmo del 24%).

Este cambio de tendencia es el primer signo de que el mercado de la inversión sostenible y responsable en España está empezando a madurar, debido a que las entidades van incluyendo de forma activa estrategias de inversión más allá de la exclusión de sectores o actividades controvertidas.

En la figura 6 se listan los temas objeto de las exclusiones, dominados por las relacionadas con el sector armamentístico (armas controvertidas, armas de destrucción masiva o producción de armas), seguido por los asuntos relacionados con cuestiones de ética empresarial tradicionales (tabaco, juego y derechos humanos).

Destacamos que los temas medioambientales (legislación ambiental, energía nuclear y combustibles fósiles), con cada vez mayor repercusión mediática y política (Acuerdo de París, Plan de acción sobre finanzas sostenibles de la UE) solo representan un 11% del total de exclusiones.

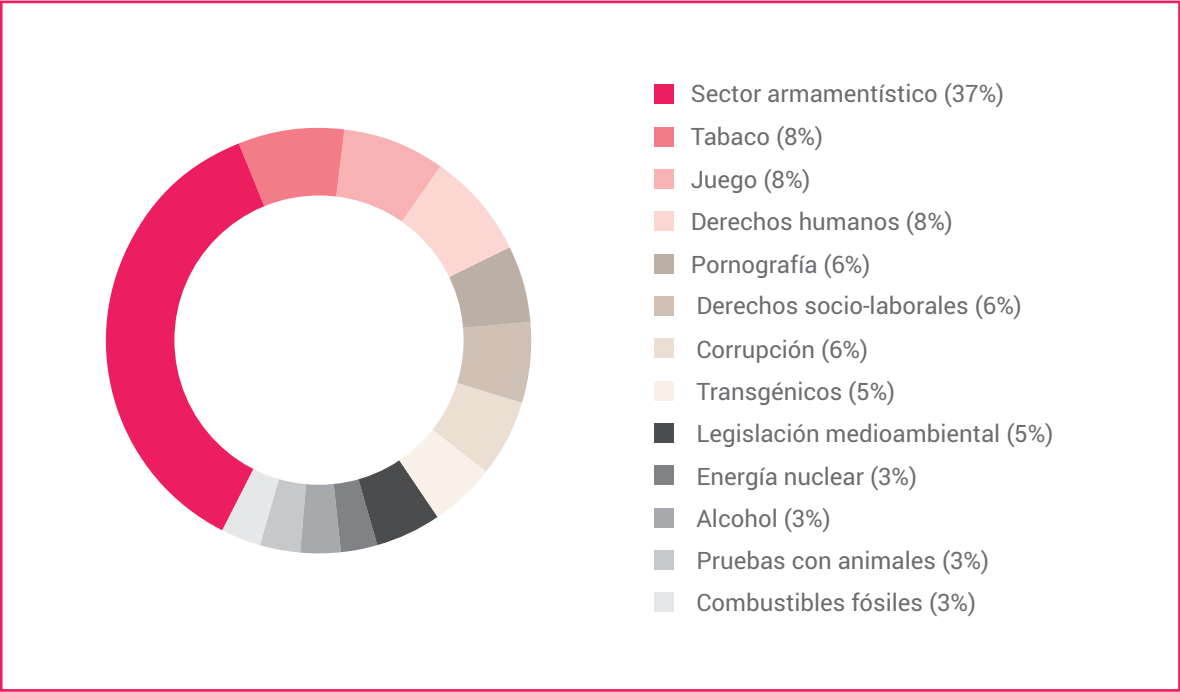


Figura 6: Temas objeto de la estrategia de exclusión. Fuente: Spainsif.

	2017	2015	%	CAGR
Exclusiones	134.636 €	123.516 €	9%	4%
Screening basado en normas	13.461 €	24.003 €	-44%	-25%
Integración ASG	16.290 €	8.283 €	97%	40%
Fondos temáticos	154 €	98 €	57%	25%
Best-in-Class	8.882 €	2.535 €	250%	87%
Engagement & Voting	11.880 €	10.455 €	14%	7%
Inversión de Impacto	311 €	267 €	16%	8%
TOTAL	185.614 €	169.157 €	10%	5%

Tabla 1: Activos gestionados por estrategias ISR en millones de euros. Tasa de crecimiento y tasa de crecimiento anual compuesto. Fuente: Spainsif.

El *Screening* basado en normas es la única de las estrategias que en el periodo estudiado ha sufrido un decremento. Sin embargo, esta circunstancia se debe a una cuestión metodológica, ya que, para evitar la duplicidad de imputación de activos en varias estrategias, los patrimonios gestionados bajo más de una estrategia ISR solo se atribuyen a la estrategia más avanzada.

Por tanto, no es que haya habido un decremento neto en los activos gestionados bajo la estrategia de *Screening* basado en normas, sino que, activos que hace dos años estaban gestionados únicamente bajo esta estrategia, en la actualidad están gestionados por otras estrategias ISR más avanzadas como el *Best-in-Class* o la Integración ASG, además del *Screening* basado en normas, por lo que para evitar duplicidades el patrimonio ha sido atribuido únicamente a la más avanzada.

En este periodo, tanto la estrategia *Best-in-Class* como la estrategia de integración de criterios ASG ha conseguido una alta tasa de crecimiento, existiendo un trasvase de activos desde la estrategia de *Screening* basado en normas, hacia el *Best-in-Class* y la Integración ASG.

Estos datos se interpretan en el sentido de que la ISR en España está evolucionando hacia un mercado más maduro, en el que los activos que anteriormente se contabilizaban en la estrategia de *Screening* basado en normas aplican ya el *Best-in-Class* y la Integración ASG.

En la figura 7 se puede observar cómo ha sido la evolución de estas tres estrategias a lo largo de los años. En esta figura se puede ver como existe un punto de inflexión en 2015 para las tres estrategias. Profundizando en los resultados de la figura 7, se puede observar como en primer lugar, el *Screening* basado en normas ha experimentado un crecimiento exponencial entre 2011 y 2015, mientras que en esos años el crecimiento de las otras estrategias fue casi nulo.

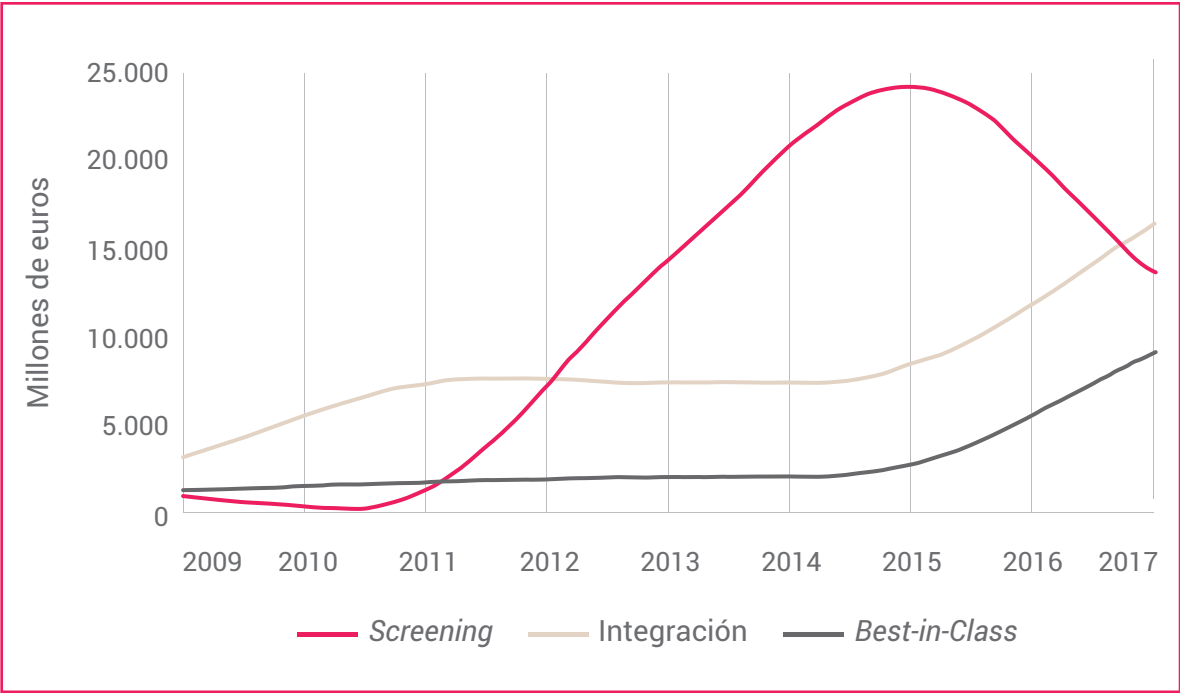


Figura 7: Comparación de los activos gestionados bajo las estrategias de *Screening* basado en normas, Integración ASG y *Best-in-Class*. Fuente: Spainsif.

En segundo lugar, a partir de 2015 se observa como la tendencia se invierte, comenzando un decrecimiento de la estrategia de *Screening* basado en normas a favor de un crecimiento de las estrategias de Integración ASG y *Best-in-Class*.

Siendo el crecimiento más acusado en el caso del *Best-in-Class*, debido a que el proceso de adaptación es más sencillo que en el caso de la Integración ASG. Además, en este periodo los activos gestionados bajo una estrategia de Integración ASG han superado a los activos gestionados con una estrategia de *Screening* basado en normas, algo que no ocurría desde que el *Screening* basado en normas comenzó su crecimiento en el año 2011.

Este cambio de tendencia, unido a la desaceleración del crecimiento de las exclusiones, es una buena noticia para el mercado de la ISR nacional, en el que las entidades están llegando a un grado de desarrollo avanzado en sus estrategias de sostenibilidad. Este desarrollo se verá fomentado, en los

próximos años, gracias al nuevo marco normativo europeo y a las tendencias internacionales.

El *engagement* y el *voting* son las estrategias más difíciles de cuantificar, debido a que no están vehiculizadas en ningún tipo de producto financiero, siendo su trazabilidad compleja.

La línea entre tener conversaciones con las empresas, asistir a *Road Shows* y el diálogo activo (*engagement*), es difícil de trazar, por lo que, en la encuesta, solo se considera *engagement* a aquel que está incluido en una política formal de la entidad, y, por tanto, existe una alta probabilidad de que los activos que figuran como gestionados bajo esta estrategia sean inferiores a los reales.

En el caso del *voting*, su trazabilidad es más directa, ya que la entidad financiera conoce el patrimonio que tiene invertido en cada empresa y las juntas de accionistas a las que asiste, así como el sentido de su voto.

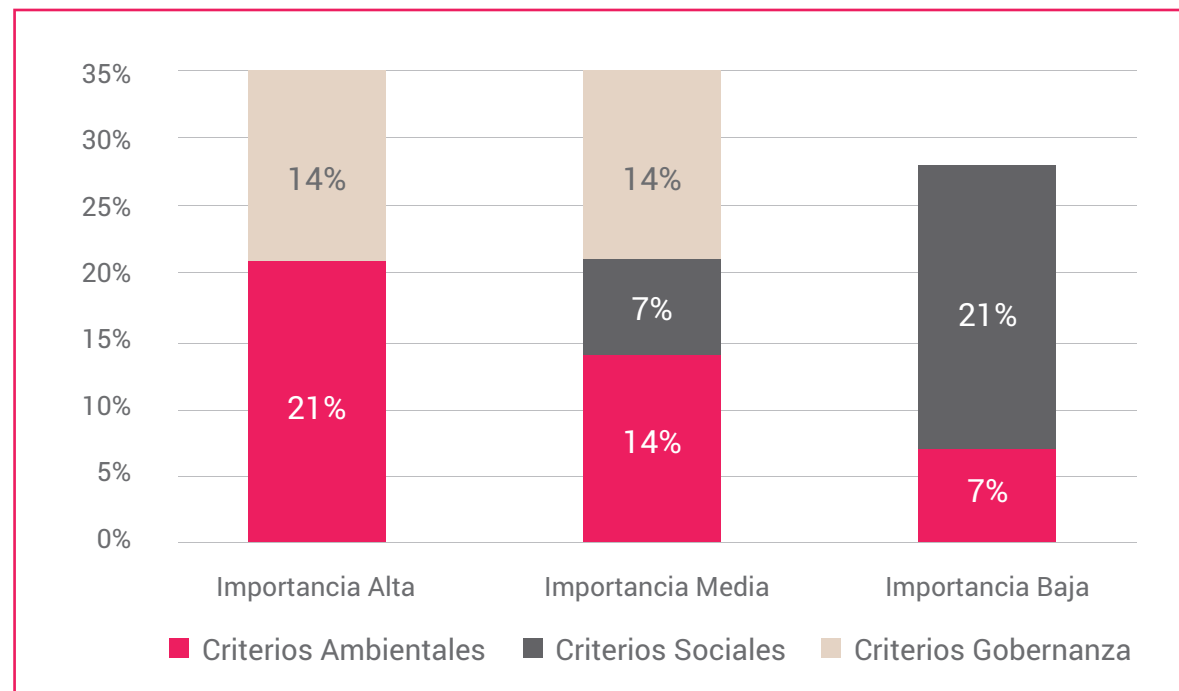


Figura 8: Importancia de los criterios ASG en los procesos de *engagement* y *voting* de las entidades encuestadas. Fuente: Spainsif.

La figura 8 recoge el porcentaje de encuestados que da una importancia alta, media o baja a los temas ambientales, sociales y de buen gobierno en sus procesos de *engagement* y *voting*.

Como se puede observar en esta figura, el criterio ASG que más se utiliza en los procesos de diálogo activo y voto es el criterio asociado a temas medioambientales, seguido del criterio asociado a temas de gobernanza, siendo los temas sociales los que menos se tratan. Es más, la mitad de los encuestados asegura que tienen en especial consideración los temas relacionados con el cambio climático y la transición a una economía de bajo carbono, en sus procesos de diálogo activo y voto.

Por último, con respecto a las inversiones temáticas y de impacto, el crecimiento es constante, aunque el tamaño del mercado sigue siendo muy pequeño.

Con respecto a las inversiones de impacto, sin embargo, se prevé un incremento en los próximos años debido a que en esta categoría se incluyen las emisiones de bonos verdes y sociales realizadas por

las entidades financieras, las cuales en 2018 ya han emitido volúmenes superiores a todos los activos gestionados a través de esta estrategia entre 2015 y 2017.

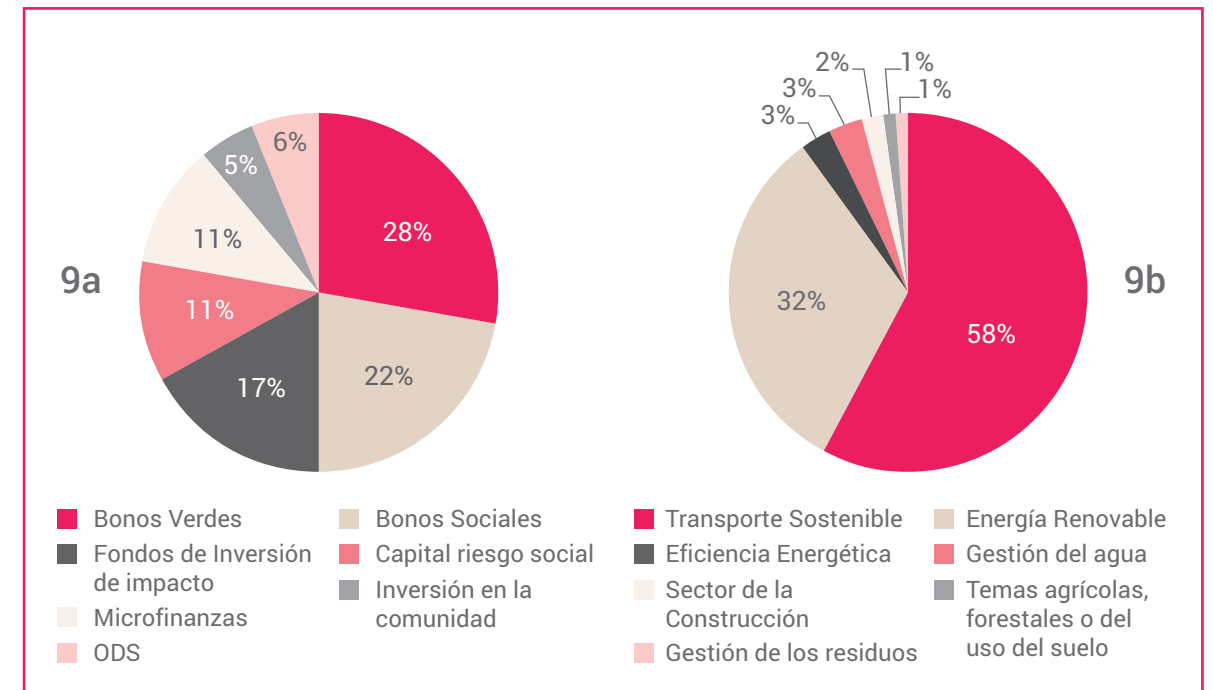


Figura 9: Porcentaje de activos gestionados por clase de inversión de impacto (9a) y porcentaje de activos gestionados por temática de inversión en productos de inversión temáticos (9b). Fuente: Spainsif.

En la figura 9a se puede ver cómo los bonos verdes y sociales ya representan el 50% del total de activos gestionados bajo inversiones de impacto. Sorprende que, entre las clases de inversión de impacto, no haya activos invertidos en *crowdfunding* social o emprendedores ambientales y/o sociales.

En la figura 9b aparecen los temas en los que se centra la inversión temática. Esta estrategia, en el mercado español, está dominada por el transporte sostenible y la energía renovable. Además, se puede observar cómo todos los temas en los que se invierte con esta estrategia están de forma directa o indirecta relacionados con el medioambiente.

Análisis cualitativo

Por último, incluimos en este análisis de los activos gestionados bajo estrategias ISR un apartado con valoraciones cualitativas sobre el desarrollo sostenible, el cambio climático, los factores clave del mercado ISR y su desarrollo en los próximos años. Se expone a continuación los resultados y tendencias más significativas.

Con respecto a las estrategias relacionadas con el desarrollo sostenible y el cambio climático que están implementando las entidades encuestadas, destaca como el 21% de las entidades ya han adaptado estrategias relacionadas con los ODS, los cuales fueron lanzados en 2015, seguidas por estrategias de inversión verde y energías renovables (figura 10).

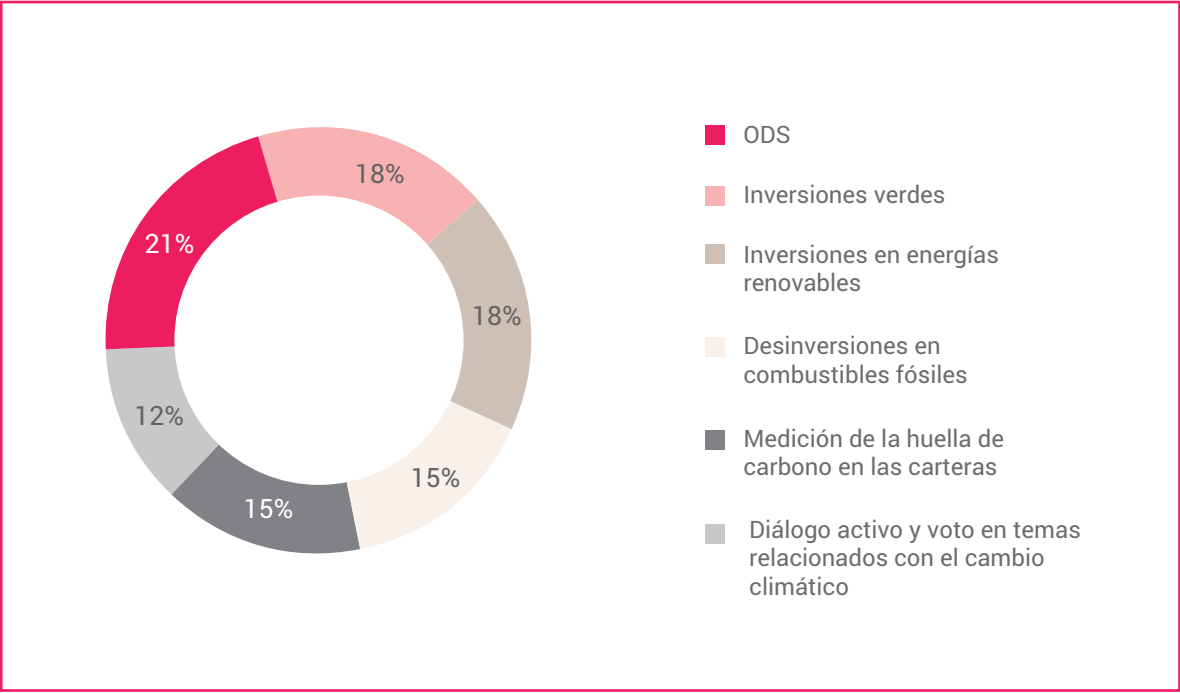


Figura 10: Estrategias desarrolladas por las entidades encuestadas en relación con el cambio climático y el desarrollo sostenible. Fuente: Spainsif.

Entre los factores clave que impulsarán la demanda de inversiones sostenibles y responsables en los próximos años (figura 11), los encuestados destacan el papel que los inversores institucionales y las iniciativas legislativas van a tener en el desarrollo del mercado de la ISR. Esta tendencia ya se ha puesto en marcha en la actualidad, por un lado, materializado en el amplio apoyo a la ISR por parte de grandes inversores institucionales y, por otro lado, con el desarrollo del Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea.

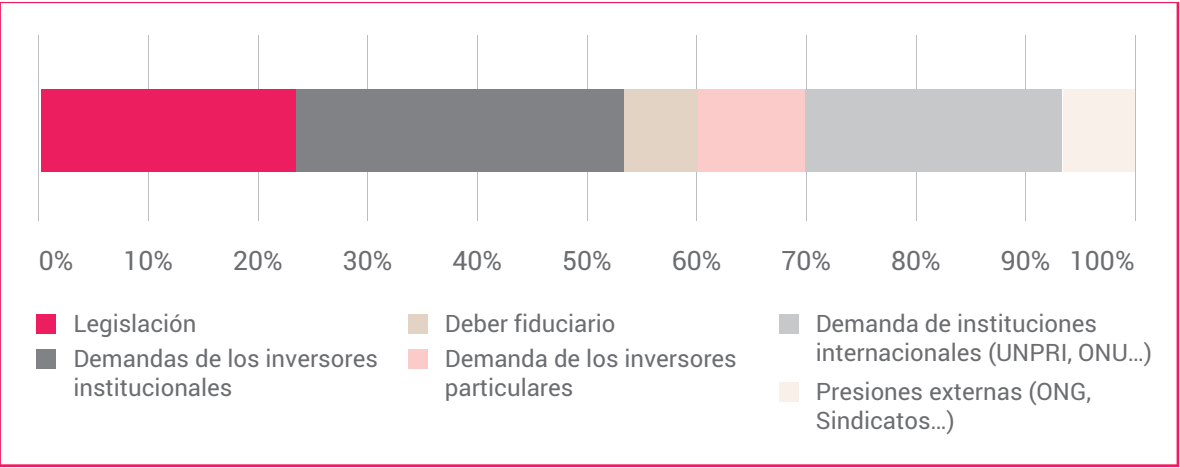


Figura 11: Factores clave de desarrollo del mercado ISR en los próximos tres años. Fuente: Spainsif.

Con respecto a las estrategias ISR que más valoran los clientes de las entidades encuestadas, destacamos que la de Integración ASG aparece en primera posición, seguida del *Best-in-Class*, coincidiendo

con los resultados del análisis cuantitativo de este estudio. En contraste, el *Screening* basado en normas es la única de las estrategias que los encuestados no han valorado como de gran importancia para sus clientes. (figura 12).

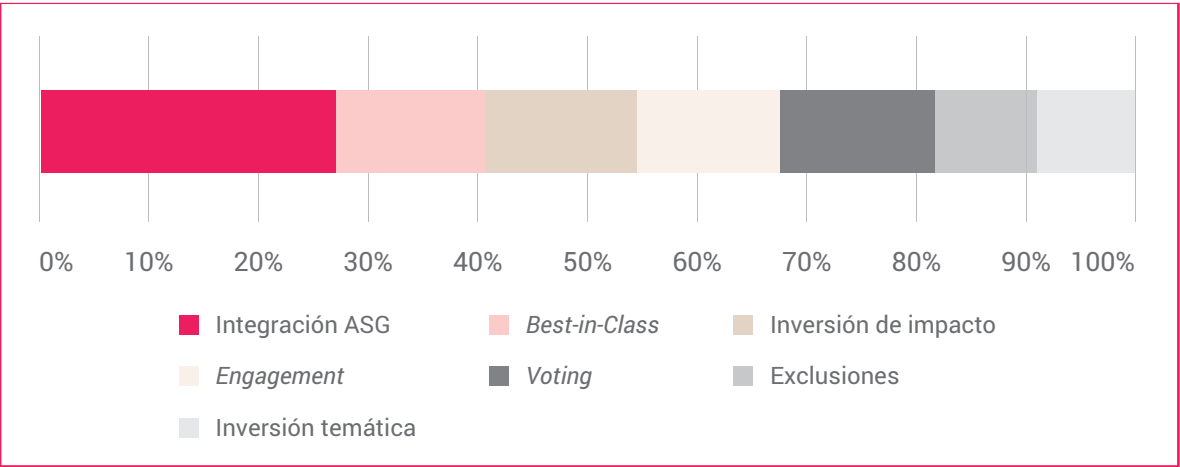


Figura 12: Estrategias ASG más valoradas por los clientes de las entidades encuestadas. Fuente: Spainsif.

La conclusión de este capítulo es que, aunque en los años estudiados se ha observado como el crecimiento del mercado de la inversión sostenible y responsable se ha moderado, esto ha sido debido a la mayor implicación de las entidades por mejorar la calidad de la ISR.

La perspectiva a corto plazo es que, una vez implementadas las estrategias ISR basadas en el *Best-in-Class* y la Integración ASG, impulsadas por los cambios normativos derivados del Plan de Acción en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, el mercado de la ISR nacional volverá a experimentar tasas de crecimiento muy por encima de la media del mercado de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, con la diferencia de que, en esta ocasión, el crecimiento ira acompañado de la mejora en la calidad de la ISR.



5. INVERSIÓN COLECTIVA ASG

En este capítulo se tratará la inversión colectiva ASG en España, incluyendo los fondos de inversión, planes de pensiones individuales y planes de pensiones de empleo.

A diferencia del análisis anterior, en este capítulo se toman como muestra todos los productos de inversión colectiva comercializados en España, provengan tanto de entidades nacionales como extranjeras.

A efectos de este estudio, denominamos fondos de inversión y planes de pensiones ASG a aquellos fondos y planes que incluyen en su política de inversión una mención expresa a los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (criterios ASG) en sus decisiones de inversión y gestión de riesgos, siguiendo la definición consensuada por Eurosif. Quedan excluidos del análisis los fondos y planes que posean un rating de sostenibilidad alto y los fondos y planes solidarios, que en ningún caso pueden ser considerados ISR.

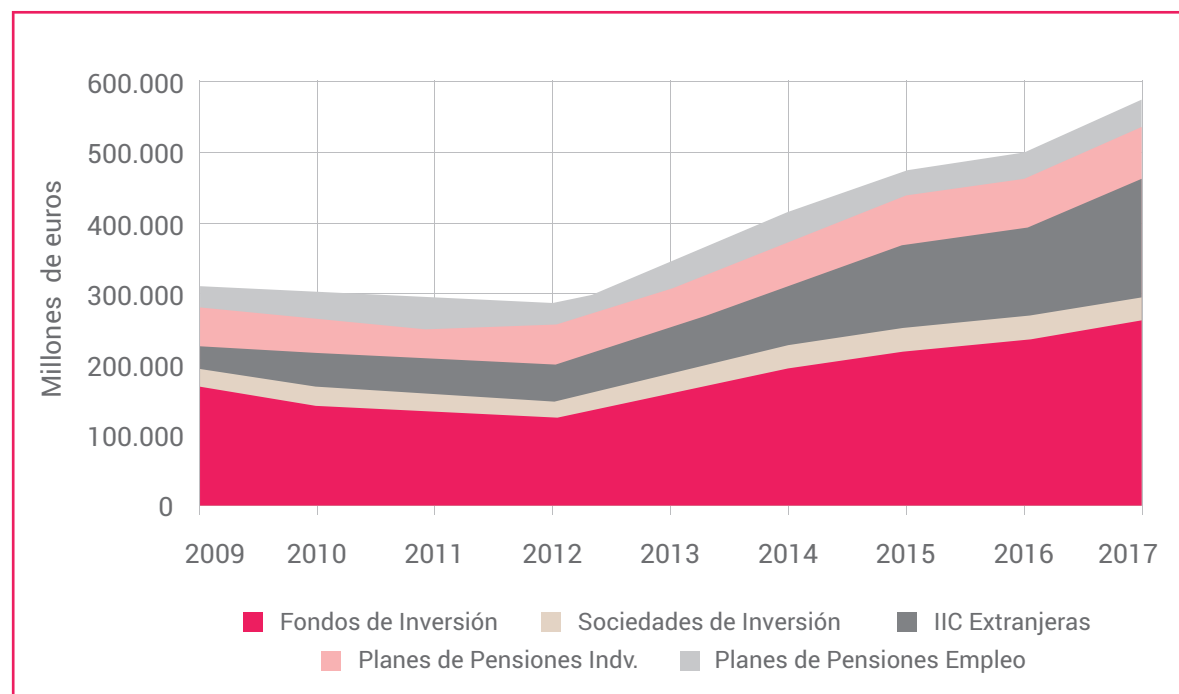


Figura 13: Patrimonio gestionado por IICs y Planes de Pensiones. Fuente: Inverco.

Para poner en contexto los productos de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones ASG, en la figura 13 se recopila la evolución del patrimonio gestionado en instituciones de inversión colectiva y planes de pensiones, tanto individuales como de empleo.

En esta figura se puede ver como en los últimos años el patrimonio gestionado ha crecido de 300 miles de millones de euros a prácticamente 600 miles de millones de euros, con una tasa de crecimiento media anual del 8%.

Sin embargo, no todas las categorías de activos han progresado al mismo ritmo, siendo los fondos de inversión pertenecientes tanto a entidades nacionales como extranjeras, los que más han aportado. Es más, las instituciones de inversión colectiva extranjeras han sido, con diferencia, las que más patrimonio han acumulado durante estos años, logrando una tasa de crecimiento medio anual del 24%, muy superior al de los fondos de inversión nacionales que han experimentado un crecimiento medio anual del 6%.

Fondos de inversión ASG

Con respecto a los fondos de inversión ASG, la evolución del patrimonio ha seguido la línea general del mercado. En la figura 14 se puede observar como el patrimonio de los fondos de inversión, que incluyen los criterios ASG en su política de inversión, ha crecido desde 15.000 millones de euros a 30.000 millones de euros, con una tasa de crecimiento medio anual del 15%.

Este crecimiento se ha acelerado desde 2013, después de cuatro años de estancamiento. El patrimonio vehiculado en fondos de inversión ASG, en la actualidad, representa un 7% del total de patrimonio gestionado por instituciones de inversión colectiva, aunque ya está en línea con otras clases de

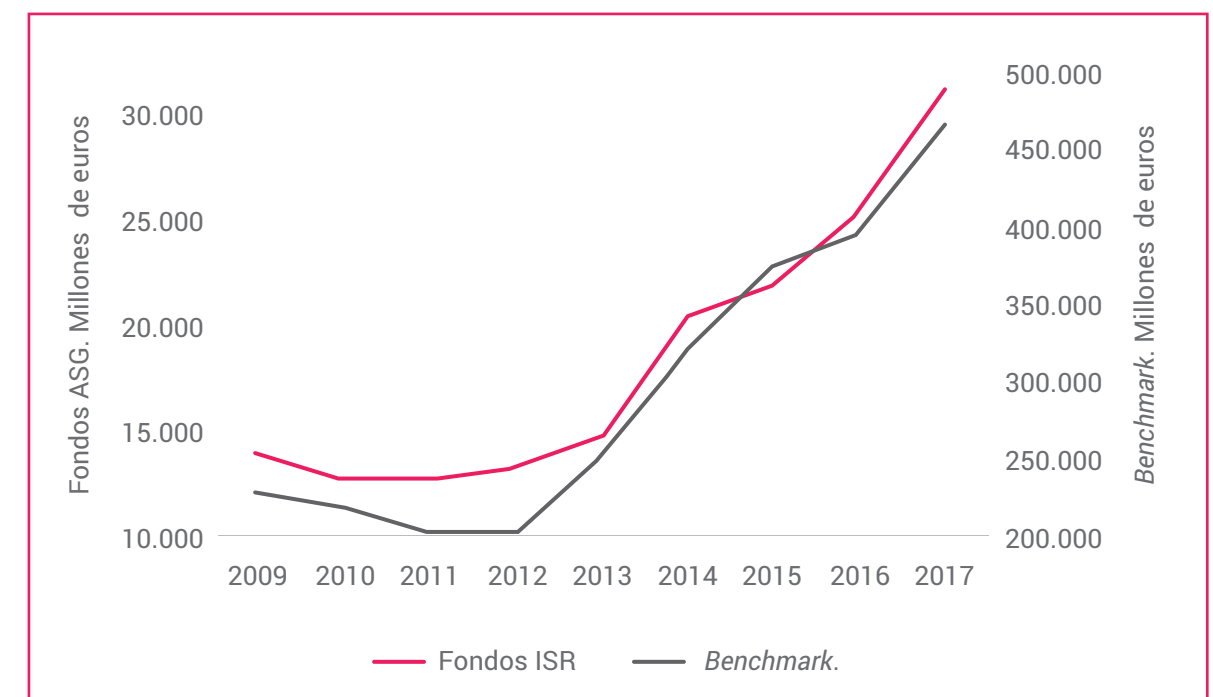


Figura 14: Patrimonio gestionado por fondos de inversión ASG comercializados en España, comparado con el patrimonio total de fondos de inversión comercializados en España. Fuente: Spainsif con información recopilada de VDOS y Morningstar e Inverco.

vehículos de inversión, destacados en la figura 13, como son las Sociedades de Inversión y los Planes de Pensiones de Empleo.

El crecimiento del patrimonio de fondos de inversión con criterios ASG ha sido un 12% superior al crecimiento del patrimonio obtenido por el total de los fondos de inversión comercializados en España. Esto es un gran indicativo de cómo se ha estado acelerando la demanda de fondos de inversión con criterios ASG en España, ya que el crecimiento de patrimonio en este tipo de fondos está superando al del total del mercado.

Como en el caso general del mercado, las instituciones de inversión colectiva internacionales han sido las principales responsables del crecimiento de patrimonio durante estos años.

En la figura 15 se observa que los fondos de inversión ASG propiedad de entidades internacionales

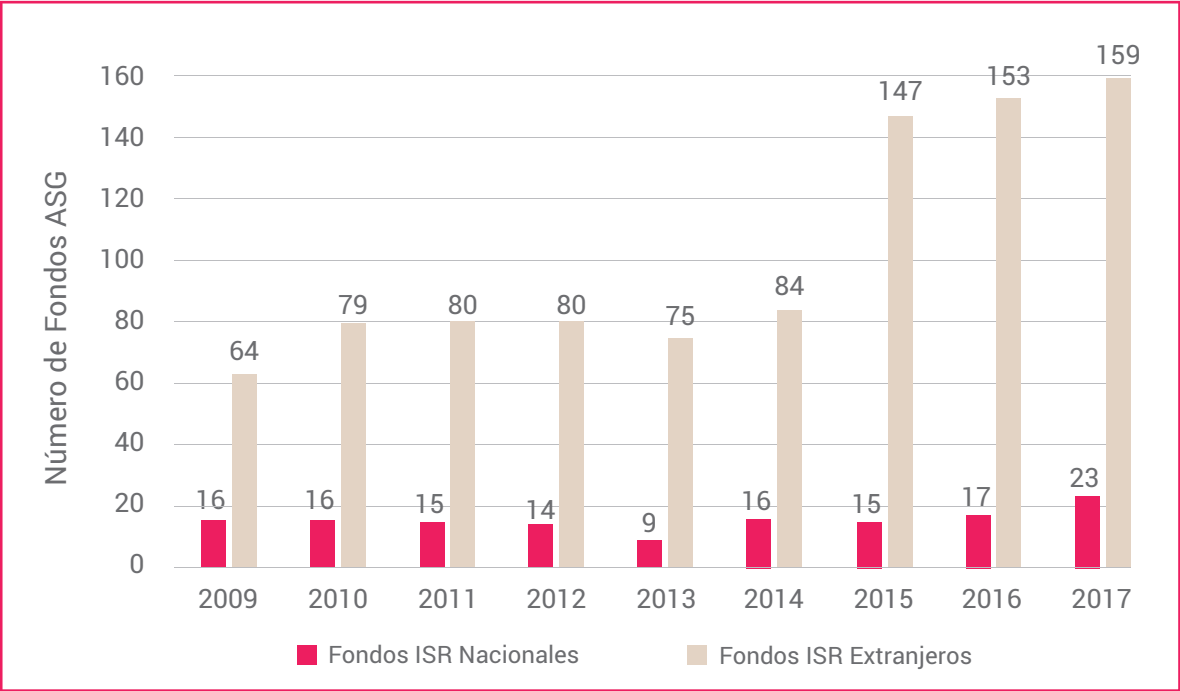


Figura 15: Número de fondos de inversión ASG comercializados en España, según su procedencia. Fuente: Spainsif con información recopilada de VDOS y Morningstar.

han representado, de media, el 85% del total de fondos de inversión ASG comercializados en España. Sin embargo, parece que existe un cambio de tendencia con respecto a las instituciones de inversión colectiva nacionales, ya que el crecimiento del número de productos entre 2016 y 2017 fue del 53% y en lo que llevamos de 2018 ha sido del 30%, con el lanzamiento de siete nuevos fondos de inversión ASG.

Respecto a la asignación de activos donde invierten estos productos financieros, se puede observar en la figura 16, como un ahorrador y/o inversor ASG, tiene una gran variedad de categorías de productos donde invertir su dinero.

En la figura 16 se observa como los fondos de inversión ASG que invierten en renta variable son los más numerosos, seguidos por los de renta fija y mixtos, en línea con lo que se veía en la figura número 4, para el total de los activos gestionados con alguna estrategia ISR.

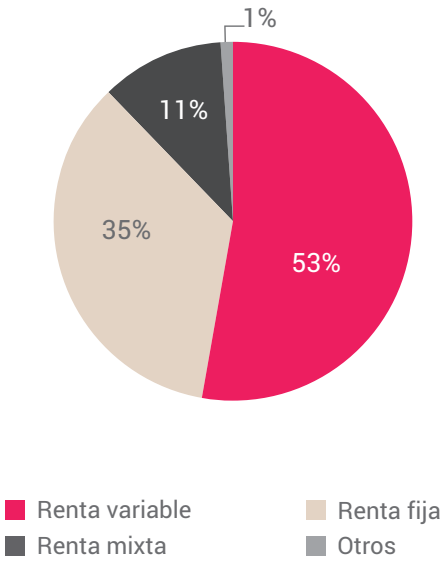


Figura 16: Asignación de activos según las carteras de los fondos de inversión ASG. Fuente: Spainsif con información recopilada de VDOS y Morningstar.

La tabla 2 muestra las rentabilidades medias anuales por categoría, incluyendo una cartera tipo que refleja la ponderación de categorías según la asignación de activos de la figura 16.

CATEGORÍA	RENTABILIDAD (%)			
	1 año	3 años	5 años	10 años
Renta variable	11,25	4,98	7,17	1,7
Renta fija	0,05	0,11	1,83	0,77
Renta mixta	4,03	1,27	2,65	0,54
Otros	2,15	0,54	1,2	0,23
Cartera ASG	6,43	2,82	4,74	1,23

Tabla 2: Rentabilidad media anual por categoría de los fondos de inversión ASG. Fuente: Spainsif con información recopilada de VDOS y Morningstar.

La rentabilidad de la cartera de los fondos de inversión ASG es superior a la media de rentabilidad del total de fondos de inversión recogidos en la Tabla 3, en todos los casos excepto en la medición de la rentabilidad media anual a diez años. Esto puede deberse a que la mayoría de los fondos de inversión ASG no se comercializaban en España hace diez años y por tanto las rentabilidades en este alcance temporal no son representativas.

	RENTABILIDAD MEDIA PONDERADA Y ANUALIZADA (%)			
CATEGORÍA INVERCO	1 año	3 años	5 años	10 años
Monetario	-0,29	-0,11	0,32	0,95
Renta fija euro corto plazo	0,14	0,08	0,58	0,96
Renta fija euro largo plazo	0,65	0,63	2,53	2,68
Renta fija mixta euro	0,9	0,67	2,4	1,48
Renta variable mixta euro	3,39	2,12	5,2	1,02
Renta variable nacional euro	12,54	5,37	9,19	0,48
Renta fija euro largo plazo	-1,52	1,39	2,2	2,56
Renta fija internacional	1,25	0,45	1,46	0,64
Renta fija mixta internacional	3,15	1,41	3,51	1,58
Renta variable euro resto	8,94	6,43	9,3	2,4
Renta variable internacional Europa	7,9	5,39	8,05	1,05
Renta variable internacional EEUU	10,59	8,55	13,82	6,77
Renta variable internacional Japón	14,55	10,53	12,97	3,11
Renta variable internacional emergentes	16,68	6,86	3,41	0,11
Renta variable internacional resto	10,08	7,96	10,8	5,05
Globales	4,49	3,69	4,33	2,12
Garantizados de rendimiento fijo	0,66	0,32	1,65	2,26
Garantizados de rendimiento variable	1,51	0,94	2,24	1,46
De garantía parcial	2,51	1,41	3,89	
Gestión pasiva	2,21	1,42	4,48	
Retorno absoluto	1,44	0,65	1,25	
Fondos de Inversión Libre (FIL)	9,88	7,39	9,29	
Total Fondos	2,64	1,59	2,95	1,84

Tabla 3: Rentabilidad media anual por categoría Inverco. Fondos de inversión propiedad de entidades nacionales. Fuente: Inverco..

Planes de pensiones ASG

Los planes de pensiones individuales ASG en España han crecido entre 2015 y 2017 un 4,18%, alcanzando un patrimonio de 1.250 millones de euros (figura 17). Este patrimonio se disgrega en 56 planes de pensiones, pertenecientes a 10 fondos de pensiones, gestionados por 4 entidades nacionales. Asimismo, el 53% de estos planes de pensiones son productos que se han convertido en planes de pen-

siones ASG debido a una modificación en la política de inversión del fondo de pensiones, en la cual se optó por incluir de forma expresa los criterios ASG a la hora de tomar las decisiones de inversión.

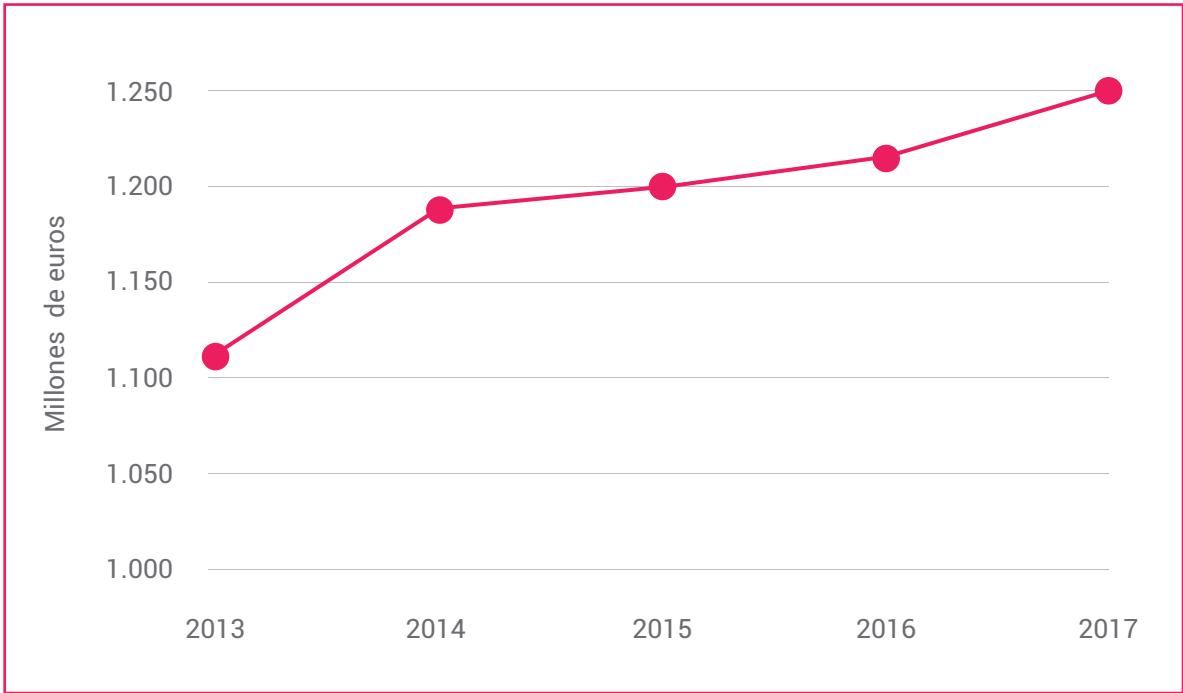


Figura 17: Patrimonio de los planes de pensiones individuales ASG comercializados en España. Fuente: Spainsif con información recopilada de VDOS y Morningstar.

Este mercado está todavía en un estado incipiente en España, ya que los planes de pensiones ASG representan un volumen de activos muy pequeño si los comparamos con los 74.378 millones de euros registrados por Inverco en fondos de pensiones individuales a cierre de 2017.

Sin embargo, debido a que la inversión sostenible y responsable incluye en la gestión de riesgos los criterios ASG, tiene una gran potencialidad para gestionar de mejor forma los riesgos de la inversión a largo plazo. De cara a futuro se prevé una expansión en los activos gestionados en fondos de pensión individuales con criterios ASG, como ya está ocurriendo en los fondos de inversión o en los fondos de pensiones de empleo.

Los fondos de pensiones de empleo, en sus comisiones de control, ostentan la representación de los trabajadores a través de los sindicatos. De esta manera, llevan años impulsado políticas de inversión con criterios ASG, siendo uno de los principales actores en la inclusión de los criterios ASG en el mercado de las instituciones de inversión colectiva y planes de pensiones en España.

Este apoyo continuado a las políticas de inversión con criterios ASG ha servido para que se empiece a legislar en materia de ISR en España. En esta línea, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en su disposición final trigésimo primera, pide un desarrollo reglamentario sobre la difusión de información ASG en la política de inversión de los fondos de pensiones.

Esta disposición final tiene su desarrollo en la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre la actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, en la que su disposición final undécima modifica el Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, texto al que se le añade un nuevo apartado

en el artículo 14, el cual dice que las comisiones de control, junto a la entidad gestora, elaborarán una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión, que, en el caso de los planes de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración los riesgos extra-financieros en las decisiones de inversión.

Este desarrollo toma forma en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero y modificado por el Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, en cuyo artículo 69, apartado 5, se explica que los fondos de pensiones de empleo, en su declaración comprensiva de los principios de su política de inversión, deberán mencionar si se tienen en consideración o no, en las decisiones de inversión, los riesgos extra-financieros que afectan a los diferentes activos que integran la cartera del fondo de pensiones.

A escala europea, la Directiva 2016/2341 del 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo europeos (Directiva IORP II), incluye una mención expresa a que los fondos de pensiones de empleo han de informar si toman en consideración, en las decisiones de inversión, los criterios ASG y la manera en que forman parte de sus sistemas de gestión del riesgo.

Como se puede apreciar, la legislación nacional ha ido por delante de la europea en este caso, lo que denota la importancia que este tipo de producto financiero tiene en el desarrollo de la inversión sostenible y responsable en España.

Desde el año 2015 se ha publicado anualmente, por parte de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Empresa, un informe con los resultados de la información ASG suministrada por los fondos de pensiones de empleo. Esta información se ha estandarizado gracias a una ficha técnica, de aplicación voluntaria, elaborada en 2016 por Spainsif, la cual

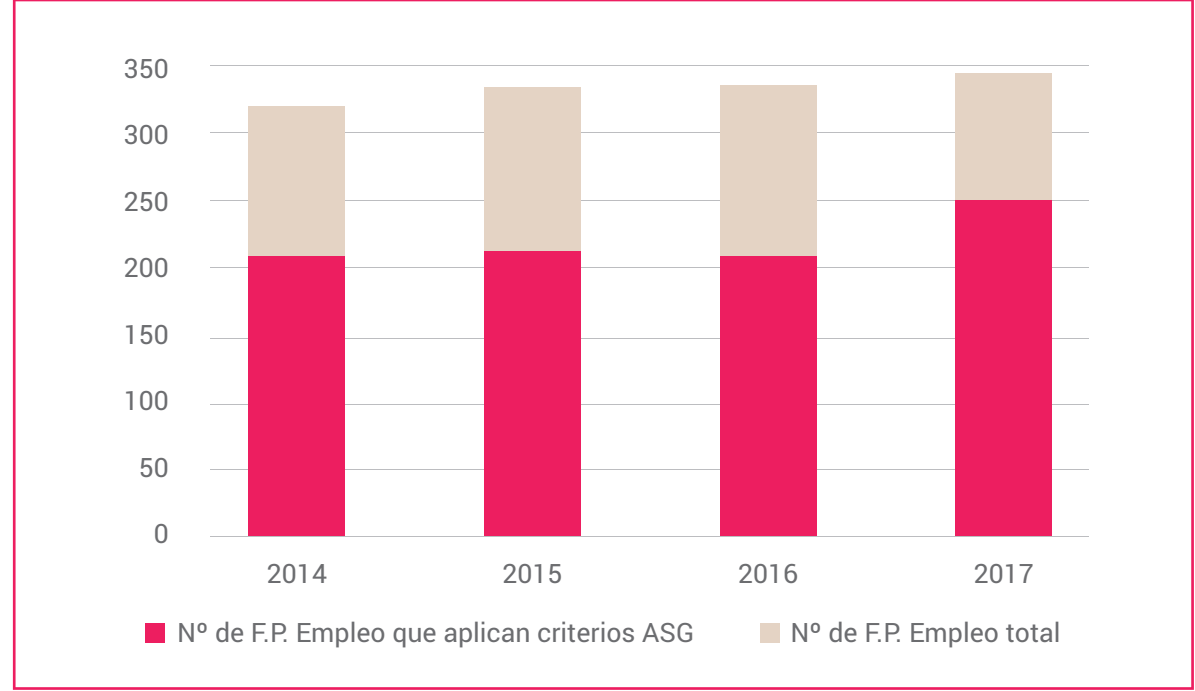


Figura 18: Número de fondos de pensiones de empleo que incluyen los criterios ASG en sus políticas de inversión. *Fuente: DGSyFP.*

estructura la información ASG de manera que aumenta la homogeneización de los datos y por tanto facilita su manejo.

En la figura 18 se puede observar cómo el número de fondos de pensiones de empleo que aplican criterios ASG alcanza al 72% del total de fondos, lo que supone un patrimonio aproximado de 26.000 millones de euros.

Los fondos de pensiones de empleo, como herramienta de previsión social complementaria a la jubilación, han sido uno de los instrumentos de ahorro que más han sufrido las consecuencias de la crisis financiera de 2008.

Debido a los recortes salariales y las reducciones de plantillas, los activos gestionados a través de fondos de pensiones de empleo han tenido una tasa de crecimiento entre 2009 y 2017 de un 16%, inferior al de total de fondos de pensiones, que ha crecido un 30%, y muy por debajo del crecimiento registrado en esos años para el total de activos gestionados en inversión colectiva (un 83%).

Aunque el crecimiento en patrimonio sea reducido, un 1% entre 2016 y 2017, el patrimonio gestionado teniendo en cuenta los criterios ASG ha crecido en este periodo un 10%, circunstancia que hace de los planes de pensiones de empleo y sus comisiones de control sean una pieza clave en el desarrollo de la inversión sostenible y responsable en España.

Para finalizar este apartado, se ha incluido un inciso a la información ASG facilitada por los fondos de pensiones de empleo a través de la ficha realizada por Spainsif. En la información obtenida de 2017 observamos que 75 fondos de pensiones de empleo (un 21,74% del total), los cuales representan un patrimonio de 15.492 millones de euros (un 43,39% del total), han comunicado su información ASG utilizando la ficha de Spainsif. Esta ficha da información más allá de conocer si el fondo de pensiones de empleo aplica una política ISR o no, ayudando a conocer en que categoría de inversión se aplican estos principios.

De esta forma, en la tabla 4, podemos ver que el 74% del total de patrimonio, cuyas comisiones de control han usado la ficha, incluía criterios ASG, y como en las categorías de renta variable este porcentaje alcanza el 95%. Esta situación se debe a que los indicadores para medir la ISR en renta variable están mucho más desarrollados que para las otras categorías de inversión, lo que hace que las comisiones de control tengan más fácil invertir con criterios ASG.

TIPO DE ACTIVO	PATRIMONIO (MILLONES DE EUROS)	% ISR
Renta fija soberana	5.870	90%
Renta fija corporativa	3.407	62%
Renta variable directa	999	95%
Renta variable indirecta	2.718	95%
Activos alternativos	899	89%
Otros	1.599	11%
TOTAL	15.492	74%

Tabla 4: Patrimonio de los fondos de pensiones de empleo por categoría de inversión y el porcentaje de ISR que aplican. *Fuente: DGS.*

Por otro lado, a partir de la información facilitada, se puede clasificar este patrimonio según las estrategias de inversión sostenible y responsable utilizadas por las comisiones de control. En la figura 19 se han reflejado los activos gestionados según las diferentes estrategias ISR.

En esta figura podemos observar como los fondos de pensiones de empleo utilizan en su mayoría la integración ASG como principal estrategia ISR y en el caso de los activos invertidos en renta variable es generalizada la utilización de estrategias de *engagement* y *voting*.

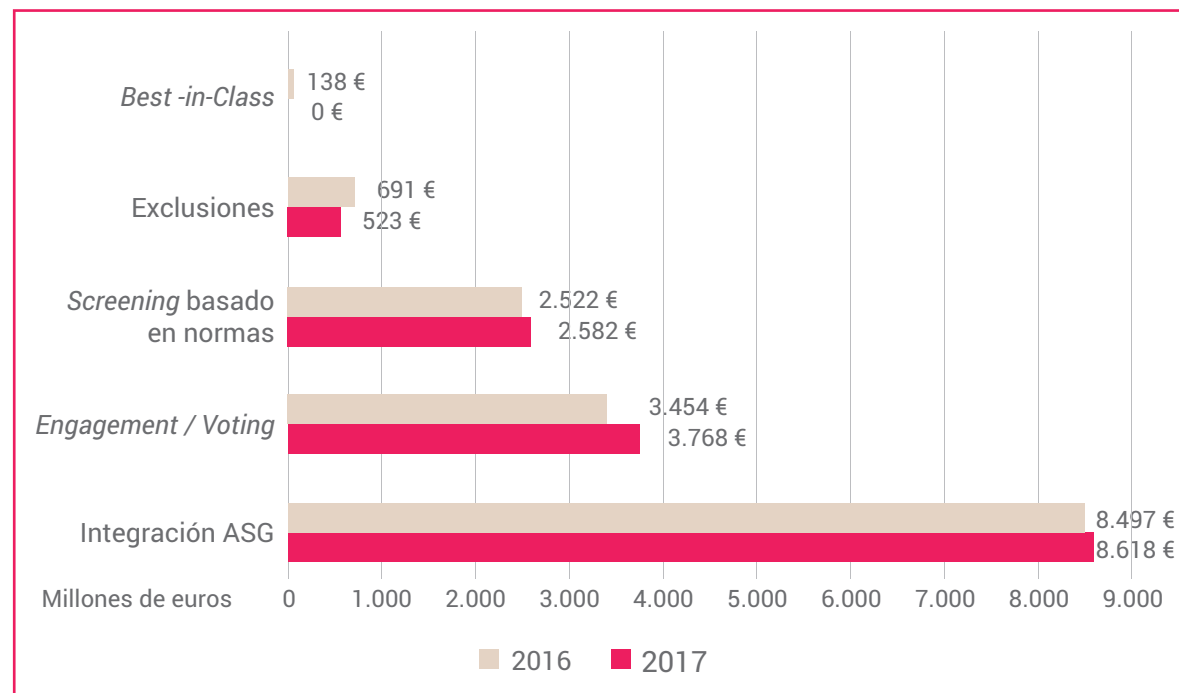


Figura 19: Activos gestionados por estrategia ISR. Fuente: DGS.

Comparando estos resultados con los obtenidos en el capítulo anterior (figura 5), observamos como las estrategias más utilizadas por los fondos de pensiones de empleo difieren de las recogidas en las encuestas y denota el papel protagonista de los fondos de pensiones de empleo como catalizadores de la ISR de calidad en el mercado nacional.

Por último, con respecto a la utilización de los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, todos los fondos de pensiones de empleo encuestados recaban información de los criterios ASG con el mismo grado de importancia.

La principal conclusión de este capítulo es que las instituciones de inversión colectiva extranjeras son el principal impulsor de la ISR en el mercado de los fondos de inversión, aunque se observa como las entidades nacionales ya están trabajando en el desarrollo y comercialización de este tipo de producto.

Por otro lado, los fondos de pensiones individuales siguen teniendo un papel poco representativo, en contraste con los fondos de pensiones de empleo, donde se alcanza una alta cuota de activos gestionados con criterios ASG.

6. LA GESTIÓN PASIVA EN LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE

Para completar el análisis realizado de la inversión sostenible y responsable, se ha incluido el presente capítulo dedicado a la gestión de los criterios ASG a partir de índices bursátiles sostenibles, debido a la cada vez más utilizada estrategia de gestión pasiva y el auge de los ETF con criterios ASG.

La gestión pasiva es una estrategia de inversión cuyo objetivo es el de replicar un índice bursátil. El origen de esta estrategia proviene de la teoría de carteras desarrollada por Markowitz en 1952 y del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado por Sharpe en 1964.

En la actualidad, la creciente atención sobre las comisiones de gestión por parte de los inversores, los cambios regulatorios o los avances en *Fintech* (como el caso de los *robot advisors*), están haciendo que la gestión pasiva se esté desarrollando rápidamente, llegando en 2017 a alcanzar un patrimonio en Europa de 1,3 billones de euros, con un crecimiento en el último año de 160.000 millones de euros. Este crecimiento fue en gran medida logrado gracias a los ETF que alcanzaron en Europa el pasado año un patrimonio de 670.000 millones de euros¹.

Este desarrollo afecta a la inversión sostenible y responsable, de forma que la cuota de gestión pasiva en el mercado de la ISR pasa del 6% en 2013 al 12% a finales de 2017 a escala mundial, alcanzando los 102.000 millones de euros².

La ISR pasiva se puede realizar de múltiples formas, siendo una de las más desarrolladas la que se centra en replicar índices bursátiles sostenibles como el Dow Jones Sustainability o el FTSE4GOOD. Sin embargo, en la actualidad, existen alternativas a la hora de elegir el índice de referencia del producto de inversión, como son los índices de MSCI ESG o los índices de sostenibilidad de Morningstar.

Esta variedad de índices y de productos es positiva, pero puede crear incertidumbre ya que todos ellos tienen formas de valorar los criterios ASG de forma diferente. Por ello, los Estados están intentando aumentar la confianza en este sector a través de certificaciones de productos de inversión sostenible oficiales (etiquetado ASG) o la creación de índices bursátiles relacionados con la sostenibilidad.

Atendiendo a esta necesidad de homogeneizar el mercado de la ISR, el Plan de Acción de la Comisión Europea plantea la creación de un índice bursátil centrado en la transición a una economía de bajo

¹ Un año récord para los ETF en Europa. Morningstar 2018.

² ESG: Fuerte crecimiento de los fondos pasivos. Morningstar 2018.

carbono.

Este auge de la gestión pasiva sostenible está surgiendo como consecuencia de las evidencias contrastables de que invertir con criterios ASG genera más rendimientos a medio y largo plazo.

Para corroborar esta situación, en el presente estudio se ha incluido un análisis de comparación entre dos índices bursátiles de sostenibilidad, uno a escala nacional y otro a escala europea. Este análisis se ha llevado a cabo a partir de los retornos diarios de los índices (en base 100) entre los años 2011 y 2017. Además, se ha incluido un análisis inferencial para comprobar si las diferencias observadas son estadísticamente significativas.

Este último se ha llevado a cabo a partir de tres pruebas estadísticas, la primera sirve para comprobar si las muestras siguen una distribución normal (Prueba de Kolmogorov-Smirnov), la segunda para saber si las muestras están correlacionadas (Rho de Spearman) y la última con el objetivo de conocer si las diferencias que se observan son significativas (Rangos con signo de Wilcoxon).

FTSE4GOOD IBEX

Bolsas y Mercados Españoles (BME) y FTSE Group crearon un índice bursátil sostenible en 2008, el cual permite a los inversores responsables identificar e invertir en aquellas compañías que cumplen con los estándares globales de inversión sostenible y responsable. El índice de referencia utilizado ha sido el IBEX 35.

En la actualidad, el índice FTSE4GOOD IBEX está compuesto por 43 empresas también presentes en otros índices bursátiles nacionales como el IBEX 35, el IBEX Medium Cap o el IBEX Small Cap.

En la figura 20 se puede observar como la evolución del índice FTSE4GOOD IBEX ha ido imponiéndose

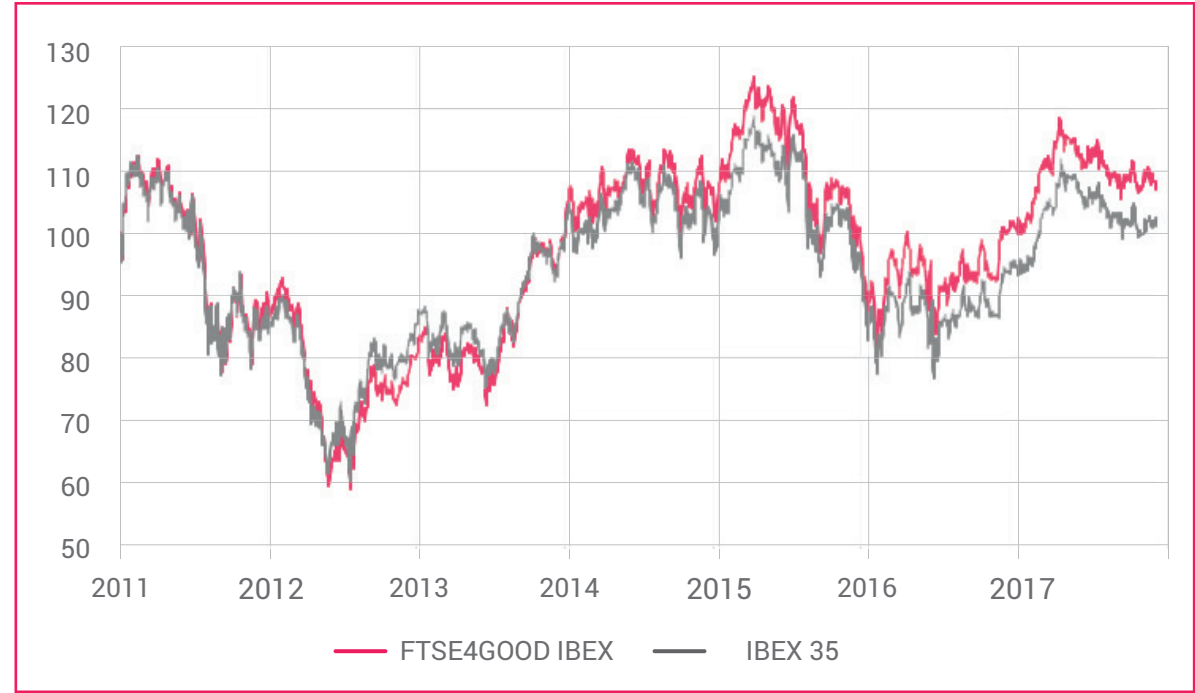


Figura 20: Comparación del comportamiento del índice bursátil FTSE4GOOD IBEX y el del índice bursátil IBEX 35. Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

dose a la del IBEX 35 con el paso de los años. De media, entre 2011 y 2017, el índice de sostenibilidad tuvo un comportamiento un 3% mejor al del índice de referencia, alcanzando una diferencia del 6,9% en el año 2017.

Con el fin de comprobar si estas diferencias son estadísticamente significativas, se ha realizado un análisis inferencial de los datos mostrados en la figura 20 cuyos resultados se recogen en la tabla 5.

En el caso de las pruebas de normalidad la significancia debe ser mayor de 0,05 para que la muestra pueda considerarse que sigue una distribución normal de sus datos.

En el caso de las muestras valoradas, se puede observar como ninguna de las dos sigue una distribución normal al no tener una significancia superior a 0,05.

Una vez comprobado que no existe una distribución normal, utilizamos una prueba de correlación para conocer si las muestras están relacionadas, el Rho de Spearman, de cuyo resultado tenemos que existe una correlación del 97%, confirmando que estos índices están muy relacionados.

Por último, se utilizó la prueba de rangos con signo de Wilcoxon, con el objetivo de conocer si las diferencias observadas entre los dos índices se deben al azar. Se utiliza esta prueba debido a que las muestras no siguen una distribución normal y además están relacionadas.

Una significancia superior a 0,05 significa que las diferencias se deben al azar, pero en este caso las diferencias observadas son estadísticamente significativas, ya que el resultado de la prueba de Wilcoxon da una significancia inferior a 0,05.

PRUEBA ESTADÍSTICA	ESTADÍSTICO	RESULTADO
Prueba de normalidad para la muestra del FTSE4GOOD	Z de Kolmogorov-Smirnov	4,387
	Significancia	0
Prueba de normalidad para la muestra del IBEX35	Z de Kolmogorov-Smirnov	4,329
	Significancia	0
Prueba de correlación entre las muestras	Rho de Spearman	0,971
	Significancia	0,01
Prueba de significancia estadística entre las muestras	Rangos con signo de Wilcoxon	-24,832
	Significancia	0

Tabla 5: Análisis inferencial entre el comportamiento del índice FTSE4GOOD IBEX y el índice IBEX35. Fuente: Spainsif.

DOW JONES SUSTAINABILITY EUROPE

RobecoSAM, desde 1999, elabora el Dow Jones Sustainability, que es un índice bursátil sostenible a escala global. Esta entidad, desde 2001, desarrolla también un índice bursátil sostenible específico para Europa.

Cada año solicitan a más de 3.400 empresas de todo el mundo que cotizan en bolsa, entre 80 y 120 preguntas específicas de la industria, que se centran en factores económicos, ambientales y sociales relevantes, pero que están poco investigadas en el análisis financiero convencional.

El índice Dow Jones Sustainability Europe (DJSE) incluye a las mejores 120 empresas europeas en términos de sostenibilidad, según la información recabada por RobecoSAM.

En este caso el índice de referencia utilizado ha sido el Europe STOXX 50, que agrupa a 50 de las principales empresas de la zona euro.

Como en el apartado anterior, en la figura 21 se puede ver la comparación entre el comportamiento del índice bursátil DJSE entre 2011 y 2017 y el comportamiento del Europe STOXX 50 para esos mismos años.



Figura 21: Comparación del comportamiento del índice bursátil Dow Jones Sustainability Europe y el del índice bursátil Euro Stoxx 50. *Fuente: Bloomberg y RobecoSAM.*

De media en los años estudiados el índice de sostenibilidad tuvo un comportamiento un 10% superior al del índice de referencia, alcanzando esta diferencia el 13% en el año 2017.

Como en el caso anterior, con el fin de estudiar la significancia estadística de estas diferencias, se realizó el mismo análisis inferencial, que en el caso del FTSE4GOOD IBEX, los resultados se resumen en la tabla 6.

En esta ocasión, las muestras tampoco siguen una distribución normal, como se desprende de la prueba de Kolmogorov-Smirnov. Por tanto, se ha realizado una prueba de correlación no paramétrica a través de la Rho de Spearman, hallando dos muestras muy relacionadas entre sí, con una relación en el 97% de la serie.

Por último, debido a estos resultados previos, se escogió la prueba de Wilcoxon para saber si las diferencias eran estadísticamente significativas, obteniendo una respuesta positiva.

De estos dos análisis se desprende que la inversión sostenible y responsable a través de la estrategia de gestión pasiva es tanto posible como rentable. Los índices bursátiles de sostenibilidad logran comportamientos significativamente mejores que los índices bursátiles de referencia.

Destacamos como las diferencias entre los índices de sostenibilidad y los de referencia son cada vez mayores, lo que puede ser un indicio de que la sostenibilidad se tiene cada vez más en cuenta, siendo las empresas líderes en este ámbito las que mejores resultados bursátiles están obteniendo.

PRUEBA ESTADÍSTICA	ESTADÍSTICO	RESULTADO
Prueba de normalidad para la muestra del DJSE	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,978
	Significancia	0
Prueba de normalidad para la muestra del Euro Stoxx 50	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,235
	Significancia	0
Prueba de correlación entre las muestras	Rho de Spearman	0,97
	Significancia	0,01
Prueba de significancia estadística entre las muestras	Rangos con signo de Wilcoxon	-36,182
	Significancia	0

Tabla 6: Análisis inferencial entre el comportamiento del índice Dow Jones Sustainability Europe y el índice Euro Stoxx 50. *Fuente: Spainsif..*



7. ACTORES RELEVANTES EN EL MERCADO DE LA ISR NACIONAL

El Foro de Inversión Sostenible y responsable de España (Spainsif) es una plataforma de encuentro y referencia en materia de inversión sostenible y responsable en España (creada en el 2009 por 32 organizaciones). Spainsif tiene como misión primordial fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en las políticas de inversión mediante el diálogo con los diferentes grupos sociales, contribuyendo al desarrollo sostenible, así como concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora, las Administraciones Públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

En la actualidad cuenta con el apoyo de 65 entidades de reconocido prestigio, tanto nacionales como internacionales, entre las que encontramos entidades bancarias, aseguradoras, gestoras de activos, proveedores de servicios, universidades, escuelas de negocio, organizaciones sin ánimo de lucro, fundaciones y sindicatos.

Spainsif forma parte de la iniciativa internacional de Foros de Inversión Sostenible y es miembro del Foro de Inversiones sostenibles europeo (Eurosif), entidad que agrupa a los principales foros de inversión sostenible de los países europeos de nuestro entorno (Francia, Reino Unido, Alemania, Países Bajos, Italia, ...).

La actividad de Spainsif está centrada en tres ejes principales de actuación; la promoción de la inversión sostenible para elevar el peso de los productos ISR sobre los productos de inversión, la investigación y formación, para aumentar el conocimiento en materia de inversión sostenible, y el diálogo con los grupos de interés, para facilitar el desarrollo de la inversión sostenible.

Por todo ello, los asociados a Spainsif son un referente en el mercado de la inversión sostenible y responsable en España.

A continuación, recogemos brevemente los puntos de vista de algunos de ellos sobre la importancia de la inversión sostenible y responsable para fomentar la creación de un mercado financiero, alineado con la lucha contra el cambio climático y los Objetivos de Desarrollo sostenible de Naciones Unidas.



Por Javier Dueñas

Director de sostenibilidad en Grupo Cooperativo Cajamar

El Grupo Cooperativo Cajamar aglutina a un grupo de entidades de base cooperativa orientadas al desarrollo local sostenible, la econo-

mía social y al apoyo a los sistemas productivos locales. Por su dimensión y volumen de activos, es el primer grupo de cooperativas de crédito de España, y una de las entidades de referencia en el ámbito del crédito cooperativo en el sur de Europa.

La sostenibilidad, en su sentido más amplio, es uno de los objetivos fundamentales del Grupo Cooperativo Cajamar que ha integrado los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la Agenda de Sostenibilidad en su estrategia y en su modelo de negocio.

La sostenibilidad es un asunto que afecta a toda la sociedad, quizás por ello, podemos comprobar como crece la preocupación por el cambio climático, las cuestiones medioambientales, las formas en las que empresas tratan a sus trabajadores, así como la responsabilidad social corporativa. En el mundo de las inversiones, estas preocupaciones se refieren a menudo a la inversión sostenible y responsable (ISR) y cada vez son más los inversores interesados en contemplar criterios ISR en sus carteras de inversión.

Para muchos, su interés está basado en valores. Quieren invertir en empresas cuyas actividades reflejan sus preocupaciones sobre la sostenibilidad. Para otros, entre ellos muchos gestores de activos que ahora incorporan la ISR en sus procesos de inversión, el interés está dirigido a minimizar riesgos económico-financieros de naturaleza social o ambiental y el riesgo reputacional siempre presente de forma colateral a estas cuestiones.

Por todo ello, Grupo Cooperativo Cajamar ha sido pionero en el desarrollo de un Sistema Ético de Gestión que pone de manifiesto su compromiso con la transparencia, la responsabilidad y la integridad, valores todos ellos que conforman la cultura corporativa del Grupo, así como con el desarrollo de la inversión sostenible y responsable en sus políticas de inversión y en la gestión de sus activos.

Con Spainsif, hemos encontrado la mejor plataforma para la promoción de la ISR, un objetivo común para todos sus miembros y asociados que de una forma colaborativa trabajamos para aumentar el conocimiento en materia de inversión sostenible y responsable.



Por Enrique Garrido

Director de la unidad de asesoramiento a grandes patrimonios en Tressis

Tressis es una Sociedad de Valores especializada en planificación financiera y gestión de patrimonios. Es la entidad independiente líder

en España con más de cuatro mil millones de euros de patrimonio bajo gestión y más de ocho mil clientes.

Desde que Tressis vio la luz, hace ahora 18 años, ha estado vinculada a la inversión sostenible y responsable (ISR), lanzando nuevos productos y servicios a medida que la industria de gestión de activos ha ido evolucionando.

De esta manera, además de distribuir los fondos de inversión ISR de las principales gestoras nacionales e internacionales, en 2014 fue pionera en el lanzamiento del servicio de gestión discrecional de carteras de fondos de inversión sostenibles y responsables, recibiendo por ello el premio a las "100 Mejores Ideas" concedido por la revista Actualidad Económica en el año 2015. A cierre del pasado mes de agosto, el 9,21% del volumen total gestionado por Tressis, se efectuaba con criterios ISR. En marzo de 2018 lanzó el fondo de fondos Tressis Cartera Sostenible ISR.

Como parte de su compromiso, ha firmado los Principios para la Inversión Responsable (PRI) impulsados por la ONU y es miembro de Spainsif, la plataforma de referencia en materia de inversión sostenible y responsable en España.

Durante esta etapa hemos sido testigos no sólo de la evolución y sofisticación de las diferentes estrategias de análisis e inversión con criterios ISR, sino del impresionante incremento del volumen de activos gestionados con estos criterios.

La sociedad en general está cada vez más comprometida con los asuntos ambientales y sociales y los propietarios de activos están trasladando esta misma inquietud a sus gestores y asesores. En este contexto, nuestro objetivo es doble. Por un lado, ser capaces de medir el impacto que tienen dichos activos en la sociedad, en el medio ambiente y en el gobierno de las compañías. Por otro, hacer más eficiente en términos de rentabilidad-riesgo la gestión de las carteras en el largo plazo.

Además, no hay que perder de vista que el objetivo último es influir en las empresas y gobiernos para crear un mercado financiero más sostenible, utilizando como palancas de cambio tanto el propio capital como el marco regulatorio.

En este sentido, son clave iniciativas como la de Spainsif, ya que unen a los diferentes actores implicados con distintas perspectivas e intereses: entidades financieras, gestoras de activos, sindicatos, organizaciones sin ánimo de lucro y proveedores de servicios. De este modo, compartimos puntos de vista e inquietudes y aportamos soluciones para poder alcanzar un objetivo común: que toda política de inversión contemple criterios ambientales, sociales y de buen gobierno.



Por Joaquín Garralda

Decano de ordenación académica en IE Business School

IE Business School, es una Escuela de Dirección que forma parte de IE University, y que, como toda institución académica, la investiga-

ción es una de sus razones de existencia.

Además de tener un departamento académico del Área de Finanzas y otro de Innovación Social, en la mayoría de nuestros programas Master se incluyen cursos específicos que tratan sobre la ISR.

El Sistema de Mercado no trata eficazmente el tema de las externalidades de las empresas y aunque el regulador introduce normas para intentar resolverlas en función de las demandas sociales, el mundo financiero tiene una mayor capacidad para adelantarse – siguiendo las expectativas sociales - a los resultados negativos producidos por la no integración de los costes sociales en las decisiones empresariales.

Por ello, el papel que tiene el mundo financiero para enfrentarnos a los grandes retos globales, es fundamental.

Una de las características más destacables de Spainsif es su carácter *multi-stakeholder*. La consideración de la ISR como fuerza impulsora de desarrollo de la sociedad, hace necesario que los principales agentes participen en la capacidad de influencia que Spainsif pueda tener en el mercado financiero español. A esta característica debe sumarse que la coordinación que logra con el resto de SIFs europeos, hacen a Spainsif un interlocutor eficaz en la evolución de la ISR dentro del entorno financiero.





Por Manuel Álvarez

Secretario general de OCOPEN

La Organización de Consultores de Pensiones (OCOPEN) es una asociación profesional, sin ánimo de lucro, que aglutina a empresas de consultoría de pensiones, entidades gestoras

de fondos de pensiones y entidades aseguradoras para el desarrollo y consolidación de la previsión social privada en España, tanto en el ámbito de las relaciones laborales como en el ahorro individual, complementaria al sistema público de pensiones.

OCOPEN es un punto de encuentro de todos los profesionales y organizaciones comprometidos en el desarrollo y consolidación de los sistemas de previsión social complementarios a la seguridad social para aportar, de forma desinteresada e independiente, opiniones, recomendaciones y propuestas con el objetivo de fomentar el ahorro finalista a largo plazo de los ciudadanos para que tengan garantizado su bienestar futuro.

En el pasado los consultores de pensiones se centraban en el cálculo de los compromisos por pensiones de prestación definida, recogidos en el pasivo de los balances. La transición hacia planes de pensiones de aportación definida y el crecimiento de sus inversiones originó un cambio del foco hacia el seguimiento y asesoramiento del activo de los fondos de pensiones y otras instituciones de previsión social. Desde entonces, los consultores de pensiones se esfuerzan por ofrecer a sus clientes las mejores prácticas en el ámbito de la gestión.

La ISR forma parte de estas mejores prácticas, formando los consultores de pensiones parte de la columna vertebral de los procesos de asesoramiento e inversión de los fondos de pensiones y mutuas de previsión social en el presente y más aún en las próximas décadas de transformación energética hacia la sostenibilidad.

Una parte significativa del bienestar futuro se deriva de alcanzar una economía más limpia y sostenible. Además, la sostenibilidad mitiga los riesgos climáticos a los que se exponen las inversiones a largo plazo.

La transición hacia una economía de bajo carbono requiere un esfuerzo de transformación económica ingente. Los cambios que se necesitan acometer son de tal volumen que los inversores institucionales que canalizan el ahorro hacia la inversión productiva deben tomar parte protagonista en este proceso. Es por ello que, en Europa, los fondos de pensiones son piezas claves para el desarrollo de las finanzas sostenibles y los consultores de pensiones forman parte relevante de este giro en la orientación de las inversiones, usando de criterios ASG adicionalmente a los tradicionales de rentabilidad y riesgo.



Por Mario E. Sánchez

Economista en CS CCOO

y Andrés Herrero

Técnico de planes de pensiones de empleo en UGT Confederal

CCOO ocupa actualmente la Vicepresidencia del grupo 5 (sindicatos) en Spainsif, en representación de UGT y CCOO. Ambos sindicatos representamos a más del 70% de trabajadores y trabajadoras de nuestro país.

En materia de ISR, CCOO y UGT han participado en la incorporación al marco jurídico de nuestro país de dos cuestiones fundamentales para el desarrollo de estas políticas en el segundo pilar (la obligación de ejercer los derechos políticos e informar sobre la consideración –o no– de los denominados criterios ASG -medioambientales, sociales y de buen gobierno-).

En 2017 ambos sindicatos elaboramos un documento conjunto con propuestas de ISR para las entidades de previsión social del sistema de empleo. Posteriormente participamos en el grupo de trabajo de Spainsif que dio como resultado el documento “Propuesta de Spainsif para una ISR transparente” que recoge gran parte de las propuestas sindicales en esta materia. La búsqueda de este consenso en asociaciones formadas por diferentes grupos de interés, como Spainsif, también es clave para avanzar en el desarrollo de la ISR.

Para nuestras organizaciones, la política ISR significa el ejercicio de la responsabilidad social por parte de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones del sistema de empleo y de las juntas directivas de las mutualidades de previsión social, tanto con respecto a partícipes y beneficiarios como con la sociedad en su conjunto. La ISR es plenamente compatible con la obtención de la rentabilidad necesaria para el pago de las prestaciones, ya que tiene como objetivo la generación de resultados a largo plazo y la minimización de riesgos a través de un análisis más completo (financiero y extra-financiero). Además, contribuye a la creación de un marco financiero sostenible y al desarrollo económico y social.

Los responsables de implementar estas políticas son los miembros de las comisiones de control y de las juntas directivas, muchos de ellos en representación de ambos sindicatos, que están ejerciendo el papel de liderazgo que hoy en día ocupa el sistema de empleo en la promoción de la ISR en nuestro país. Fruto de ello es que más del 30% del patrimonio de los fondos de pensiones del sistema de empleo ha adquirido un compromiso formal con la Iniciativa Principios de Inversión Responsable, apoyados por Naciones Unidas a través de UNEP FI y Pacto Mundial. No obstante, a pesar de estos primeros y destacados avances, aún queda mucho por realizar. Una de las áreas en las que más se debe avanzar es en la equiparación de la importancia de los criterios contenidos en la “S” (sociales y laborales) con respecto a los criterios medioambientales y de buen gobierno. Para ello, el Comité sobre el Capital de los Trabajadores/as (CWC), comité promovido por la Confederación Sindical Internacional (CSI), ha elaborado Las Líneas Directrices del CWC para la Evaluación de los Derechos Humanos y Laborales de los Trabajadores/as que esperamos que poco a poco se vayan integrando en las políticas de inversión.



Por Steffen Hörter

Responsable Global de ASG de Allianz Global Investors, y miembro del Grupo de Expertos Técnicos sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea

La inversión ASG se está generalizando porque es clave para las empresas

Los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (ASG) son cada vez más reconocidos como aspectos críticos en el éxito o fracaso de las empresas de todo tipo. Los inversores también están prestando más atención a los factores ASG porque incorporarlos en las decisiones de inversión puede ayudar a controlar el riesgo y generar retornos más sostenibles a largo plazo.

Los factores intangibles ayudan a determinar el valor de mercado

El análisis de los factores ASG pretende ser un complemento, más que un reemplazo, de las herramientas de análisis más tradicionales. Si bien siempre es importante examinar el balance de una empresa y sus cuentas, un porcentaje creciente de los activos corporativos hoy en día son de naturaleza más intangible.

Estos activos intangibles incluyen la reputación de una empresa, la propiedad intelectual y el valor de la marca, y muchos están directamente relacionados o se ven afectados por los principales factores ASG:

- Medioambiental: cambio climático, contaminación, gestión del agua, biodiversidad
- Social: derechos humanos, relaciones laborales, salud y seguridad, relaciones con las comunidades, diversidad
- Gobierno corporativo: estructura del consejo y responsabilidad, remuneraciones, soborno y corrupción

Las empresas se vuelven cada vez más atractivas para los inversores si reconocen que los factores ASG son relevantes, invierten en ellos como oportunidades de negocio y los gestionan bien. Por el contrario, las empresas mal gestionadas que ignoran los factores ASG pueden ser inversiones más arriesgadas.

Los activos intangibles se han vuelto cada vez más valiosos

Tres formas de incorporar los factores ASG

El creciente interés en los factores ASG está causando un cambio de paradigma en el mundo de la inversión. Si bien hay muchos enfoques, las inversiones de ASG generalmente se dividen en una de estas tres categorías.

Inversión socialmente responsable (ISR)

Por lo general, este enfoque tiene como objetivo evitar empresas o sectores con malas prácticas ASG o crear carteras con un perfil ASG positivo. Después de aplicar filtros negativos o positivos a los universos de inversión, las estrategias ISR pueden invertir sólo en una parte de sus índices de referencia.

Dado que estas estrategias ISR son las primeras que se pusieron en marcha hace más de 20 años dentro de la inversión ASG, actualmente constituyen la mayor parte de este mercado.

Inversión de impacto

Como parte de la ISR, la inversión de impacto tiene como objetivo crear un impacto social y ambiental positivo junto con un retorno financiero positivo. Las inversiones de impacto con frecuencia se enfocan en temas tales como proporcionar acceso a energía limpia o agua potable, pero también pueden enfocarse en áreas como proporcionar educación de calidad e igualdad de género.

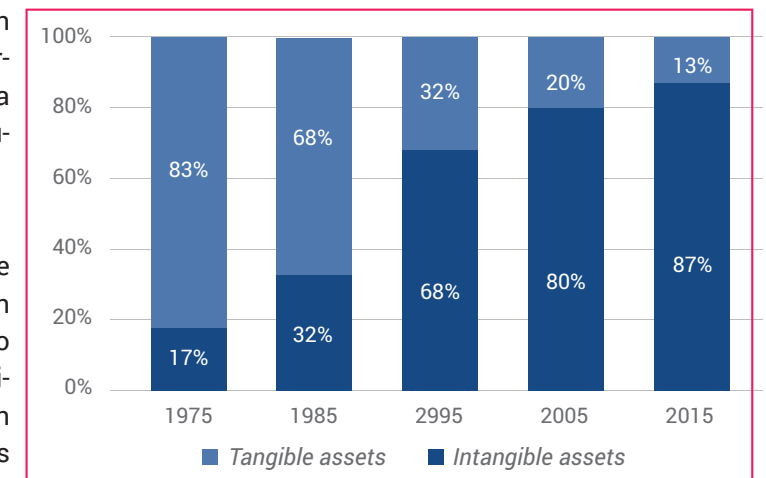
ASG integrada

Este es un enfoque de 'nueva generación' que seguimos en Allianz Global Investors para nuestras principales estrategias de inversión. Se basa en la realización de análisis en profundidad y de manera exclusiva de los riesgos y oportunidades ASG. Las carteras integradas con factores ASG no están limitadas por filtros que reducen el universo de inversión; en su lugar, los gestores de carteras realizan un análisis de riesgo/rentabilidad ASG para todas las potenciales posiciones, con un enfoque especial en evitar los riesgos de cola. Por ejemplo, un gestor de carteras que quiera invertir en una empresa de litio para estar expuesto a la revolución del vehículo eléctrico debería considerar si sus fábricas podrían potencialmente ser cerradas por razones de seguridad o contaminación.

ASG e inversión activa

Los problemas corporativos vinculados con factores ASG rara vez son negros o blancos. Por eso, desde nuestro punto de vista, la práctica de empaquetar problemas complejos en índices de ASG pasivos mediante la aplicación indiscriminada de criterios basados en reglas y análisis ASG de terceros tiene relativamente pocas posibilidades de éxito. Las estrategias de inversión activa, por otro lado, pueden construir factores ASG en una cartera de una manera mucho más flexible al permitir el acceso a valores que son excluidos mecánicamente por muchas estrategias pasivas de sostenibilidad. Creemos que es en este conjunto de oportunidades más amplio donde a menudo se encuentran las oportunidades de inversión más atractivas.

Otro beneficio de un enfoque activo para la inversión en ASG es el diálogo constante entre los gestores de fondos y los equipos directivos de las empresas. Nuestro enfoque integrado de ASG tiene como objetivo mejorar la forma en que las compañías se comportan en aspectos que son 'materiales' o relevantes desde el punto de vista ASG, al poner énfasis en nuestra política de *stewardship* (o tutela corporativa), delegación activa de voto de manera constante y regular, y contacto directo con el equipo directivo. De esta forma, nuestro objetivo es ayudar a las empresas a mejorar los resultados de su negocio y ayudar a nuestros clientes a incrementar su potencial de rentabilidad a largo plazo.



Valor de Mercado de los componentes del S&P 500.
Fuente: Ocean Tomo (2015), "Estudio anual de 2015 del valor de mercado de los activos intangibles". A efectos ilustrativos únicamente.

8. CONCLUSIONES

Los activos gestionados bajo alguna de las estrategias ISR siguen creciendo entre los años 2015 y 2017 a una tasa del 10%, observándose un cambio de tendencia hacia una mayor calidad.

Este cambio de tendencia se debe a los notables crecimientos registrados en estrategias de inversión sostenible y responsable como el *Best-in-Class* (con un crecimiento del 250%) o la Integración de criterios ASG (con un crecimiento del 97%), en decremento de otras estrategias menos evolucionadas como el *Screening* basado en normas (con un decremento del -44%).

Estos datos denotan, por un lado, que la inversión sostenible y responsable sigue creciendo tanto en épocas de reducción del mercado como en épocas de expansión. Por otro lado, que las entidades están evolucionando hacia estrategias ISR más sofisticadas, como se deriva de los crecimientos de estrategias ISR avanzadas en decremento de estrategias menos evolucionadas.

El crecimiento de los activos bajo gestión ISR ha conseguido estar por encima de algunos datos de referencia, como son el crecimiento de la economía española o el crecimiento del IBEX35. Sin embargo, se ha quedado por debajo del crecimiento experimentado por el mercado de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones (mercado que ha crecido un 12% en los dos últimos años, excluyendo las instituciones de inversión colectiva extranjeras).

Con respecto a la cuota de mercado, la inversión sostenible y responsable se ha mantenido por encima del 45% del total de los activos bajo gestión en instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, excluyendo las instituciones de inversión colectiva extranjeras.

Respecto al conjunto del mercado de la inversión colectiva, los activos gestionados por IICs extranjeras son los que están registrando mayores crecimientos, un 34% en el último año frente al 12% registrado por las instituciones de inversión colectiva nacionales.

En el mercado de la inversión sostenible y responsable esta tendencia es similar, con un crecimiento del patrimonio de los fondos de inversión ASG entre los años 2015 y 2017 del 32%.

Las instituciones de inversión colectiva extranjeras, en este caso, tienen un papel de especial relevancia, ya que el 87% del total de fondos de inversión ASG comercializados en España pertenecen a estas entidades.

No obstante, se observa un cambio de tendencia en las entidades nacionales, ya que el número de fondos de inversión ASG propiedad de estas entidades ha crecido en los últimos dos años un 53%, hasta la cifra de 23 fondos de inversión comercializados en la actualidad.

Este aumento del interés de los inversores coincide con las iniciativas de la comunidad internacional por fomentar el desarrollo de políticas ambientales y sociales ligadas con la transición a una economía de bajo carbono o la responsabilidad empresarial, como son el Acuerdo de París o los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

En el caso de los fondos de pensiones individuales, aunque empieza a atisbarse movimiento en la inclusión de los criterios ASG en las políticas de inversión de este tipo de producto, tanto a través de la comercialización de nuevos productos, como a través de la inclusión de los criterios ASG en las políticas de inversión de productos existentes previamente (el 53% de los planes de pensiones individuales ASG provienen de cambios en la política de inversión de productos preexistentes), el patrimonio sigue siendo muy pequeño.

Con respecto a los fondos de pensiones de empleo, desde la modificación del Reglamento de Fondos y Planes de pensiones en 2014, en el cual se incluía una cláusula que obligaba a informar sobre si estos productos tenían en cuenta o no los criterios ASG en sus políticas de inversión, la utilización de estos criterios ha crecido un 7%, hasta alcanzar el 72% del total de fondos de pensiones de empleo, lo que representa un patrimonio aproximado de 26.000 millones de euros. Los fondos de pensiones de empleo siguen siendo, por lo tanto, uno de los principales actores en el mercado de la ISR en España, gracias a la apuesta de sus comisiones de control por la inclusión de los criterios ASG en sus políticas de inversión.

En relación con la inversión bajo estrategias de gestión pasiva, se ha alcanzado un patrimonio de 1,3 billones de euros en Europa en el año 2017.

Este creciente interés por parte de los inversores en la gestión pasiva se está trasladando también a la inversión sostenible y responsable, mercado en el cual esta modalidad de inversión ya representa un 12% del total a escala global.

En torno a la gestión pasiva, se ha llevado a cabo un análisis de comparación entre índices bursátiles sostenibles e índices bursátiles de referencia entre los años 2011 y 2017, con el objetivo de contrastar si invertir en estos índices es recomendable por parte de los inversores de gestión pasiva. Como resultados de estos análisis se ha comprobado que existe una diferencia estadísticamente significativa y positiva en el comportamiento de los índices bursátiles sostenibles. Además, se ha comprobado que esta diferencia se está acrecentando en los últimos años, síntoma de que las empresas líderes en sostenibilidad tienen cada vez mejor comportamiento bursátil.

El mercado de la inversión sostenible y responsable en España se encuentra en un punto de inflexión. Han quedado atrás los años en los que la inversión sostenible y responsable basaba su crecimiento en la exclusión de sectores, actividades o en base a normas internacionales.

El presente análisis ha arrojado como resultado una menor tasa de crecimiento que en el estudio anterior, pero con un fuerte cambio de tendencia a favor de una mejora de la calidad, con un extraordinario crecimiento de las estrategias de Integración ASG y *Best-in-Class*.

En este estudio observamos la progresión del mercado de los fondos de inversión con criterios ASG, marcando récords tanto en número de fondos como en patrimonio gestionado.

Todo apunta a que el mercado de la inversión sostenible y responsable en España está a las puertas de una nueva etapa de consolidación tanto en volúmenes como en calidad, auspiciado por las iniciativas internacionales, las Administraciones y la demanda de los propios inversores.

ENLACES DE INTERÉS

Foro de Inversión Sostenible de España (Spainsif)

<https://www.spainsif.es/>

Plan de acción de la Comisión Europea sobre Finanzas Sostenibles

<https://www.spainsif.es/pa-finanzas-sostenibles/>

Foro Europeo de Inversión Sostenible y Responsable (Eurosif)

<http://www.eurosif.org>

Global Sustainable Investment Alliance

<http://www.gsi-alliance.org/>

Principios de Inversión Responsable (PRI)

<https://www.unpri.org/>

Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEPFI)

<http://www.unepfi.org/>

Comité del Capital de los Trabajadores

<https://www.workerscapital.org/?lang=es>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO)

<http://www.inverco.es/>

Principales elementos del Acuerdo de París

<https://www.mapama.gob.es/es/cambio-climatico/temas/el-proceso-internacional-de-lucha-contra-el-cambio-climatico/naciones-unidas/elmentos-acuerdo-paris.aspx>

Objetivos de Desarrollo Sostenible

<http://www.undp.org/content/undp/es/home/sustainable-development-goals.html>

CRÉDITOS

Spainsif es una asociación sin ánimo de lucro constituida por entidades interesadas en promover la Inversión Sostenible y Responsable en España, creando una plataforma en la que se integran entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos, compuesta actualmente por 65 asociados.

La asociación pretende ser una plataforma de encuentro y de referencia para generar y difundir conocimiento sobre la Inversión Sostenible y Responsable (ISR) así como concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora, las Administraciones Públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

Este estudio ha sido financiado por Allianz Global Investors y realizado por el departamento de análisis y estudios de Spainsif.

Las entidades que han colaborado con la aportación de información y que han permitido ser listadas en el presente estudio han sido:

Ayuntamiento de Alcorcón, Banco Santander, BBVA, Caja de Ingenieros, Fineco, Fonditel, Fondo de Pensiones de Empleados de BBVA, Fondo de Pensiones Empleados Deutsche Bank, Fondo Empleados Telefónica, Grupo Cooperativo Cajamar, GVC Gaesco, Ibercaja, Kutxabank, Pensions Caixa 30, F.P. y Seguros RGA.

Supervisor del Proyecto: Dr. Francisco Javier Garayoa Arruti

Director del Proyecto: D. Adrián García Bruzón





ESTUDIO
SPAINSIF
2018

LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE EN ESPAÑA

spainsif



spainsif

ESTUDIO
SPAINSIF
2018

LA INVERSIÓN
SOSTENIBLE Y
RESPONSABLE
EN ESPAÑA