

# LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN ESPAÑA

INFORME  
**SPAINSIF**  
2012

# LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN ESPAÑA

INFORME  
**SPAINSIF**  
2012

Estudio realizado por:

**ecodes**  
tiempo de actuar

**spainsif**  
social investment forum

# ÍNDICE

5	<b>PRÓLOGO DE LA PRESIDENTA Y DEL DIRECTOR</b>
6	<b>RESUMEN EJECUTIVO</b>
8	<b>INTRODUCCION</b>
10	<b>LA ISR EN ESPAÑA</b>
22	<b>LA ISR EN EUROPA</b>
27	<b>ANEXOS</b>
27	ANEXO1: CLASIFICACIÓN Y DEFINICIÓN DE LOS PROCESOS DE LA ISR
29	ANEXO 2: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO
30	ANEXO 3: ENTIDADES PARTICIPANTES EN EL ESTUDIO DEL CASO ESPAÑOL

## MIEMBROS ASOCIADOS DE SPAINSIF

AECA	CECA	NOVASTER
AERI	CREAS	PICTET
AMUNDI ASSET MANAGEMENT	ECODES	ROBECO ASSET MANAGEMENT
ATLANTIS SEGUROS	ESADE	SANTANDER ASSET MANAGEMENT
BANKIA	ECONOMISTAS SIN FRONTERAS	SUSTAINALYTICS
BANCO POPULAR	FETS	TRIODOS BANK
BBVA	FIARE	UGT
BBVA Gestión de Previsión y Pensiones	FONDITEL PENSIONES	UJI
CAIXABANK	FORETICA	UNED
CASER	GROUPAMA ASSET MANAGEMENT	VIGEO
CCOO	IBERCAJA GESTIÓN PENSIONES	
CCPS	IE BUSINESS SCHOOL	

## PATROCINIO



Más de 714.000 partícipes nos confiaron su patrimonio en 2011. Caser Pensiones, una de las principales gestoras en España, gestionó durante 2011 más de 3.700 millones de euros y tuvo varios productos en los primeros puestos de los rankings de rentabilidad. A todo ello se une la firme apuesta de Caser Pensiones por impulsar la Inversión Socialmente Responsable, no sólo a través de sus productos si no también, promoviendo la información sobre buenas prácticas entre sus clientes.

Así, Caser se adhirió en 2009 a los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas, cuyo fin es animar a las compañías e instituciones a que apliquen, en sus políticas de inversión, principios de responsabilidad que tengan como referencia criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno, sin por ello, descuidar el objetivo de buscar la mejor rentabilidad para sus clientes. Manteniendo este espíritu desde entonces, la gestora ha comenzado a trabajar en marzo de 2012 con criterios tan sofisticados como el análisis de la huella de carbono, lo que permite confirmar a los clientes que sus inversiones están hechas de acuerdo a sus prioridades.

Caser Pensiones es además impulsora del Observatorio de Pensiones, que nació en 2008, con el principal objetivo es promover una reflexión profunda, alejada de tecnicismos, sobre la realidad de las pensiones en España. La plataforma del Observatorio ha evolucionado para ser también pulso de la sociedad española en el asunto que nos ocupa, analizando distintas temáticas relacionadas y organizando otras acciones como el foro de expertos Diálogos en la Granja o la edición del libro de Previsión Social Familiar, que responde a muchas de las preguntas que se nos hacemos las familias españolas respecto al futuro.

Según el director de Vida y Pensiones de Caser, Manuel Álvarez, "la ISR debe progresar en España, donde además, resultará un valor fundamental para afrontar momentos de ruptura como los actuales, que necesitan raciones extra de análisis y sensatez".

Caser Pensiones pertenece al grupo Caser, que, con 70 años de experiencia en el sector asegurador, se distingue por la orientación de su actividad al cliente y por la calidad de su servicio.



**Manuel Álvarez**  
Director de Vida y Pensiones de Caser,



*D.ª Inés García-Pintos*  
Presidenta



*D. Francisco Javier  
Garayoa Arruti*  
Director

## PRÓLOGO DE LA PRESIDENTA Y DEL DIRECTOR

Es un placer para nosotros presentar este segundo estudio sobre la inversión socialmente responsable. Como en anteriores ocasiones, se encuadra dentro de un estudio paneuropeo coordinado por Eurosif, para unificar criterios permitiendo la recogida de las singularidades propias de cada mercado nacional.

Este estudio ve la luz en un momento de profundo replanteamiento del modelo económico en general y financiero en particular. La volatilidad de los mercados, las limitaciones de liquidez, la desconfianza en la información y la mayor aversión al riesgo hacen que los inversores vayan centrando cada vez más la atención en otros factores, mal llamados extrafinancieros, como los ambientales, sociales y de gobierno corporativo, ASG. El reconocimiento del papel que los mercados de capitales juegan en la asignación de los recursos financieros pone el foco sobre su contribución a la sostenibilidad y al desarrollo de la economía real. Y es aquí donde la inversión sostenible y responsable despliega todo su potencial, al alinearse con estos conceptos: la sostenibilidad, la financiación de la economía real y la consideración del retorno a largo plazo.

Este informe recoge todo el espectro de estrategias utilizadas, la evolución de las mismas y las diferencias con otros mercados europeos. Es por tanto un estudio ambicioso en su alcance y complejo en su metodología, pero que ha conseguido llegar a conclusiones concretas muy interesantes. En él se muestra cómo el mercado español de la ISR, aunque creciente, se mantiene en niveles muy inferiores a su potencial y al grado de sofisticación de nuestro sector financiero. Junto a esto, se incluyen también iniciativas positivas de impulso como la aprobación de disposiciones para la publicación de los criterios ASG que se aplican a las políticas de inversión de los fondos de pensiones y planes de pensiones de empleo, recogidas tanto en la Ley de Economía Sostenible (Ley 2/2011, 4 de Marzo) como en la Ley sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social (Ley 27/2011, de 1 de agosto). Tanto estas iniciativas legislativas, como las que se deriven de la futura normativa europea, ponen en la agenda de los inversores y de los gestores la consideración de estos criterios en sus políticas de inversión.

Queríamos expresar nuestro agradecimiento a quienes han participado en la elaboración de este estudio, especialmente a ECODES, quien ha llevado a cabo el trabajo de análisis y valoración, y al resto de asociados y colaboradores de Spainsif, que hacen que, poco a poco, la ISR vaya tomando carta de naturaleza en España.

Esperamos que la lectura de este informe plantee cuestiones, abra debates y permita entablar conversaciones.



## RESUMEN EJECUTIVO

### **La inversión socialmente responsable sigue afianzándose como estrategia en España**

A pesar de una coyuntura económica extremadamente complicada, el mercado de la inversión responsable sigue ganando terreno en España. En términos generales, y teniendo en cuenta toda la gama de estrategias de inversión responsable identificadas por Eurosif, el mercado ha crecido un 71% entre 2009 y 2011.

La penetración del mercado de la inversión responsable en España se ha incrementado notablemente a lo largo de los dos últimos años, aumentando desde el 13% de los fondos mobiliarios y de pensión en 2009 hasta el 27% a principios de 2012.

### **La inversión socialmente responsable gana en madurez y sofisticación**

Todas las principales estrategias de la inversión responsable han experimentado un crecimiento importante en España durante el periodo del estudio, signo de la creciente madurez del mercado.

- La exclusión de valores con criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) sigue siendo la estrategia de inversión responsable más común en España, con 56,2 € mil millones gestionados bajo esta estrategia.
- La integración de los factores ASG en el análisis financiero, así como el activismo accionarial y el ejercicio de derechos de voto en cuestiones de sostenibilidad, han crecido a un ritmo extraordinario, aumentando cada estrategia en un porcentaje superior al 250 %.
- El uso de exclusiones basadas en normas internacionales ha crecido moderadamente en España. No obstante, se sigue utilizando con mucha menos frecuencia que los filtros de exclusión más tradicionales.

### **Peso dominante de inversores institucionales en el mercado español**

El mercado español de la inversión responsable sigue estando dominado por grandes inversores institucionales que representan el 97 % de los activos gestionados con criterios ASG. Entre ellos, los participantes más activos son los planes de pensiones de empleo que continúan siendo los principales impulsores del mercado de la ISR en España.

La presencia de fondos minoristas ISR sigue siendo muy marginal debido, tanto a una escasa oferta disponible actualmente por parte de las principales entidades financieras, como a una falta de conocimiento por parte de los inversores particulares.

## **Buenas perspectivas de crecimiento en el corto y medio plazo debido al impulso de los inversores institucionales**

El crecimiento de la inversión responsable en España en los próximos años continuará su progresión de la mano del impulso de los grandes inversores institucionales, especialmente los propietarios de planes de pensiones de empleo, que se muestran nuevamente como los participantes más activos del mercado español de la inversión responsable. A corto plazo, se nos plantea el reto de superar la barrera del mercado minorista español de la ISR, debido al perfil conservador que históricamente ha caracterizado al pequeño inversor español así como a la desconfianza que se ha generado ante los recientes escándalos financieros. No obstante, nos mostramos optimistas a medio y largo plazo donde esperamos conseguir involucrar a las grandes entidades financieras en España para que las opciones ISR se afiancen en el mercado minorista.



# INTRODUCCIÓN

## LA EVOLUCIÓN CONCEPTUAL DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

La inversión con criterios de sostenibilidad, de responsabilidad social o éticos, es una de las palancas para avanzar hacia un modelo de economía más sostenible, algo que se ha visto necesario en España para minimizar el impacto de crisis económicas como la actual. Como señala Naciones Unidas en su declaración de Principios para la Inversión Responsable, un aspecto clave para fomentar la adopción por parte de las empresas de políticas de responsabilidad social empresarial (RSE) integradoras de criterios de sostenibilidad económica, social y ambiental, es que éstas reciban **claras señales por parte de sus inversores**.

La definición de lo que se viene llamando la inversión socialmente responsable (ISR) es un tema sumamente complejo que ha evolucionado a lo largo de los últimos años y que varía sustancialmente de un país a otro. Este intenso debate, así como las variaciones conceptuales internacionales, han dificultado los intentos rigurosos de dimensionar y explorar las estrategias que componen la ISR. Durante los últimos diez años Eurosif, desde el primer informe del estado de la ISR en Europa publicado en el año 2003, ha sido una de las entidades que más ha dinamizado el debate para lograr un amplio consenso en la definición de la ISR. Esta definición ha ido evolucionando a la par que se han ido afianzando y consolidando estrategias ISR entre los principales gestores y propietarios de activos en Europa y el mundo. Eurosif abrió a finales de 2011 un proceso con expertos internacionales para actualizar la definición de la ISR. El resultado de este proceso fue la definición de siete estrategias que engloban todos los criterios utilizados por los gestores de activos que incorporan la sostenibilidad y la responsabilidad en sus decisiones de inversión o tienen en cuenta los aspectos ASG de diversas maneras y formas. Estas son:

1. **Inversión en fondos temáticos.**
2. **Selección de las estrategias de inversión Best-in-Class (mejores compañías de cada sector).**
3. **Exclusión de valores del universo de inversión.**
4. **Filtro basado en normas internacionales ASG.**
5. **Integración de los factores ASG en el análisis financiero.**
6. **Diálogo activo, activismo accionario y votación sobre cuestiones de sostenibilidad.**
7. **Inversión de impacto.**

Eurosif ha otorgado al conjunto de estas estrategias la nomenclatura de inversión responsable o IR mientras que la suma de las estrategias 1, 2 y 4 componen, según la actualización más reciente de definiciones para parte de Eurosif, la inversión socialmente responsable o ISR. Dada la conceptualización amplia que la inversión socialmente responsable ha tenido históricamente en el contexto español así como para facilitar la comparación de datos desde el último informe de Spainsif, para este informe se ha decidido tomar al conjunto de todas las estrategias contempladas por Eurosif como base del análisis. El Anexo 1 de este informe incluye una descripción más detallada de estas estrategias de inversión.



## OBJETIVO DEL ESTUDIO

El objetivo principal del **Informe sobre la inversión socialmente responsable** ha sido llevar a cabo una radiografía exhaustiva del mercado español en cuanto a inversión socialmente responsable, describiendo las características, composición, modelos de negocio, datos, evolución y tendencias esperadas. Además, el estudio ha querido situar la evolución de la ISR en España en un contexto más amplio de consolidación en Europa para luego finalizar con unas recomendaciones que proporcionen un impulso a la ISR en España a medio y largo plazo.

## LOS DATOS ESCRUTADOS

El presente informe se basa en las respuestas recogidas en España para el European SRI Study con los datos disponibles a 31.12.2011.

Se estableció un universo de análisis para el trabajo de campo del estudio formado por 40 gestoras de activos, propietarios de activos, bancos de inversión y otras entidades financieras. De estas, 15 gestores y propietarios de activos han cumplimentado el cuestionario, representando una amplia gama de entidades de gestión de activos como gestoras y planes de pensiones, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, compañías aseguradoras y mutualidades y entidades financieras. Las entidades que respondieron a la encuesta incluyen a las más activas en el ámbito de la ISR destacando:

- **Siete de los diez mayores gestores de fondos de pensiones que colectivamente gestionan más del 60% del patrimonio invertido en fondos de pensiones en España.**
- **Cuatro de las cinco mayores gestoras de activos que de forma agregada gestionan el 67% del patrimonio en fondos de inversión en España.**

El Anexo 3 del informe incluye un listado de las entidades que han participado en el estudio.

Finalmente, se han complementado estos datos e información con otros estudios de referencia así como datos disponibles en la página web y publicaciones de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

# LA ISR EN ESPAÑA

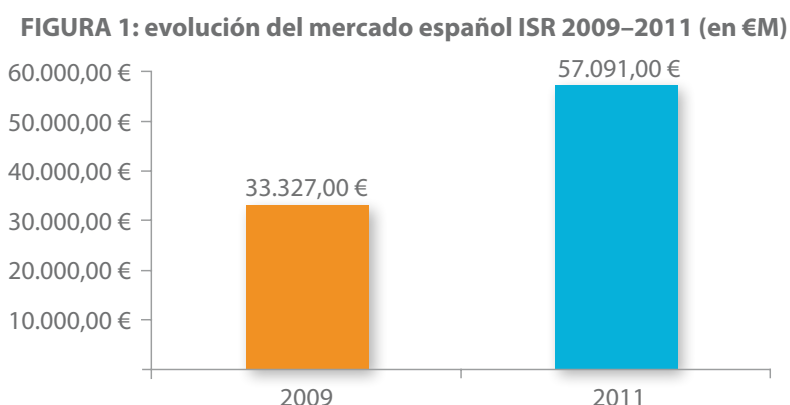
La prolongada recesión económica actual ha afectado profundamente a todos los aspectos de la economía española y, como es lógico, el sector de la gestión de activos no ha sido inmune a estos impactos negativos. El mercado general de la gestión de activos en España ha sido testigo de una considerable disminución de patrimonio total gestionado a lo largo de los últimos años, desencadenada en gran medida por el efecto de contagio de la crisis financiera global de 2007-2008, así como por las fuertes correcciones experimentadas en el mercado inmobiliario español. Los activos totales bajo gestión (AUM por sus siglas en inglés) de las instituciones de inversión colectiva se han reducido en más del 31 % desde su pico de 2007, cuando los AUM alcanzaron 414,6 mil millones de euros<sup>1</sup>. La tendencia bajista ha continuado a lo largo del año pasado, cuando los activos totales bajaron un 6 % adicional, llegando a 284,7 mil millones de euros a finales de 2011.

A pesar de este contexto económico tan difícil, o tal vez debido a él, el mercado de la inversión socialmente responsable sigue ganando terreno en España. En términos generales, el mercado ha crecido un 71 % entre 2009 y 2011 si se tienen en cuenta todas las estrategias de inversión responsable utilizadas en el estudio.

Sin embargo, el mercado español sigue estando considerablemente menos desarrollado que muchos de sus vecinos del norte de Europa y continúa luchando por desatar el potencial sin explotar que muchos analistas han estado prediciendo desde hace bastantes años dado el tamaño y la sofisticación del sector de la gestión de activos españoles en general. Sigue siendo una tipología de inversión nicho dominada por un número reducido de inversores institucionales poderosos, en particular grandes fondos de pensiones de empleo.

## TAMAÑO Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE EN ESPAÑA

El mercado de la inversión socialmente responsable en España, cuando se mide agregando todas las estrategias identificadas por Eurosif, aumentó en un 71 %, de 33,3 mil millones a 57 mil millones entre el final de 2009 y el de 2011.

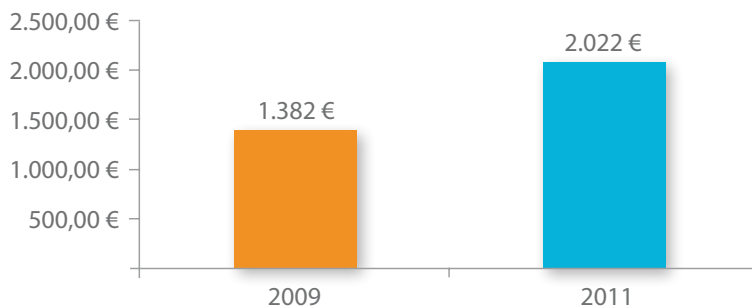


Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

<sup>1</sup> Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensión / Association of Collective Investment Institutions and Pension Funds, Informe anual de INVERCO de 2011.

Centrándonos únicamente en las estrategias Best-in-Class (mejores de cada categoría), las que tienen en cuenta la sostenibilidad (fondos temáticos) y las basadas en normas internacionales –las estrategias que Eurosif ha categorizado colectivamente como inversión socialmente responsable utilizando la nueva metodología más restrictiva- la tasa de crecimiento fue del 46 %, alcanzando aproximadamente € 2 mil millones de AUM en 2011.

**FIGURA 2: evolución del mercado español ISR 2009–2011 (en €M) Metodología más restrictiva de Eurosif**

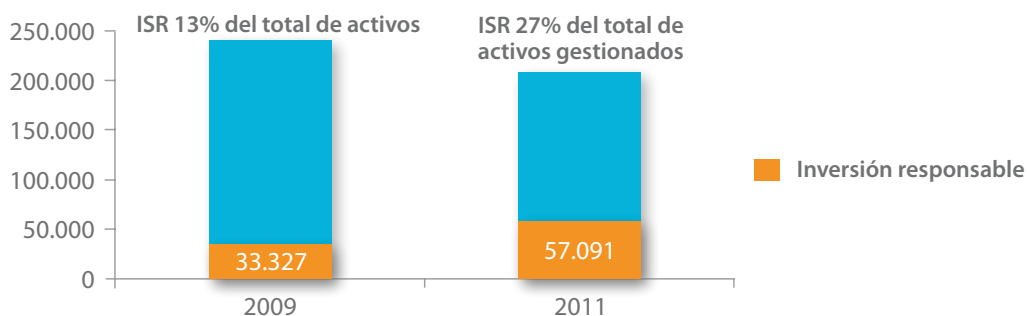


Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

## ISR EN EL CONTEXTO DEL MERCADO DE ACTIVOS EN ESPAÑA

El mercado español de la inversión socialmente responsable ha mostrado una capacidad de recuperación sorprendente, dado los resultados negativos del sector de la gestión de activos en España en general durante los últimos años, como prueban los importantes descensos del patrimonio gestionado por los fondos mobiliarios y los de pensiones en España a lo largo de estos últimos años. La penetración del mercado de ISR en España ha aumentado de forma notable a lo largo de los dos últimos años, creciendo desde el 13 % en 2009 hasta el 27 % en 2011. Sin embargo, debe mencionarse que gran parte de esta espectacular subida es atribuible a la bajada significativa del patrimonio gestionado de los fondos de inversión en España, que cayeron desde los € 163,2 mil millones en 2009 hasta los € 127,8 mil millones en 2011.<sup>2</sup>

**FIGURA 3: penetración de la ISR en el mercado de activos en España**



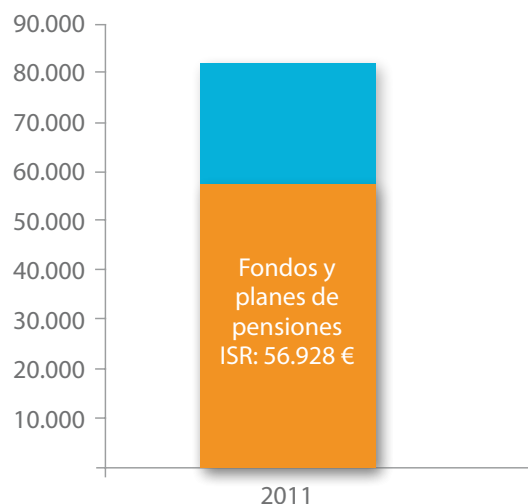
Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

<sup>2</sup> Los datos sobre el tamaño de los sectores de los fondos de inversión y de pensiones españoles se han tomado del Informe anual de INVERCO de 2011. En 2011, los AUM en fondos de inversión sumaron 127,772 mil millones de euros, mientras que los AUM en fondos de pensiones sumaron 82,992 mil millones de euros

Sin embargo, un análisis más detallado nos permite ver diferencias importantes en relación a la penetración de la ISR en los mercados de fondos de inversión españoles. Mientras que la utilización de estrategias ISR en el mercado de fondos de pensiones está muy consolidada, la penetración ISR en fondos de inversión es casi testimonial. A finales de 2011, los planes de pensiones que invertían su patrimonio con criterios ISR representaban el **69 % del patrimonio invertido en fondos de pensiones** en el mercado español. Esta posición destacada de la ISR en el mercado de planes de pensiones se debe sobre todo al liderazgo en este ámbito de un número reducido de planes de pensiones del sistema de empleo. La presencia de estrategias de inversión ISR en fondos del sistema individual de planes de pensiones sigue siendo muy marginal en la actualidad. Esta influencia preponderante de unos pocos gestores y propietarios de activos sobre la evolución de la ISR en el mercado español alerta sobre la precariedad de la consolidación de la ISR en España y apunta a la necesidad de lograr una mayor aceptación y apoyo a la ISR entre un número superior de actores clave en los mercados de activos.

Mientras que la ISR sigue su trayectoria ascendente entre los fondos de pensiones, la penetración de la ISR en otros segmentos del mercado sigue sin despegar. Aunque no existen estudios rigurosos explorando las causas de la baja penetración de la ISR en el mercado retail (o minorista), conversaciones con expertos en el ámbito de la inversión responsable <sup>3</sup>, así como estudios desarrollados sobre consumo e inversión responsable, apuntan a varios factores explicativos. Por el lado de la demanda, se evidencia una escasa contratación de productos ISR por parte de los inversores individuales en España debido a la poca difusión de información sobre la ISR, que ha derivado en un desconocimiento generalizado, así como el perfil conservador del inversor medio. Por el lado de la oferta, se señala el escaso abanico de productos ISR disponibles en las principales entidades financieras en el mercado español.

**FIGURA 4: Penetración de la ISR en el mercado de fondos de pensiones**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012 y datos de INVERCO.

<sup>3</sup> "Consumo responsable y desarrollo sostenible, ¿qué opinan los españoles?" Club de excelencia de la sostenibilidad-Nielsen en [http://www.clubsostenibilidad.org/main.asp?id\\_pagina=26](http://www.clubsostenibilidad.org/main.asp?id_pagina=26)  
 Fernández Olit, Beatriz ... [et al.], Cómo fomentar la inversión socialmente responsable en España, UNED-Economistas sin fronteras, Madrid, 2007.

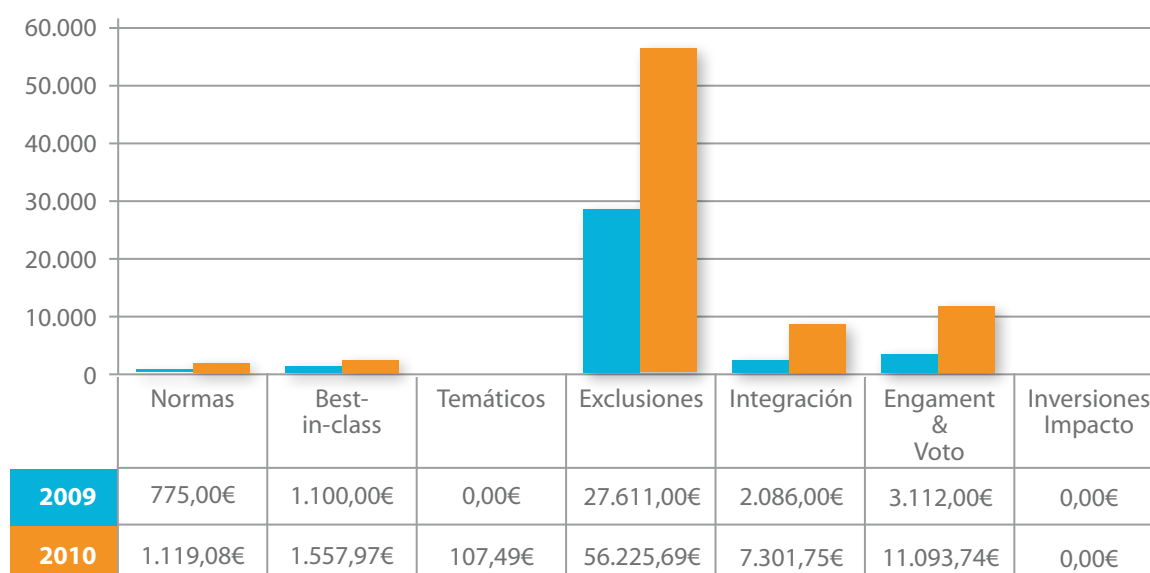
## ESTRATEGIAS Y ENFOQUES DE LA ISR

Cada una de las diferentes estrategias de la ISR ha experimentado un crecimiento notable en España, signo de la creciente madurez del mercado. La Figura 5 muestra el desglose del mercado por estrategias.

De hecho, varias estrategias han experimentado un notable crecimiento a lo largo del período de dos años que va desde 2009 a 2011. Por ejemplo, la integración de los factores ASG en el análisis financiero, así como el activismo accionario y las estrategias de votación en cuestiones de sostenibilidad, han visto más que triplicar su volumen de actividad medido por el total de patrimonio gestionado en consonancia con estas estrategias.

El aumento del activismo accionario en torno a las cuestiones de ASG en España se debe en gran parte al impulso de varios colectivos importantes, principalmente los dos sindicatos mayoritarios, algunas ONG internacionales y varias de las más importantes gestoras de fondos de pensión del sistema de empleo. Como en años anteriores, los temas principales que se trataron durante estos procesos de engagement (diálogo activo) y votación giran en torno al gobierno corporativo y a cuestiones de compensación ejecutiva y con menos frecuencia tocan la gestión de los impactos ambientales y sociales de las empresas, aunque hay excepciones. El engagement directo con las empresas respecto a las cuestiones ASG sigue estando relativamente infrutilizado en España, aunque ha ido aumentando de forma gradual en los últimos años. El engagement indirecto con los gestores de activos en relación con sus prácticas de selección de valores es más común y lo practican diversos planes de pensiones de empleo importantes.

**Figura 5: desglose del mercado español por estrategias**  
**Desglose por estrategias ISR(€Mn)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

Aunque el mercado español de la inversión responsable ha ganado en sofisticación en los últimos años como prueba la creciente utilización de estrategias de selección de carteras cada vez más complejas, la exclusión de valores sigue siendo la estrategia de ISR más común, representando 56,2 mil millones de patrimonio. El aumento en el uso de esta estrategia sigue siendo bastante robusto, dado que el total de



patrimonio gestionado bajo estos parámetros se ha duplicado desde el 2009. El negocio y producción de armamento sigue siendo el criterio de exclusión más común del mercado de la ISR español, seguido de exclusiones con juicios morales o éticos como la pornografía, el tabaco, la energía nuclear, el juego y el alcohol.

El uso de exclusiones basadas en normas internacionales como el Pacto Mundial o los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (PRI por sus siglas en inglés) ha crecido muy moderadamente en España, utilizándose con mucha menor frecuencia que los filtros de exclusión más tradicionales.

La inversión en fondos temáticos ha aumentado ligeramente en los últimos años, pero sigue siendo una de las estrategias de ISR menos utilizada en el mercado español, aunque se espera que gane importancia en un futuro cercano, especialmente entre Individuos de Alto Patrimonio (HNWI por sus siglas en inglés), ya que estos sofisticados participantes en el mercado de valores buscan oportunidades de inversión rentable que surgen de la transición necesaria hacia una economía menos intensiva en carbono.

## CASO DE ESTUDIO

### PROCESO DE ENGAGEMENT (DIALOGO ACTIVO ACCIONARIAL) LLEVADO A CABO POR EL PLAN DE PENSIONES DE EMPLEADOS DEL BANCO DE SANTANDER

Como hemos apuntado anteriormente, el activismo accionario gana terreno en España aunque mayoritariamente estos procesos giran en torno al gobierno corporativo y a cuestiones de compensación ejecutiva. No obstante, existen ejemplos interesantes de procesos de engagement que son mucho más intensivos y que abordan un abanico más amplio de cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de las empresas. Resaltamos en caso de la Comisión de Control del Santander Empleados Pensiones, F.P. que aprobó en octubre de 2010 un Ideario ético y que en noviembre de 2010 se convirtió en firmante de los PRI de las Naciones Unidas.

En el Ideario ético del fondo de pensiones se establecen las siguientes áreas de análisis sobre las que será de aplicación: Medio Ambiente, Gobierno Corporativo, Derechos Humanos, Relación con Grupos de Interés y otros asuntos éticos.

En el primer semestre de 2011 se comenzó el proceso de implementación de los PRI y se realizó por primera vez el Ejercicio de Derecho de voto que ha continuado en 2012.

Dentro de este proceso, en el año 2012, Santander Empleados Pensiones, F.P. ha decidido dar un paso más y comenzar un proceso de engagement con un grupo de empresas. Estas empresas fueron seleccionadas, después de realizar un análisis ASG al conjunto de la cartera, como inversiones a excluir del universo al no cumplir alguno de los aspectos considerados como

política de inversión ISR por el plan de pensiones. El objetivo es influir en el comportamiento de dichas empresas para que mejoren o solucionen el aspecto que no cumplen, puesto que la intención es mantener la inversión y la relación con la empresa siempre y cuando ésta aporte soluciones respecto a los criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) que puede estar infringiendo respecto al Ideario Ético del fondo de pensiones. En caso contrario se podría llegar a desinvertir en el valor.

En el año 2012, se ha enviado una carta a siete empresas, explicando a cada una, el motivo por el cual existen conflictos para mantenerlas en la cartera del Plan. Las empresas tienen oportunidad de explicar el aspecto conflictivo y posibles soluciones al mismo. En caso de no recibir respuesta o de que la respuesta no solucione el conflicto, el Plan dará orden a la entidad gestora para que desinvierta en esa compañía, siempre con un plazo de ejecución lo suficientemente amplio que permita un margen de maniobra a la entidad gestora.

De las siete empresas a las que se ha enviado carta, cuatro han contestado a la misma, dos de ellas dando simplemente un acuse de recibo, una solicitando más información para poder contestar y otra aportando explicaciones del aspecto demandado.

El pasado 12 de septiembre, la Comisión técnica del Plan mantuvo una reunión donde se acordó lo siguiente:

- Desinvertir en las cinco empresas que o no han contestado o sólo han acusado recibo.
- Ponerse en contacto con el proveedor de análisis ASG para ver si puede facilitar más información a la empresa que ha contestado en ese sentido.
- No desinvertir en la empresa que ha dado explicaciones al respecto, remitiéndole una carta en que se le expone que se hará un seguimiento de sus explicaciones.

## SEGMENTACIÓN DEL MERCADO: PRINCIPALES ACTORES, LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL VERSUS LA INVERSIÓN RETAIL

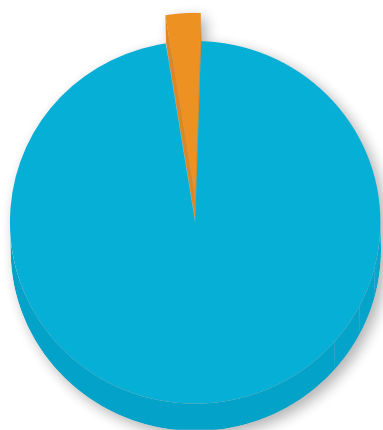
El mercado español de la ISR está dominado por grandes inversores institucionales que representan el 97 % de los activos gestionados con criterios ASG. Entre ellos, los participantes más activos y dominantes del mercado son, con mucho, las grandes gestoras y propietarios de planes de pensiones del sistema de empleo que se mantienen como los principales impulsores del mercado en España. No obstante, cabe destacar que a pesar de la evolución muy positiva de la ISR institucional en España en los últimos años, la inversión se concentra excesivamente en el mercado de fondos de pensiones, quedando poco desarrollada entre otros actores institucionales de gran peso dentro del mercado inversor en España. Este es el caso, por ejemplo, de las compañías aseguradoras y la gestión de las provisiones técnicas que se derivan de sus operaciones. Mientras que existen ejemplos de la gestión con criterios ISR de fondos de pensiones de empresas aseguradoras, la gestión de las provisiones técnicas queda excluida de estas

consideraciones sobre la sostenibilidad de las inversiones. Esto cobra especial interés si consideramos la magnitud del ahorro gestionado por las compañías aseguradoras. Por ejemplo, en el caso de las aseguradoras de vida, las provisiones técnicas gestionadas ascendían a €154.000 millones a 30 de junio de 2012<sup>4</sup>. Asimismo, se podría hacer una reflexión similar de la gestión del patrimonio de las fundaciones, universidades y las órdenes religiosas que, salvando algunas excepciones, no incorporan criterios ISR en sus estrategias de inversión.

Por otro lado, el mercado minorista o retail de productos ISR sigue siendo muy marginal, representando únicamente el 3 % del patrimonio total gestionado bajo criterios ISR en España a finales de 2011.

Los fondos ISR gestionados por entidades domiciliadas en España sumaban €163 millones en patrimonio a finales de 2011, una cifra que representa el 0,13 % del total de los fondos de inversión mobiliarios en España. Sin embargo, cabe matizar que esta cifra seguramente infravalora el total del mercado retail ISR en España al no incluir los fondos ISR comercializados por entidades financieras extranjeras que han sido las más activas en el mercado ISR en España en los últimos años. No obstante, la no inclusión de estos fondos extranjeros en los cálculos, no varía la conclusión de que el mercado retail de fondos ISR se mantiene estancado. Este frenazo es debido, en parte a los efectos de la profunda crisis económica actual pero también a una falta de conocimiento por parte de los inversores particulares de estos productos.

También influye en esta situación el perfil de riesgo del inversor español medio, que tiende a ser muy conservador, favoreciendo la renta fija y/o los depósitos bancarios tradicionales frente a la renta variable. Se espera que el reciente crecimiento de las opciones de banca ética en España, así como el lanzamiento de varios fondos minoristas nuevos de ISR impulsen el crecimiento del mercado minorista ISR a medio plazo. No obstante, se requerirá redoblar los esfuerzos para que la ISR alcance el nivel de penetración del mercado minorista que se ha visto en otros países europeos más avanzados en este ámbito.



**Figura 6: segmentación de mercado ISR en España**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

<sup>1</sup> Fuente: Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA) en <http://www.unespa.es/frontend/unespa/base.php>

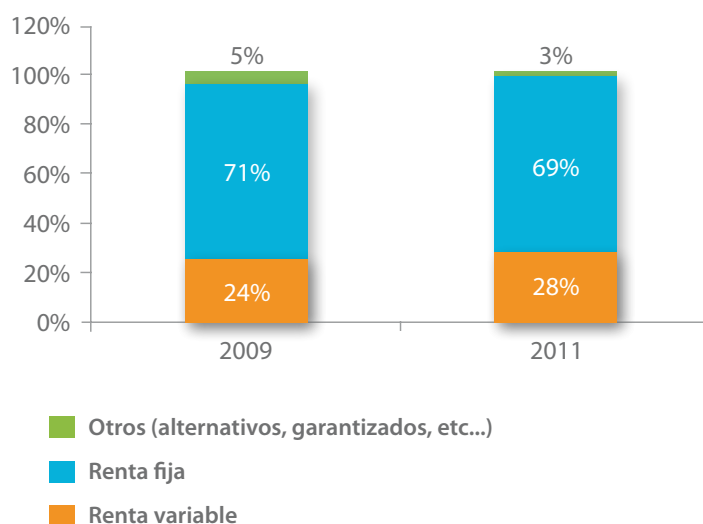


## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS ISR POR TIPOLOGÍA EN EL MERCADO ESPAÑOL

El mercado de la inversión socialmente responsable en España, cuando se mide agregando todas las estrategias identificadas por Eurosif, aumentó en un 71 %, de 33,3 mil millones a 57 mil millones entre el final de 2009 y el de 2011.

En cuanto a la distribución del tipo de activos que componen las carteras ISR, se observa que en el 2011 casi el 70 % del patrimonio gestionado bajo criterios ISR se invertía en renta fija mientras que el 28 % se invertía en renta variable. Esta estructura de la cartera de inversiones ISR se aproxima a la estructura de la distribución en el conjunto del patrimonio de los mercados de valores en España.

Figura 7: distribución de Activos ISR por Tipología – Evolución 2009-2011



Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.

## IMPULSORES DE LA ISR EN ESPAÑA

Uno de los principales objetivos del presente estudio es elaborar una serie de recomendaciones para darle un impulso a la ISR en España. Estas recomendaciones se incluyen en las páginas 19 de este informe. Pero antes, nos ha parecido oportuno hacer un breve repaso de los principales motores del mercado de la ISR en España en la actualidad. En este apartado del informe exploramos los grupos y otras fuerzas motrices que están dinamizando la implantación de la ISR en España.

## SPAINSIF

El foro español para la inversión socialmente responsable inició su andadura en el año 2010 con el objetivo de promocionar la ISR en España integrando todas aquellas entidades que tenían un interés en el desarrollo de la misma. Se constituyeron cinco grupos: entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos.



Ha sido precisamente ese carácter integrador el que ha ido afianzando el proyecto hasta dotarlo del empaque necesario y la representatividad que debía tener en el mercado español.

Las recientes actividades de divulgación, tanto la Semana de la ISR organizada este año 2012, así como la publicación de estudios propios y una mayor presencia en redes y medios de comunicación, auguran un futuro prometedor a este foro.

Es innegable su efecto positivo en el crecimiento experimentado por la ISR en España que pensamos continuará en ascenso con la prevista incorporación de nuevos actores al foro que completen el mapa de entidades interesadas en las inversiones responsables.

Consideramos que la aprobación dentro de su plan estratégico 2013-2015 de la promoción de la ISR retail potenciará el crecimiento de la misma con resultados visibles en el 2014.

## LOS PRI

Los Principios de Inversión Responsable que nacieron al amparo del programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP por sus siglas en inglés) y del Pacto Mundial han demostrado ser un catalizador en el sector financiero privado español para fomentar y promover las mejores prácticas medioambientales y de sostenibilidad en las operaciones de entidades financieras.

Los PRI, tal y como se explicita en su ideario, comprometen a los inversores institucionales con el deber de actuar en el mejor interés a largo plazo de sus beneficiarios. En esta función fiduciaria, los inversores institucionales estiman que las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza empresarial (ASG) pueden afectar al rendimiento de las carteras de inversión (en diferentes grados según las empresas, sectores, regiones, clases de activos y el momento). También reconocen que la aplicación de estos Principios podrá hacer que los inversores actúen más en consonancia con objetivos más amplios de la sociedad.

Es innegable el peso que los PRI han tenido en el desarrollo de la ISR en España. El número de firmantes ha aumentado desde los 13 que había en 2009 a los 23 actuales, suponiendo un incremento del 76 % en apenas dos años. De los 23 firmantes españoles, hay 9 propietarios de activos y 11 gestoras de activos que representan en torno al 90 % del volumen total gestionado con criterios ISR en España.

## LAS COMISIONES DE CONTROL DE LOS PLANES DE PENSIONES DE EMPLEO

Las Comisiones de Control, principalmente a través de sus representantes sindicales, han ido introduciendo paulatinamente idearios éticos dentro de las políticas de inversión de esos planes de pensiones del sistema empleo. Estos idearios éticos se han focalizado en la preselección y exclusión de valores dentro del universo de inversión de la cartera y, fundamentalmente, en el ejercicio de derechos de voto en las juntas generales de accionistas. La comisión de control transmite su mandato a la entidad gestora para que incorpore la política definida y la cumpla.

A 31 de diciembre de 2011, de los 1570 fondos de pensiones inscritos en los registros administrativos de la DGS, 362 eran fondos de pensiones que incorporaban planes de pensiones de la modalidad em-

pleo, representando en volumen, el 38%<sup>5</sup> del total patrimonio gestionado en fondos de pensiones, equivalente a € 31,7 mil millones .

Según el último informe llevado a cabo por el Observatorio de la ISR<sup>6</sup> a principios de 2011, había 17 fondos de pensiones de empleo que incluían políticas ISR. Este dato, comparado con el párrafo anterior, evidencia el potencial recorrido que todavía tienen por delante las Comisiones de control en los próximos años en el incremento de la ISR.

## LA CONCENTRACION DE ENTIDADES GESTORAS Y DEPOSITARIAS

Aunque este hecho pueda parecer sin aparente relación con los impulsores del mercado ISR, no debe dejarse sin una pequeña reflexión.

El proceso de concentración de entidades financieras en los últimos tiempos tendrá, a medio y largo plazo, un efecto catalizador ya que la concienciación de las principales entidades financieras en este sentido se transmite con mayor rapidez a todo el sistema, provocando un incremento del porcentaje de inversiones socialmente responsables.

Volvemos a resaltar el importante papel que Spainsif podrá desarrollar en este cometido.

## MARCO LEGISLATIVO

En este apartado exploramos avances recientes en el marco legislativo de apoyo a la ISR en España. A pesar del hecho de que el marco legal para la ISR en España sigue siendo menos robusto que el de muchos de sus vecinos europeos, hay varios desarrollos novedosos que apuntan perspectivas prometedoras para un horizonte a corto plazo. Por ejemplo, la recientemente aprobada Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (LES) exige que se divulgue cada año si los fondos de pensiones incorporan criterios medioambientales, sociales o de gobierno corporativo en su enfoque de inversión. Además, la reciente Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social adiciona un nuevo apartado 7 al artículo 14 de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, relativo a la declaración de los principios de la política de inversión de los fondos de pensiones, que en el caso de los de empleo deberá hacer referencia a si se tienen en consideración criterios de inversión socialmente responsable, debiendo dejar constancia en el informe de gestión sobre la política ejercida en relación con tales criterios. Aunque estas nuevas normas sobre transparencia son alentadoras, es necesario que los órganos legislativo y ejecutivo adopten un papel más proactivo para garantizar que la ISR salga de su actual estado de nicho en España. Sin embargo, en el momento de escribir estas líneas, aún no está claro cómo el gobierno recientemente elegido se posicionará con respecto a la cuestión de la promoción de la ISR y la RSC, de modo que es necesaria cierta precaución a la hora de analizar los futuros desarrollos legislativos en este área.

---

<sup>5</sup> Fuente: Informe Anual 2011 de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en <http://www.dgsfp.meh.es/sector/documentos/Informes%202011/InformeSeguros2011.pdf>

<sup>6</sup> Fuente: Observatorio 2011 de la inversión socialmente responsable. ESADE-BBVA en [http://itemsweb.esade.es/wi/research/iis/publicacions/2011-12\\_OISR2011-web.pdf](http://itemsweb.esade.es/wi/research/iis/publicacions/2011-12_OISR2011-web.pdf)



## TENDENCIAS DE FUTURO: LAS INVERSIONES DE IMPACTO

En los próximos años se espera un auge en España de la denominada inversión de impacto. Se trata de un campo emergente que opera a medio camino entre la filantropía y la maximización de los beneficios (no solo económicos). La inversión de impacto es aquella inversión realizada en empresas y organizaciones que tienen por objeto generar un impacto ambiental o social medible, junto con un retorno económico. Generalmente este tipo de inversiones se realiza en empresas que no cotizan en mercados de valores por su tamaño o por estar en las fases iniciales de desarrollo. Los inversores de impacto tienen por filosofía la utilización de las capacidades de las empresas para la resolución de problemas sociales y ambientales.

A pesar de tratarse de un sector incipiente, las inversiones de impacto han generado un gran interés en los últimos años debido a que están promoviendo un amplio abanico de innovaciones en la actividad emprendedora en todo el mundo.

Algunos ejemplos de inversión de impacto incluirían los siguientes:

- Fondos de inversión en capital semilla para actividades sociales y ambientales.
- Clientes de banca privada que solicitan a sus gestores de patrimonio inversiones con un retorno social o ambiental.
- Instituciones de inversión colectiva que buscan activamente alianzas para invertir de manera sostenible en sectores ambientales emergentes.
- Fundaciones privadas que buscan contribuir a su misión a través de la inversión en vez de la filantropía.

El sector de la inversión de impacto tiene un potencial creciente para destinar cantidades significativas de capital a soluciones de mercado para los retos ambientales.

Por otra parte, el sector está desarrollando toda una serie de herramientas para ayudar a la identificación de proyectos y a la medición de los impactos ambientales y sociales de las inversiones, herramientas que sin duda son de interés para los emprendedores y nuevas empresas vinculadas al medio ambiente.

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A pesar de este momento tan positivo para la inversión responsable en España, la mayoría de analistas coinciden en el hecho de que el mercado de la ISR español está aún por despegar.

Los gestores de activos que participaron en el sondeo esperan aumentos saludables en las ISR a corto plazo además de un buen desarrollo para que continúe el avance en España. El crecimiento, al menos a corto plazo, seguirá estando impulsado por los fondos de pensiones ocupacionales, que son los participantes más activos del mercado español de la ISR. Varios factores continúan fomentando el uso de estrategias de inversión de ISR entre los grandes fondos de pensiones ocupacionales, especialmente en la presión y el activismo de los principales sindicatos a través de su participación en los comités que supervisan la gestión de estos fondos, así como las acciones legislativas recientes que están forzando a los fondos de pensiones a divulgar públicamente sus estrategias de inversión con respecto a las cuestiones de ASG.

El mayor reto de la promoción de la ISR en España, por lo tanto, se centra en la dinamización del mercado minorista. A corto plazo se pronostica un ritmo de crecimiento moderado para este segmento del mercado ISR, debido entre otras razones al mayor conservadurismo de los inversores particulares. Además, diversos estudios publicados, señalan la baja concienciación sobre cuestiones de ISR del inversor minorista español medio, lo cual nos obliga, aún más a redoblar los esfuerzos para potenciar el crecimiento dentro del mercado minorista de la ISR en España, al menos a corto plazo<sup>7</sup>.

## **¿Qué podemos hacer para alcanzar ratios de penetración similares a otros países de nuestro entorno?**

Como hemos comentado anteriormente, vemos unos claros impulsores de la ISR en España y sobre ellos deben girar las recomendaciones para el avance y asentamiento de esta estrategia de inversión:

- Spainsif, como foro para la ISR en España, tiene el papel fundamental de divulgación. Una mayor presencia en redes y medios de comunicación, así como en ambientes especializados, tendría efectos muy positivos en cuanto al conocimiento sobre la materia.
- Las Comisiones de Control de los planes de pensiones de empleo que ya están aplicando estrategias ISR deben también divulgarlas a través de sus redes y asociaciones, a fin de que otros puedan aprender de su experiencia y replicarla.
- Las principales entidades financieras deben afrontar el reto de diseñar productos ISR atractivos que se adecuan a un perfil de riesgo conservador así como redoblar los esfuerzos para educar y concienciar a sus clientes sobre la ISR. Esto pasa por hacer un esfuerzo en formación a la plantilla en sus redes de oficinas a fin de que tengan unos conocimientos sobre ISR y su importancia que puedan transmitir a los potenciales clientes inversores.
- Los gestores de fondos deben ir integrando el análisis ASG como un parámetro adicional en sus análisis de selección de inversiones. Esta parte, que quizás genera mucha reticencia por la aparente complejidad de la misma, debe ser fomentada a través de las experiencias compartidas, siendo una vez más Spainsif, un buen foro para ello.
- Se debe buscar el medio de concienciar a las administraciones públicas sobre su deber de gestionar e invertir el dinero público con criterios de sostenibilidad. Para ello, nada mejor que crear un marco jurídico que sirva para potenciar tanto la ISR institucional como retail.
- Fomentar la educación financiera entre la población. Lo mismo que se ha conseguido que términos como reciclado o cambio climático calen en la sociedad, conceptos como invertir nuestros ahorros de un modo responsable deberían formar parte del sentir general. Mejorar nuestro entorno gracias al efecto que el dinero puede tener sobre el comportamiento de las empresas es la idea que deberíamos ser capaces de transmitir.

---

<sup>7</sup> Consumo responsable y desarrollo sostenible, ¿qué opinan los españoles?" Club de excelencia de la sostenibilidad-Nielsen en [http://www.clubsostenibilidad.org/main.asp?id\\_pagina=26](http://www.clubsostenibilidad.org/main.asp?id_pagina=26)  
Fernández Olit, Beatriz ... [et al.], Cómo fomentar la inversión socialmente responsable en España, UNED-Economistas sin fronteras, Madrid, 2007.

# LA ISR EN EUROPA

## RESULTADOS GENERALES INFORME EUROSIF Y COMPARATIVA CON MERCADO ESPAÑOL

El Estudio de Eurosif 2012 cubre cualquier tipo de proceso de inversión que combine objetivos financieros con los referentes a aspectos ASG. No trata de explicar por qué o qué propósito lleva a los gestores de inversión a realizar este proceso sino lo qué están haciendo. El hecho de combinar factores financieros con extrafinancieros se debe a que los inversores tienen interés en obtener un beneficio económico, aspecto que distingue a la ISR de la filantropía o caridad.

En estudios previos, Eurosif ha hecho uso de los términos *ISR Core* y *ISR Broad* para agrupar ciertas estrategias y reportar datos agregados sin duplicidades. En el informe más reciente, Eurosif presenta la información desglosada en siete estrategias definidas como inversión responsable. Sin embargo, los datos globales deben ser examinados con cautela. Esto es debido a que las estrategias individuales no se pueden agregar sin generar duplicidades ya que la mayoría de los activos están sujetos a más de una estrategia.

El estudio muestra los resultados obtenidos a nivel global para Europa y los resultados individuales de catorce países europeos.

## EVOLUCIÓN POR TIPO DE ESTRATEGIA

- Todas las estrategias definidas como ISR han tenido crecimientos superiores al crecimiento total de activos gestionados en Europa para el periodo 2009-2011, y que ha sido de un 7,8 %, según datos del European Fund and Asset Management Association (EFAMA).
- La estrategia con un mayor crecimiento han sido el uso de Filtros basados en normas internacionales ASG, seguido de Best in Class y Exclusiones, con unos crecimientos del 137 %, 114 % y 95 % respectivamente.

Figura 8: crecimiento ISR por tipo de estrategia

Europa (14 países) €Mn	2011	2009	% variación
Filtro basado en Normas	2.346.205 €Mn	988.756 €Mn	137%
Best in Class/Filtro Positivo	284.695 €Mn	132.956 €Mn	114%
Exclusiones	3.416.725 €Mn	1.749.432 €Mn	95%
Fondos Temáticos	48.146 €Mn	25.361 €Mn	89.8%
Engagement/Votación	1.950.423 €Mn	1.668.473 €Mn	16.9%
Integración	3.204.003 €Mn	2.810.506 €Mn	14%
Activos totales gestionados (EFAMA)	13.800.000 €Mn	12.800.000 €Mn	7.8%

Fuente: elaboración propia a partir de los datos del European SRI Study 2012.

Comparando estos datos con los referentes para el mercado español se pueden extrapolar las siguientes conclusiones:

- Todas las estrategias han tenido un notorio crecimiento para el periodo 2009-2011, sobre todo teniendo en cuenta que el volumen de activos gestionados durante ese periodo disminuyó un 8,2 %.
- El crecimiento por tipo de estrategia, difiere bastante del experimentado a nivel europeo, señalando, por un lado, la menor madurez del mercado español y por otro el interés creciente en este tipo de inversiones.
- La estrategia que ha experimentado un mayor crecimiento es Engagement/Votación, seguido por Integración y Exclusiones con unos crecimientos de 256.4 %, 250 % y 103,6 % respectivamente.

**Figura 8: crecimiento ISR por tipo de estrategia**

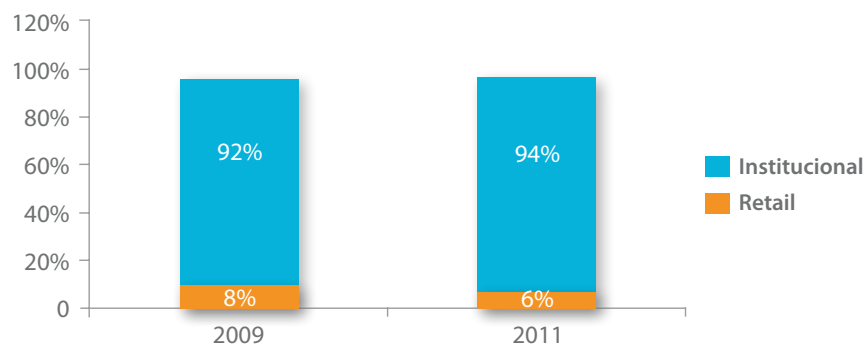
<b>España €Mn</b>	<b>2011</b>	<b>2009</b>	<b>% variación</b>
Filtro basado en Normas	1.119 €Mn	755 €Mn	48.2%
Best in Class/Filtro Positivo	1.558 €Mn	1.100 €Mn	41.6%
Exclusiones	56.226 €Mn	27.611 €Mn	103.6%
Fondos Temáticos	107 €Mn	0 €Mn	-%
Engagement/Votación	11.094 €Mn	3.112 €Mn	256.4%
Integración	7.302 €Mn	2.086 €Mn	250%
Activos totales gestionados (INVERCO)	284.720 €Mn	310.130 €Mn	-8.2%

Fuente: elaboración propia a partir de los datos en España del European SRI Study 2012 e Informes INVERCO 2009 y 2011 sobre IIC y FP.

## PRINCIPALES ACTORES EN CADA MERCADO

- El mercado de la ISR en Europa continúa siendo principalmente institucional, alcanzando el 94 % del total activos ISR, mientras que el mercado retail, lejos de crecer, ha disminuido del 8 % al 6 % en el periodo 2009-2011.
- Gran parte del crecimiento experimentado por cada una de las estrategias definidas en el informe, viene de un pequeño número de grandes inversores institucionales invirtiendo en nuevos mandatos.
- Hay una clara oportunidad latente de crecimiento para el mercado retail, muy evidente al comparar el porcentaje que representa el mercado retail según datos de EFAMA, sobre total activos gestionados en Europa (31 %).

Figura 10: desglose por tipo de inversor en Europa

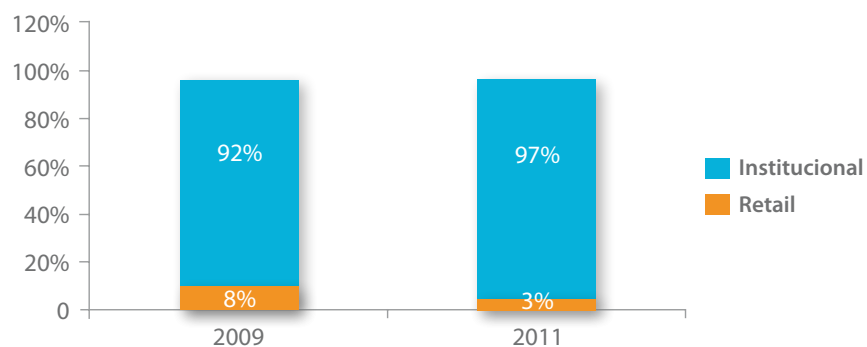


Fuente: elaboración propia a partir de los datos del European SRI Study 2010 y 2012.

El mercado español sigue una tendencia similar a la media europea.

- El mercado ISR sigue siendo fundamentalmente Institucional, con un porcentaje del 97 % sobre total.
- La tendencia descendente del mercado retail manifestada por los datos globales europeos, es incluso superior para el mercado español donde se ha pasado de un 8 % a un 3 % en el periodo analizado 2009-2011.

Figura 11: desglose por tipo de inversor en España.



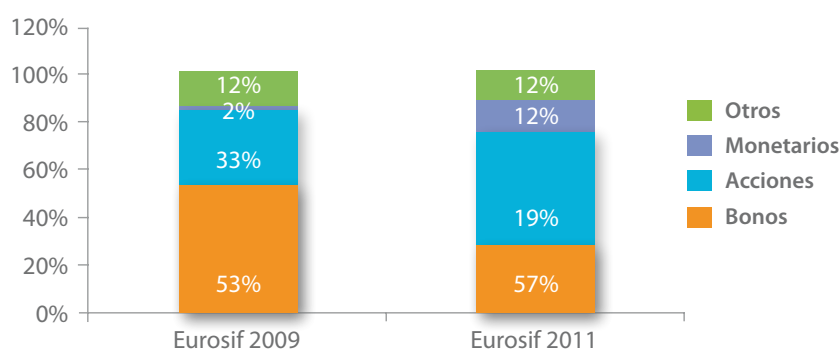
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del European SRI Study 2010 y 2012.



## ASIGNACION DE ACTIVOS

- En cuanto a la asignación de activos en el conjunto de datos europeos, los bonos continúan siendo la clase de activo más elegido (57 % sobre el total), seguido por las acciones (19 %), aunque éstas han experimentado una bajada importante probablemente derivada de la actual crisis financiera europea. El resto se reparte entre inversiones en activos monetarios (12 %) y otro tipo de inversiones (12 %)
- La mayor parte del descenso experimentado en el periodo analizado por la inversión en renta variable, la ha recogido el aumento de inversión en activos monetarios, el activo con menos riesgo en el mercado.
- Volvemos a reseñar el carácter más conservador del inversor europeo en esta etapa (2009-2011) que demuestra la mayor aversión al riesgo en épocas de crisis.

**Figura 12: asignación de Activos en Europa.**

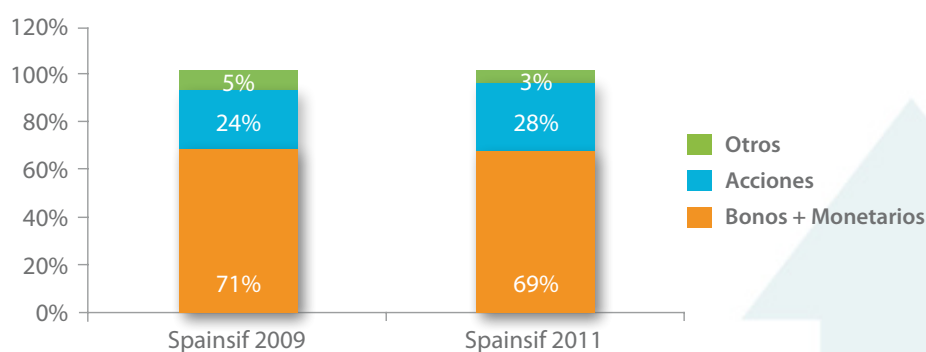


Fuente: elaboración propia en base a datos informe European SRI Study 2010 y 2012


El mercado español sin embargo, no ha seguido en este caso la misma tendencia:

- La renta variable ha subido, aunque ligeramente, en el periodo 2009-2011 con respecto al porcentaje global que representa en las carteras de productos ISR, alcanzando un 28 % en el año 2011.
- La renta fija, contemplando tanto renta fija a largo plazo (bonos) como renta fija a corto plazo (activos monetarios) representa exactamente el mismo porcentaje que la renta fija europea, un 69 %. Mientras que en el mercado español, este porcentaje ha disminuido en el periodo contemplado, en el mercado europeo ha aumentado considerablemente.
- Los datos reflejan nuevamente el perfil conservador-moderado del inversor español, aun cuando invierte en productos con características diferenciales y que aportan valor añadido como la ISR.

**Figura 13: asignación de Activos en España**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos recogidos en España para el European SRI Study 2012.



Podemos terminar resaltando las tendencias similares que en cuanto a asignación de activos y actores/impulsores presentan ambos mercados, el europeo y el español.

La mayor diferencia la presenta el crecimiento experimentado por las distintas estrategias, explicado, en parte, por la menor madurez del mercado español y que ha derivado en un aumento de aquellas estrategias que, siendo muy relevantes dentro de la ISR, habían tenido una escasa presencia en anteriores estudios.

Este aspecto puede interpretarse de un modo muy positivo pues conlleva implícito un aumento de interés en el mercado de la ISR y un deseo de aprender y mejorar por parte de todos sus impulsores. Por otro lado, iniciativas llevadas a cabo por Eurosif, como el Código de Transparencia Europeo en ISR, deberían contribuir a que el inversor retail valore la ISR como alternativa de inversión, tanto en Europa como en España, tal y como los inversores institucionales están haciendo.

Echamos de menos el poder haber realizado una comparativa y un desglose más exhaustivo sobre la tipología de inversores ISR en España, identificando que porcentaje proviene de universidades, compañías de seguros y mutualidades, fondos de pensiones públicos, instituciones religiosas, ONG y Gobiernos. Sin embargo, los datos recogidos en las encuestas y la información disponible en el informe de hace dos años, no nos han permitido realizar ese análisis que si consideramos interesante para futuras ocasiones.

# ANEXOS

## ANEXO1: CLASIFICACIÓN Y DEFINICIÓN DE LOS PROCESOS DE LA ISR

El primer estudio de Eurosif sobre la ISR en 2003 definió la ISR como Inversión Socialmente Responsable, ya que ese era el término más frecuentemente utilizado en aquel momento. Las estrategias individuales que se midieron fueron estrategias elaboradas de screening (denominadas Core SRI), estrategias sencillas de screening y activismo accionarial (engagement)<sup>8</sup>. El término Inversión Sostenible y Responsable se utilizó por primera vez en 2008, momento en el que las estrategias de screening, o selección, se subdividieron en screening positivo y negativo y se añadieron las estrategias de integración y la selección o screening basadas en las normas. A medida que el sector ha ido evolucionando, el interés del estudio también ha pasado de temas eminentemente éticos al rango de cuestiones de ASG a las que se enfrenta un inversor sostenible y a la amplia selección de enfoques disponibles para afrontarlas.

Tras la publicación del estudio ISR de 2010, el sector ha seguido evolucionando e innovando y la información de retorno de los lectores (tanto dentro como fuera del sector) mostraron que era necesaria una revisión de las clasificaciones utilizadas y de las definiciones empleadas para el estudio de 2012, en respuesta a lo cual, Eurosif creó un grupo de trabajo para elaborar una propuesta con el fin de establecer una nueva serie de clasificaciones y definiciones para los procesos de inversión responsable.

El grupo de trabajo estaba compuesto por expertos del sector nombrados por los SIF nacionales. Los descubrimientos del grupo pasaron por un amplio proceso de consulta con los SIF y el panel de Eurosif. Los siete procesos diferentes identificados, a los que en este estudio se hace referencia como estrategias, se describen resumidamente a continuación:

### 1. INVERSIÓN EN FONDOS TEMÁTICOS RELACIONADOS CON LA SOSTENIBILIDAD

**Definición:** inversión en temas o en activos vinculados al desarrollo de la sostenibilidad. Los fondos temáticos se centran en cuestiones específicas o múltiples relativas a los ASG.

**Comentario:** las inversiones que tienen en cuenta la sostenibilidad contribuyen, inherentemente, a hacer frente a desafíos sociales y/o medioambientales como el cambio climático, la eficiencia ecológica y la salud.

### 2. SELECCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN BEST-IN-CLASS

**Definición:** enfoque en el que se seleccionan o ponderan las inversiones principales o con mejores rendimientos dentro de un universo, categoría o clase con base en los criterios ASG.

**Comentario:** este enfoque implica la selección o ponderación de las empresas o los activos con mejor rendimiento o los que han mejorado más identificados según el análisis ASG<sup>9</sup>, dentro de un universo de inversión definido. Este enfoque incluye Best-in-Class, best-in-universe y best-effort.


### 3. EXCLUSIÓN DE LOS HOLDINGS DEL UNIVERSO DE LA INVERSIÓN

**Definición:** enfoque que excluye inversiones específicas o clases de inversión del universo susceptible de inversión como empresas, sectores o países.

**Comentario:** este enfoque excluye sistemáticamente a empresas, sectores o países del universo en el que se puede invertir si están implicados en ciertas actividades con base en criterios específicos. Entre los criterios comunes se incluyen las armas, la pornografía, el tabaco y los ensayos con animales. Las exclusiones se pueden aplicar a

<sup>8</sup> Consulte la página web de Eurosif para ver estudios anteriores y otras investigaciones: [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org).

<sup>9</sup> A efectos de clarificación, normalmente también hay una selección financiera antes, durante o después del proceso de selección ASG.



nivel de fondo o de mandato individual, pero cada vez más también a nivel de gestor o de titular de activos en todo el rango de productos de los activos. Este enfoque también recibe el nombre de exclusiones basadas en la ética o en los valores, dado que los criterios de exclusión suelen basarse en las elecciones realizadas por los gestores o los titulares de activos.

#### 4. FILTRO BASADO EN NORMAS INTERNACIONALES ASG (SCREENING)

**Definición:** filtro de inversiones según su cumplimiento de los estándares y normas internacionales<sup>10</sup>.

**Comentario:** este enfoque incluye el filtro de inversiones basadas en normas o combinaciones de normas internacionales que cubren los factores ASG. Las normas internacionales sobre ASG son las definidas por las instituciones internacionales como las Naciones Unidas (ONU).

#### 5. INTEGRACIÓN DE LOS FACTORES ASG EN EL ANÁLISIS FINANCIERO

**Definición:** inclusión explícita de los riesgos y oportunidades ASG por parte de los gestores de activos en el análisis financiero tradicional y en las decisiones de inversión basadas en un proceso sistemático y en las fuentes de investigación adecuadas.

**Comentario:** este tipo incluye la consideración explícita de los factores ASG junto con los factores financieros en el análisis de inversión dominante. El proceso de integración se centra en el impacto potencial (positivo y negativo) de las cuestiones ASG sobre la economía de las empresas, que a su vez puede afectar la decisión de inversión.

#### 6. ACTIVISMO ACCIONARIAL Y VOTACIÓN SOBRE CUESTIONES DE SOSTENIBILIDAD

**Definición:** actividades de activismo accionarial e implicación activa mediante la votación de acciones y el compromiso con empresas sobre cuestiones ASG. Es un proceso a largo plazo que busca influir en los comportamientos o aumentar la transparencia.

**Comentario:** el activismo accionarial y la votación sobre el gobierno corporativo son necesarios, pero no son suficientes para que figuren en esta estrategia.

#### 7. INVERSIÓN DE IMPACTO

**Definición:** las inversiones de impacto son inversiones realizadas a empresas, organizaciones y fondos con la intención de generar impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero. Se pueden hacer inversiones de impacto tanto en mercados emergentes como desarrollados y su objetivo son rangos de retornos inferiores al tipo entre mercados, dependiendo de las circunstancias.<sup>11</sup>

**Comentario:** las inversiones a menudo son específicas para cada proyecto y difieren de la filantropía, ya que el inversor mantiene la titularidad sobre el activo y espera un retorno financiero positivo. La inversión de impacto incluye microfinanciación, inversión en la comunidad, fondos de emprendimiento social y los fondos solidaires (fondos solidarios) franceses.

### COMPARACIÓN CON OTRAS DEFINICIONES

Durante el proceso de definición de estrategias, Eurosif investigó y se comprometió con las partes interesadas, incluyendo a otras organizaciones que están implicadas en la industria. Dos importantes organizaciones sobre el terreno también han publicado marcos de IR en 2012, los Principios para la Inversión Responsable (PRI), que

---

<sup>10</sup> Normas internacionales basadas en los criterios ESG como los desarrollados por la OCDE, la ONU y las agencias de la ONU (incluyendo Global Compact, OIT, UNICEF, ACNUR).

<sup>11</sup> Red Global de Inversión de Impacto (Global Impact Investing Network o GIIN), "What is Impact Investing?", <http://www.thegiin.org/cgi-bin/iowa/investing/index.html>, 2012.

cuentan con el apoyo de la ONU, y la Asociación Europea de Fondos (EFAMA). En la tabla que se muestra a continuación, Eurosif ha agrupado estrategias similares en las mismas filas para poder compararlas con facilidad, aunque el lector debería observar que las definiciones que respaldan cada estrategia varían<sup>10</sup>.

Es notable que basándose en esta comparación de estrategias los estándares convergen, signo de que la industria está madurando y de que los procesos se están estandarizando. Las diferencias principales son que los PRI incluyen una clase denominada índices “inclinados” (tilted indices) pasivos ASG, Eurosif incluye la inversión de impacto y EFAMA no incluye la integración.

Eurosif	Equivalente de los PRI <sup>13</sup>	Equivalente de la EFAMA <sup>14</sup>
Filtro basado en las normas	Exclusiones del ASG	Enfoque basado en las normas
Selección de las estrategias Best-in-Class	Filtro positivo ASG y Best-in-Class	Best-in-Class
Fondos temáticos	Inversiones con el tema del ASG	Enfoque temático
Exclusiones	Exclusiones del ASG	Enfoque de exclusión
Integración	Integración del ASG	
Activismo accionarial y votación	Activismo accionarial (tres tipos)	Activismo accionarial (votación)
Inversión de impacto	Índices “inclinados” (tilted indices) pasivos ASG	

Fuente: Eurosif

## ANEXO 2: METODOLOGÍA DEL ESTUDIO

La realización de este trabajo se basó en la utilización de metodologías de investigación social y técnicas documentales. Se ha nutrido de un análisis detallado de las respuestas recogidas en España para el European SRI Study 2012 realizado por Eurosif en base a los datos de 2011 así como de las principales conclusiones de los resultados en Europa de la última actualización del “European SRI Study” realizado por Eurosif. El estudio se ha complementado con una revisión documental de fuentes secundarias como estadísticas, estudios, informes, encuestas, etc., en relación a la ISR.

A continuación se detallan las distintas fases del estudio.

### FASE 1. FASE DOCUMENTAL O FASE PREVIA

La primera fase ha incluido todos los trabajos previos al inicio del trabajo de campo. Las actividades principales han sido:

- Búsqueda, recopilación y análisis de toda la documentación e información ya disponible sobre estudios y publicaciones que aborden la temática de la inversión socialmente responsable realizados tanto a nivel nacional, europeo e internacional.

<sup>12</sup> Normas internacionales basadas en los criterios ESG como los desarrollados por la OCDE, la ONU y las agencias de la ONU (incluyendo Global Compact, OIT, UNICEF, ACNUR).

<sup>13</sup> PRI Reporting Framework Pilot Main Definitions, 13 de junio de 2012.

<sup>14</sup> EFAMA Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure, 16 de febrero de 2012.

- Elaboración una base de datos gestores de activos, propietarios de activos, bancos de inversión y otras entidades financieras para establecer el universo de análisis para la fase de trabajo de campo del estudio.
- Traducción del cuestionario Eurosif al español

## **FASE 2. FASE EXPERIMENTAL O FASE PROSPECTIVA**

La segunda fase agrupó a todas las actuaciones propias del trabajo de campo. Las actividades de esta fase han sido:

- Envío de la carta y cuestionario a los actores más representativos en el mapa financiero español identificados durante la primera fase de trabajo.
- Seguimiento de la cumplimentación total de los cuestionarios por los encuestados.
- Recepción, categorización y manipulación estadístico de las encuestas cumplimentadas.

## **FASE 3. FASE DE ANALISIS O FASE DE EXPLOTACION DE INFORMACION Y EVALUACION DE RESULTADOS**

La última fase agrupó todas las tareas de análisis de los resultados del estudio con los datos recogidos en la fase documental y en la fase de campo. Las actividades de esta fase han sido:

- Análisis de la información cuantitativa
- Redacción del informe final

## **ANEXO 3: ENTIDADES PARTICIPANTES EN EL ESTUDIO DEL CASO ESPAÑOL**

Queremos agradecer las siguientes entidades que han participado en este proyecto de investigación mediante el cumplimiento de la encuesta a inversores.

- ASEGURADORA VALENCIANA, S.A. DE SEGUROS Y REASEGUROS
- BBVA ASSET MANAGEMENT, S.G.I.I.C., S.A.
- BBVA GESTION DE PREVISION y PENSIONES, E.G.F.P., S.A.
- Bankia Fondos, S.A., S.G.I.I.C.
- Caja Madrid Pensiones, S.A. EGFP
- CASER PENSIONES
- Plan de pensiones de empleados de Cajasol / Caser pensiones. Entidad gestora de fondos de pensiones S.A.
- ELKARKIDETZA EPSV
- Ibercaja Pensión, E.G.F.P. S.A.
- INVERCAIXA GESTION SGIIC S.A.
- Pensions Caixa 30
- Plan de Pensiones Empleados Telefónica de España
- POPULAR GESTION, S.G.I.I.C., S.A. / EUROPENSIONES S.A., Entidad Gestora de Planes de Pensiones
- Santander Asset Management SA, SGIIC
- Vidacaixa, S.A. de Seguros y Reaseguros

# Invertir en Responsabilidad

Spainsif

Foro Español de Inversión Socialmente Responsable

Con la denominación SPAINSIF - FORO ESPAÑOL DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE, se constituye en Madrid, con fecha de 10 de Junio del 2009, una Asociación sin ánimo de lucro, con personalidad jurídica propia y plena capacidad de obrar. Spainsif se constituye con 32 entidades fundadoras, interesadas en promover la Inversión Socialmente 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.

La asociación tiene como MISIÓN PRIMORDIAL FOMENTAR LA INTEGRACIÓN DE CRITERIOS AMBIENTALES, SOCIALES Y DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO en las políticas de inversión en España mediante el diálogo con los diferentes grupos sociales, contribuyendo al desarrollo sostenible.

La asociación pretende ser una PLATAFORMA DE ENCUENTRO Y REFERENCIA PARA GENERAR Y DIFUNDIR CONOCIMIENTOS SOBRE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE, así como CONCIENCIAR E IMPULSAR CAMBIOS EN LOS PROCESOS DE INVERSIÓN EN LA COMUNIDAD INVERSORA, LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, LAS EMPRESAS Y LA CIUDADANIA EN GENERAL.

Para ello la Asociación SE INSPIRA EN LOS VALORES DE RESPONSABILIDAD, TRANSPARENCIA, SOSTENIBILIDAD, COMPROMISO, CONFIANZA, PLURALIDAD E INDEPENDENCIA.

Para la consecución de sus fines, la asociación tendrá las siguientes LINEAS DE ACTUACIÓN ESTRATÉGICA:

La promoción de la ISR para la generación de demanda y oferta en España para lo cual realizará actividades de:

- Difusión de la ISR a través de campañas educativas y/o de información acerca de la ISR. Desarrollo de publicaciones y otros servicios.
- Impulso de la investigación en ISR en colaboración con las Universidades, Escuelas de Negocio e Instituciones.
- Colaboración entre las partes interesadas fomentando la cooperación con la red internacional de SIF y con otros organismos e instituciones interesados en la adopción de prácticas de inversión responsable.

La transmisión de una visión plural e independiente sobre los distintos temas que afecten a la promoción de la ISR en España.

La elaboración de un plan estratégico con objetivos a tres años y revisión anual para la promoción de ISR en España.

Síguenos en:



[www.spainsif.es](http://www.spainsif.es)

