



2016

Estudio Spainsif

La Inversión Socialmente Responsable en España



Patrocinado por:

cecabank

Carta de Cecabank

**Antonio J. Romero
Mora**

*Director del Área de
Servicios Asociativos
y Auditoría*

Cecabank es un banco mayorista que ofrece servicios a entidades financieras y clientes institucionales en un modelo abierto a todo el mercado. Su actividad se centra en tres líneas principales de actividad: Securities Services, Tesorería y Servicios Bancarios.

En el ámbito de Securities Services, Cecabank ha impulsado en los últimos años la actividad de depositaria de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones. A día de hoy, el patrimonio depositado supera los 93.000 millones de euros, con más de 1.000 instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones depositados, lo cual sitúa a Cecabank como el primer depositario independiente en España.

En el negocio de Tesorería Cecabank es creador de mercado de deuda pública española y miembro directo de las principales cámaras de contrapartida central. Por último, Cecabank presta servicios tecnológicos, de medios de pago, reporting financiero y consultoría y formación que completan la oferta B2B que la entidad ofrece a sus clientes.

Es en este marco de servicios a sus clientes institucionales en el que Cecabank desarrolla su compromiso con la inversión sostenible y responsable. Esta se desarrolla principalmente en los planes de pensiones, ya que es en el largo plazo donde los beneficios de esta filosofía de inversión despliega todo su potencial. Es por ello que los principales fondos de pensiones en España y, por tanto, los principales clientes de Cecabank, se acogen a este enfoque que permite ajustar el binomio rentabilidad-riesgo con una perspectiva más holística. El compromiso de Cecabank con la ISR está alineado por tanto con los objetivos ISR de nuestros clientes.

Muestra de este compromiso de Cecabank con la ISR es el apoyo total dado a Spainsif desde su fundación y a sus distintas iniciativas y eventos. Para Cecabank, financiar el estudio de referencia sobre el mercado de la ISR en Europa y España es, además, un honor.

Miembros Asociados



Índice

RESUMEN EJECUTIVO	5
CARTA DEL PRESIDENTE Y EL DIRECTOR	7
INTRODUCCIÓN	8
Objetivo del Estudio	9
ANÁLISIS DEL MERCADO ESPAÑOL	10
Análisis Cuantitativo de los Datos Globales	11
Análisis Cuantitativo por Estrategias	14
Exclusiones	14
Screening Basado en Normas	15
Best-in-Class	17
Inversión Temática	19
Inversión de Impacto	20
Engagement y Voto	22
Integración ISR	24
Análisis Según Segmentación del Mercado	25
ANÁLISIS CUALITATIVO	26
Exclusiones	26
Screening Basado en Normas	30
Best-in-Class	32
Inversión Temática	33
Inversión de Impacto	35
Engagement y Voto	38
Integración ASG	39
DESARROLLO NORMATIVO	40
Marco Normativo Europeo	40
Desarrollos Normativos en España	45
CONCLUSIONES	49
CRÉDITOS	51

Resumen Ejecutivo

El Estudio de Spainsif del 2016 pretende aportar información del mercado español y europeo de la ISR, en cuanto a volúmenes, desde el 2002 y estrategias, desde el 2009.

En España, en el año 2002, el mercado ISR contaba con 80 millones de euros bajo gestión, creciendo progresivamente tanto en volúmenes como en calidad, hasta alcanzar la cifra de los 169.359 millones de euros al cierre del ejercicio 2015.

En cuanto a los últimos datos, tenemos dos referencias que subrayan el destacado ritmo de crecimiento y representatividad de la ISR en España.

Por un lado, la información del crecimiento de la ISR en el periodo 2013-2015, del 16,3% (CAGR), superior al del mercado de las Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de pensiones.

Por otro lado, el grado de penetración que supone que el 47% de los activos gestionados profesionalmente, vía IICs y Fondos de Pensiones, utilicen estrategias ISR como criterios de inversión.

Según el análisis por estrategias en España, como referencia de la madurez de la ISR, aportamos las siguientes valoraciones, que se desarrollan a lo largo del estudio.

La estrategia más aplicada es la de exclusión simple, la menos elaborada y compleja, que nos confirma el bajo grado de madurez de la ISR en España, donde el peso de esta estrategia es superior a la media europea. Como aspecto positivo añadimos que desde el año 2010 su tasa de crecimiento es negativa.

Con respecto a la exclusión basada en normas internacionales, en la actualidad es la segunda estrategia más utilizada tanto en España como en Europa. Concretamente en España, la tasa de crecimiento ha tenido un comportamiento positivo durante los últimos seis años

La estrategia con mayor crecimiento, ha sido la inversión temática, con un 91% (CAGR), aunque supone un porcentaje muy pequeño del total de los activos ISR.

Con respecto a la inversión de impacto, que no contabilizó ningún volumen en España hasta el estudio de 2014, según los últimos datos es la segunda estrategia con mayor tasa de crecimiento, con un 75% (CAGR), y un elevado potencial si tenemos en cuenta el fuerte incremento a nivel europeo.

*CAGR: Tasa de crecimiento anual compuesto

**IICs: Instituciones de inversión colectiva

Como un aspecto de especial relevancia, destacamos los primeros avances en el desarrollo de un marco regulatorio de la ISR en España, con el Reglamento de Planes y Fondos de pensiones y la Estrategia Española de la Responsabilidad Social Empresarial, en el 2014, y con el Manual de Buenas Prácticas en Gobierno Corporativo, en el 2015.

Así mismo, a nivel de Unión Europea, destacamos la Directiva de información no-financiera y, a nivel de Estados, la Ley Francesa de Transición Energética.

Como conclusión principal, la inversión socialmente responsable en España, bajo cualquiera de sus estrategias, evoluciona positivamente de una forma sostenida y rápida, creciendo tanto en volumen como en calidad.

DISCLAIMER:

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.

Carta del Presidente y el Director

Al igual que otros años, presentamos este estudio, elaborado por Spainsif, sobre la inversión socialmente responsable en España, siguiendo la metodología de Eurosif y los datos históricos de los estudios previos, al efecto de facilitar y compartir la información de la evolución de este mercado, subrayando los aspectos más destacados, desde el lado de las fortalezas y de las carencias que nos singularizan.

A lo largo de los capítulos que desarrolla este estudio, aportamos tanto la información cuantitativa actualizada del mercado de la ISR en España, a cierre del ejercicio 2015, como la evolución de los últimos años, que se enriquece con las valoraciones cualitativas y las conclusiones que se derivan de las mismas.

Sin entrar en el desarrollo del contenido del estudio, al que pueden acceder directamente, sí querríamos aprovechar para trasladar un mensaje a los inversores, tanto institucionales como particulares, respecto a la toma de conciencia de los cambios que se están experimentando a todos los niveles; los económicos, sociales y ambientales, que orientan hacia soluciones sostenibles y enfoques en el

medio y largo plazo, desplazando a los puramente especulativos y ajenos a la economía real, claramente alineados con el mercado de la inversión socialmente responsable, que se manifiestan en iniciativas de mercado, regulatorias y propuestas de productos concretos para responder a una demanda creciente.

Realmente estamos ante un cambio de paradigma que obliga a un esfuerzo de reorientación general, como agentes activos que somos, tanto desde la demanda como la oferta de productos de inversión, por lo que pretendemos que este estudio pueda aportar una base de conocimiento de partida, que suscite el debate necesario para que, progresivamente y sin dilación, vayamos superando las carencias que mencionamos y potenciemos nuestras fortalezas, destacadas en este estudio y que invitamos a ponerlas en valor.

Por nuestra parte, tan sólo nos resta reafirmar el compromiso de todos los asociados que conforman Spainsif, así como la visión positiva y esperanzada en que la ISR se consolide en España como la principal alternativa de inversión sostenible a largo plazo.



Jaime Silos Leal

*Presidente de
Spainsif*



**Francisco Javier
Garayoa**

Director de Spainsif

Introducción

Una de las mayores dificultades en el desarrollo de estudios sobre la Inversión Socialmente Responsable (ISR, en adelante) es identificar lo que se entiende, en cada país, por este tipo de inversiones.

Para salvar este problema, se ha llegado a una definición consensuada entre los distintos foros de inversión socialmente responsable europeos, que recoge los aspectos coincidentes y sirve de soporte operativo, como podemos apreciar.

“La ISR es una aproximación de inversión a largo plazo que 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 compañías”.

Como aspecto destacable y potenciador de este mercado, hemos de referirnos a las iniciativas internacionales que se han puesto en marcha con el objetivo de crear una certificación acreditativa de los productos ISR.

Esta acreditación (*label*) permite un mayor grado de transparencia en el mercado, pensando en la protección del inversor minorista (*retail*).

Este estudio sigue la metodología de Eurosif y contempla los datos aportados en las encuestas realizadas.

En su desarrollo se utilizó las métricas basadas en los tipos de estrategias que define Eurosif², desde que estas métricas empezaron a monitorizarse, lo que ha permitido elaborar un análisis temporal respecto a años anteriores.

Para la recopilación de la información, se ha utilizado un cuestionario que incluye preguntas cuantitativas y cualitativas, remitido a los participantes en el mercado de la ISR, incluyendo gestoras de activos, entidades financieras, compañías de seguros, fondos de pensiones, fundaciones y otros propietarios de activos.

Con respecto a la representatividad de los datos agregados, debido a la utilización de las cifras por estrategias, existe el riesgo de la aplicación de varias estrategias sobre la gestión de los mismos activos.

Para evitar las duplicidades de computo, se ha aplicado una medida preventiva a nivel europeo, que consiste en la formulación directa a los encuestados, sobre las estrategias combinadas que han podido aplicar en la suma total de fondos gestionados, obteniendo de esta forma cifras depuradas.

Como novedad del estudio de este año, las encuestas han seguido un doble formato, dependiendo de si se dirigían a gestores de activos o a los propietarios, cuando estos gestionan su patrimonio de forma directa.

En cuanto a los datos de crecimientos, se ha utilizado la Tasa de Crecimiento Compuesto (CAGR,

¹European SRI Study 2016. Eurosif
²Portal web de Eurosif (En inglés)

por sus siglas en inglés), que es la misma métrica utilizada por Eurosif.

Respecto al mercado de la ISR en España, siguiendo la metodología de Eurosif, se han tenido en cuenta los activos ISR que se gestionan en España, tomando como referencia la ubicación del equipo gestor.

Este sistema aporta rigor a las cifras, dado que la alta internacionalización de la industria de la 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 cualquier caso, es importante subrayar que este estudio pretende medir el tamaño del mercado de las gestoras de activos ISR y no el tamaño mercado de inversión ISR en sí mismo.

En relación a las limitaciones de este estudio, hay que tener en cuenta que la fuente de información proviene de datos que han sido reportados por los propios encuestados.

Spainsif no tiene la capacidad para desarrollar un proceso de verificación estricto de los mismos, aunque se ha llevado a cabo un proceso de verificación, profundizando en la búsqueda de información complementaria de otras fuentes.

Este contraste se ha compartido con Eurosif, en aras de lograr el máximo rigor.

Ante las limitaciones mencionadas, puede ser que los datos aportados en este estudio no reflejen exactamente el mercado de la ISR en España, aunque, nos es útil para analizar y valorar tanto la evolución como la tendencia actual.

Introducción /

Objetivo del Estudio

El objetivo del presente estudio, es aportar información del mercado español de la ISR, junto con un comparativo del contexto europeo, siguiendo la metodología y las referencias cuantitativas del estudio de Eurosif del 2016.

Con respecto a la información histórica del mercado ISR en España, incorporamos información sobre los resultados de los estudios de Eurosif presentados en otras ediciones.

El primer análisis presenta la información de volúmenes globales de ISR en España, comenzando por los resultados del primer estudio de Eurosif en 2003, hasta el publicado en 2016.

El segundo análisis, centrado en las estrategias, tiene un alcance temporal limitado entre los años 2009 y 2015, debido a que la metodología del estudio de Eurosif de 2010 cambió a un enfoque por estrategias.

Análisis del Mercado Español

En 2016, Eurosif ha presentado su Estudio bienal del mercado de la ISR en Europa, incluyendo información por país.

España reporta información a Eurosif desde el año 2002, pasando de los 80 millones de euros en activos bajo gestión, a los 169.359 millones de euros, del 2015.

Los activos bajo gestión contabilizados en estos estudios no corresponden al total del mercado ISR en España, debido a que, según la metodología de Eurosif, únicamente se contabilizan en cada país aquellos activos bajo gestión cuyo equipo gestor se encuentre localizado en dicho país.

Puesto que la inmaterialidad de los productos financieros hace difícil la recopilación de información, con el fin de evitar que surjan contabilizaciones de los mismos activos en varios países, se excluyen aquellos cuyo equipo gestor se encuentra en el extranjero.

En el presente apartado del estudio, vamos a profundizar en la información recopilada para el estudio de Eurosif del año 2016.

El proceso de recopilación de información comenzó en 2015, con varias conferencias entre los distintos Foros de Inversión Socialmente Responsable (SIFs) para concretar la metodología a seguir y consensuar el modelo de encuesta a enviar a las entidades. A finales de 2015, se aprobó la metodología y modelo de encuestas definitivo. En 2016, Spainsif envió la encuesta traducida al castellano a las entidades socias y colaboradores del Foro.

En total la encuesta fue enviada a más del 80% del mercado de fondos de inversión y fondos de pensiones, obteniendo información de las principales entidades financieras, gestoras de activos y planes de pensiones de empleo.

Con respecto a los signatarios españoles de los PRI³, se envió la encuesta al 85% de los signatarios, obteniendo contestación de la mitad de ellos.

³Principios de Inversión Responsable

Análisis del Mercado Español /

Análisis Cuantitativo de los Datos Globales

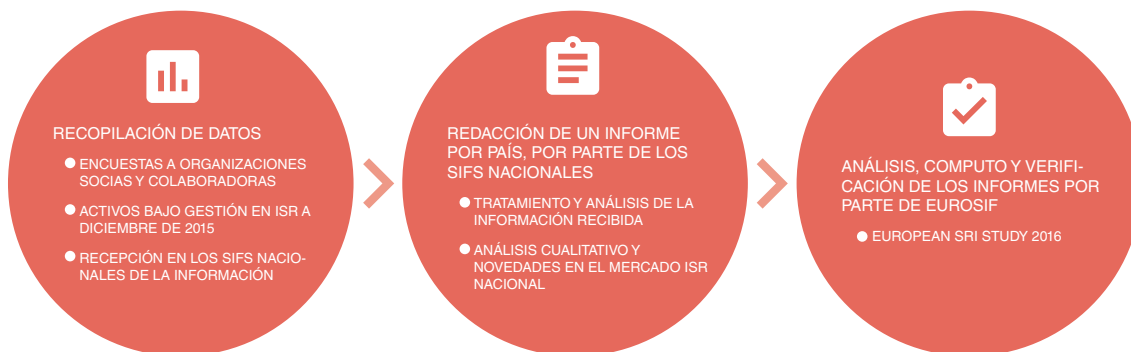
Los datos que se han recopilado durante estos años sirven para poder ofrecer información de la evolución del mercado ISR en España, con un alcance temporal amplio.

Las fuentes de información del mercado de la ISR utilizadas en este informe provienen de los datos obtenidos por Eurosif.

Los informes de Eurosif se publican con los datos de activos bajo gestión de diciembre del año anterior a su publicación, para poder referenciar y comparar los datos de un año natural. Por tanto, los datos que se publican en el Estudio de Eurosif del 2003 vienen referidos a los activos bajo gestión a diciembre de 2002, y así sucesivamente.

GRAF. 1

MANEJO DE INFORMACIÓN PARA LA
ELABORACIÓN DEL ESTUDIO DE EUROSIF



En 2002, la ISR en España representaba un volumen de 80 millones de euros y se concentraba en inversores institucionales relacionados con organizaciones sin ánimo de lucro, siguiendo criterios éticos.

El volumen de activos ISR recogido en el Estudio de 2005 tuvo un crecimiento de más de trescientas

veces el volumen obtenido en 2002. Este incremento se debió principalmente a la profesionalización del mercado ISR, causada por dos actores institucionales muy representativos.

En primer lugar, los fondos de pensiones de empleo, que representaban el 44% del total de la ISR, que entraron en este mercado movidos por las

Comisiones de Control, las cuales ostentan la representación de los trabajadores a través de los sindicatos. Las Comisiones de Control⁴ comenzaron a incluir en sus mandatos de inversión cláusulas relacionadas con los derechos laborales, humanos y sociales.

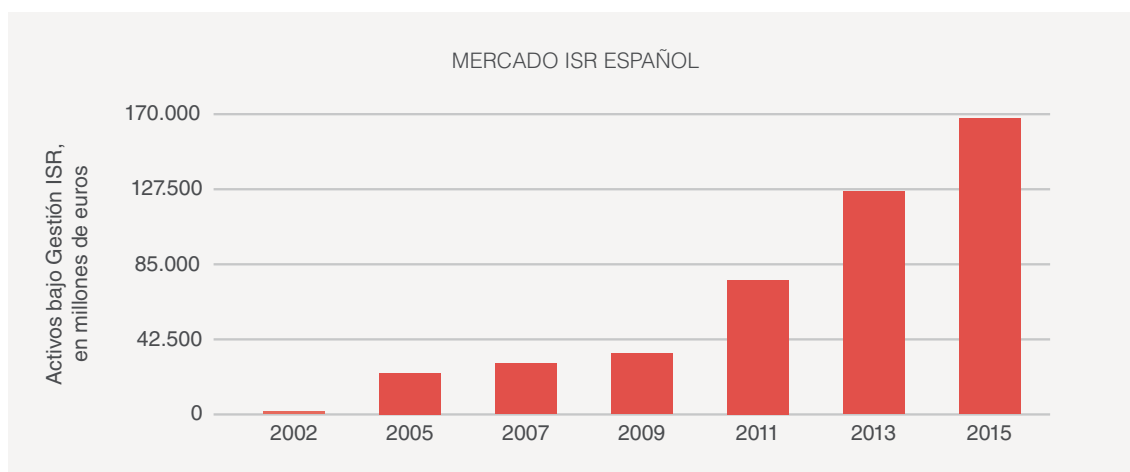
En segundo lugar las entidades bancarias, que representaban un 38% del total de la ISR, empezaron a introducir criterios ASG en sus decisiones de inversión institucional, debido a diferentes factores, entre los que destacan:

- Una mayor expansión de la Responsabilidad Social Corporativa.

- Aumento del interés por parte de la comunidad internacional en el fomento de temas sociales, ambientales y de gobierno corporativo.
- Mayor número de grandes empresas españolas que estaban entrando en índices bursátiles de sostenibilidad como el Dow Jones Sustainability⁵ o el FTSE4GOOD⁶ atrayendo a inversores institucionales extranjeros relacionados con la ISR.

GRAF. 2

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS BAJO GESTIÓN ISR EN ESPAÑA



Con respecto a las Instituciones de Inversión Colectiva (IICs, en adelante), INVERCO⁷ había publicado en 1999 una circular sobre fondos éticos, que ya definía como debían de utilizarse conceptos como “ético” o “ecológico”, entre otros, por parte de las IICs.

Esta circular ha estado vigente hasta 2014, año en el que se actualizó, ya que no definía conceptos como ISR o criterios ASG que se manejan en la actualidad⁸.

Por otro lado, la administración pública empezaba a dar pasos en materia de gobierno corporativo y ya había comenzado a implementar iniciativas de fomento y conocimiento a partir del Comité Olivencia⁹ y el Comité Aldama¹⁰.

Entre los años 2005 y 2009 el mercado ISR mantuvo una tendencia de crecimiento discreta.

⁴Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. Sección 2ª La Comisión de Control de los Planes de Pensiones de Empleo.

⁵Web de RobecoSam sobre la familia de índices Dow Jones Sustainability (En inglés).

⁶Web de FTSE sobre la familia de índices FTSE4GOOD (En inglés).

⁷Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

⁸Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)

Sin embargo, a partir del año 2010, la ISR se ha abierto paso en el mercado de activos y, en la actualidad, alcanza la cifra de 169.359 millones de euros, lo que supone un 16,33% de incremento con respecto a los datos de la anterior medición.

Este volumen de patrimonio representa el 47% del total del patrimonio gestionado por las instituciones de inversión colectiva en España

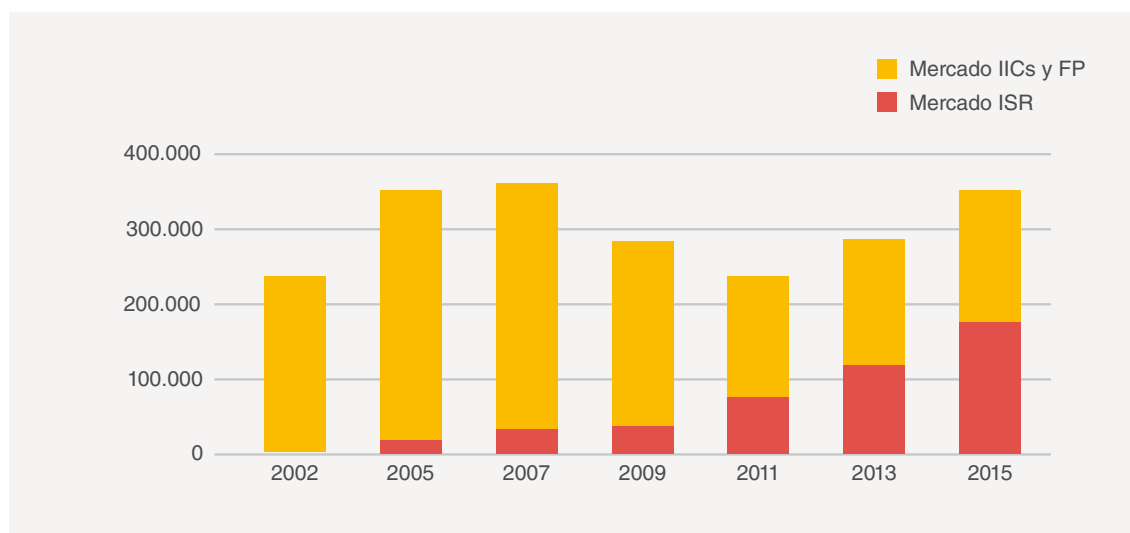
Para este cálculo se ha ajustado la metodología de Eurosif y la seguida por INVERCO en sus informes anuales¹¹, excluyendo del total del patrimonio gestionado los activos bajo gestión de IICs extranjeras (estas IICs comercializan productos en España, pero los gestionan desde el extranjero).

Ya que, según la metodología de Eurosif, únicamente se contabilizan aquellos activos cuyo equipo gestor se encuentra en España, excluyendo aquellos productos que, aun comercializándose en España, tienen su equipo gestor localizado en el extranjero.

Estos datos encierran también otra tendencia positiva, debido a que el mercado de la ISR en España no ha parado de crecer desde 2002, tanto en ciclos expansivos del mercado de activos, como en ciclos de recesión.

GRAF. 3

EVOLUCIÓN DE LA IMPORTANCIA DEL MERCADO ISR DENTRO DEL MERCADO DE IICs Y FONDOS DE PENSIONES EN ESPAÑA



⁹ Informe de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los Consejos de Administración de las Sociedades.

¹⁰ Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y las sociedades cotizadas.

¹¹ Informes de INVERCO

Análisis del Mercado Español /

Análisis Cuantitativo por Estrategias

En este apartado, vamos a profundizar en los datos obtenidos del Estudio de Eurosif de 2016, segregándolos por estrategias y observando su evolución en el periodo comprendido entre 2009 y 2015.

Análisis del Mercado Español /
Análisis Cuantitativo por Estrategias/

Exclusiones

Esta estrategia excluye de la cartera de gestión a aquellas empresas cuya actividad es contraria a la política de inversión.

Esta estrategia también es conocida como *screening* negativo, debido a que los factores que determinan la política ISR son excluyentes y, por tanto, restan empresas del universo de inversión.

Esta estrategia fue una de las primeras que se llevaron a cabo y a día de hoy es la que más volumen de activos ISR representa, alcanzando una cifra de 14,4 billones de dólares (13 billones de euros) en el mundo en 2013, según los datos de Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, en adelante)¹². Esta es una estrategia de mínimos, ya que es la forma más sencilla de política ISR que puede adoptar una organización o fondo. Entre los criterios de exclusión más comunes encontramos:



armamento, pornografía, tabaco, energía nuclear o explotación infantil, etc.

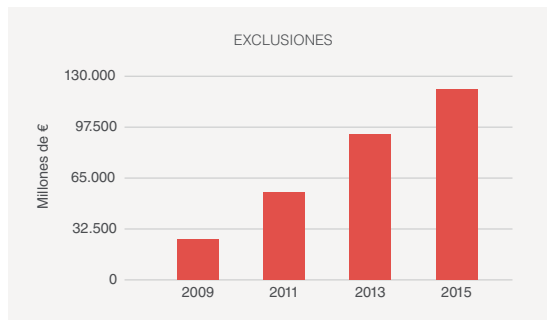
Los criterios utilizados varían entre organizaciones y se centran en alinear la política de inversión de la organización con su ética y con los criterios ASG que cada una de ellas tenga definida dentro de su estrategia.

Las exclusiones son la estrategia con más volumen del mercado ISR en España, con una media en los últimos cinco años del 74,6% del total de las inversiones ISR.

Según los datos del último estudio, el patrimonio gestionado bajo esta estrategia ha alcanzado la cifra de 123.000 millones de euros.

GRAF. 4

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS BAJO UNA ESTRATEGIA DE EXCLUSIÓN SIMPLE



Análisis del Mercado Español /
Análisis Cuantitativo por Estrategias/

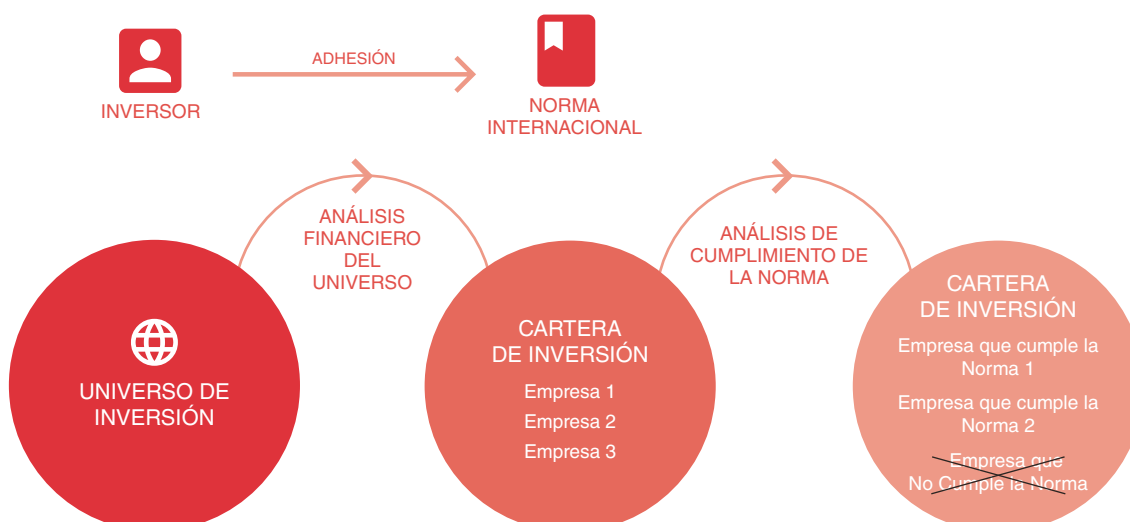
Screening Basado en Normas

El *Screening* basado en normas, sigue siendo un tipo de *screening* negativo, que lleva un paso más allá las estrategias de exclusión.

con ciertas normas internacionales sobre protección ambiental, derechos laborales, derechos humanos o anticorrupción.

En este caso no es el inversor el que decide que actividades excluye de su cartera de inversión, sino que el inversor excluye a las empresas de su universo de inversión en base a si cumplen o no

Los inversores, por tanto, eligen la norma o normas que deben cumplir las empresas que van a incluir en su universo de inversión.



Entre las normas más utilizadas por los inversores tenemos las líneas directrices de la OCDE para empresas multinacionales, las normas de la OIT, el Pacto Mundial de Naciones Unidas o los Principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos de la ONU.

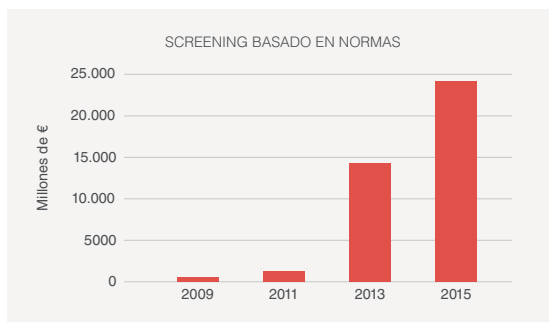
Esta estrategia nació en los países del norte de Europa, como evolución de la exclusión simple y con el objetivo de dar un carácter más normativo a las exclusiones que hacían los inversores. Con la inclusión de un screening basado en normas nos aseguramos un grado de aceptación internacional, alineando la estrategia ISR con la estrategia de organismos internacionales.

En España, entre los años 2011 y 2013, hubo un crecimiento importante en el patrimonio gestionado por esta estrategia que pasó de representar un volumen de 1.119 millones de euros a 14.247 millones de euros, lo que supuso un incremento del 256% según la tasa CAGR. Entre los años 2013 y 2015, el crecimiento de esta estrategia se consolidó, creciendo un 30%, hasta alcanzar los 24.000 millones de euros.

En seis años, esta estrategia ha pasado del 2% del total del patrimonio gestionado bajo estrategias ISR a suponer un 14% del volumen total.

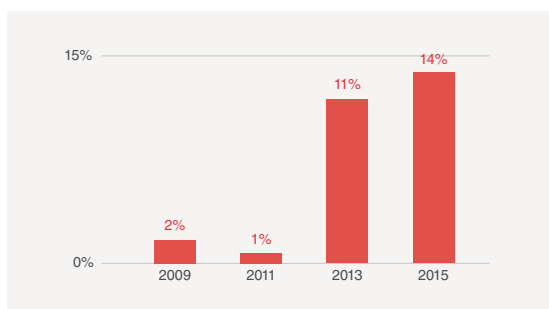
GRAF. 5

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS BAJO UNA ESTRATEGIA DE SCREENING BASADO EN NORMAS



GRAF. 6

IMPORTANCIA DE LA ESTRATEGIA DE SCREENING BASADO EN NORMAS SOBRE EL TOTAL DE PATRIMONIO ISR



Análisis del Mercado Español /
Análisis Cuantitativo por Estrategias/

Best-in-Class

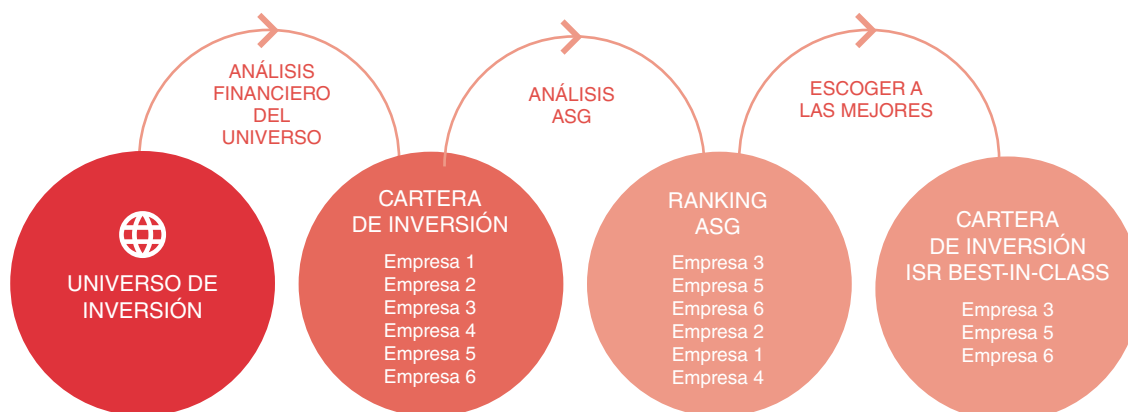
La estrategia *Best-in-Class* es la primera de las estrategias avanzadas de ISR que vamos a tratar. Se basa también en un *screening* de empresas, pero en este caso, el criterio que se sigue es positivo.

Esto significa que el inversor *a priori* no va a excluir ninguna empresa de su universo de inversión, ni por la actividad de la empresa, ni porque no sea signataria de una norma internacional.

El inversor que lleva a cabo una estrategia *Best-in-Class* va a evaluar a las empresas de su universo de inversión según su desempeño ASG, con el objetivo de incluir en su cartera aquellas empresas que, dentro de sus diferentes sectores y mercados, están teniendo los mejores desempeños ASG.

Esta estrategia supone un esfuerzo superior por parte del inversor, que ha de definir los criterios ASG que va a tener en cuenta. Además, necesita una forma de calcular el valor de los criterios definidos, ya que se necesita crear una jerarquía con los criterios que se van a valorar y su peso relativo dentro de la clasificación, para poder crear un índice de desempeño de las empresas del universo de inversión. Por último, se debe definir a partir de que desempeño ASG una empresa es susceptible de entrar en el universo de inversión.

Por tanto, para que los inversores puedan utilizar esta estrategia, necesitan información del desempeño ASG de las empresas. Para obtener esta información los inversores tienen tres vías que pueden seguir.



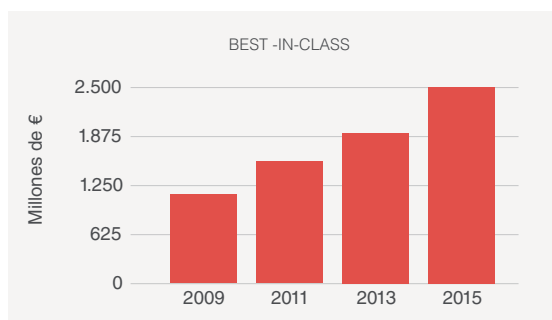
La primera de ellas, es que la gestora de activos o el propio inversor tengan un equipo ASG que extraiga, analice y pondere la información ASG de las empresas susceptibles a entrar en cartera. Asignando diferentes pesos a los criterios según la estrategia ASG y según el sector o mercado en el que están incluidas las empresas del universo de inversión.

Esta vía, aunque es la que más costes conlleva, es la que da mayor versatilidad en la información y la que mejores resultados obtiene, al poder ajustar cualquier cambio o peculiaridad a la valoración.

Una variante a esta vía, es la de externalizar

GRAF. 7

VOLUMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS BAJO UNA ESTRATEGIA DE BEST-IN-CLASS



el equipo ASG. Con esto, conseguimos ahorrar costes, aunque pierda versatilidad y eficiencia. La externalización se puede hacer contratando a una de las múltiples empresas de servicios ISR como MSCI¹³, Sustainalytics¹⁴ o Vigeo-EIRIS¹⁵, entre otras.

La segunda posible vía trata de seleccionar las empresas del universo de inversión, a través de la información suministrada por un índice bursátil de sostenibilidad.

Estos índices que comenzaron a implantarse a principios del siglo XXI, han tenido un gran desarrollo y en la actualidad, podemos segregarlos por regiones o sectores. La principal ventaja es que permite gestionar de forma pasiva los activos, creando una cartera de inversión que replique uno de estos índices.

Sin embargo, la principal desventaja es que el inversor o gestor pierde la capacidad de seleccionar el peso y los criterios ASG que se pueden utilizar, aunque es una solución menos costosa.

La tercera vía tiene como soporte los ratings de sostenibilidad. Este enfoque es de reciente implementación, ya que las empresas de ratings no han empezado a incorporar criterios ASG en la información que suministran hasta hace unos pocos años.

Este tipo de *Best-in-Class* es una vía prometedora de implantación de criterios ASG, debido a que abre la posibilidad de implementarlos en las decisiones de inversión de un mercado ISR poco desarrollado, el del inversor *retail*.

Los ratings de sostenibilidad dan una valoración ASG a los fondos de inversión, que facilita la toma de decisiones a un inversor particular, ya que le da la posibilidad de invertir en aquellos fondos que están por encima de la media del desempeño ASG. Esta herramienta no sólo valora fondos ISR específicos, sino que valora el desempeño ASG de todos los fondos de inversión.

Con respecto a los datos obtenidos para esta estrategia, el crecimiento desde 2009 ha sido sostenido, oscilando entre el 12% y el 19%, obteniendo en 2015 el mayor volumen registrado.

¹³ Portal web de MSCI

¹⁴ Portal web de Sustainalytics

¹⁵ Portal web de Vigeo-EIRIS

Inversión Temática

Las inversiones temáticas, son un tipo de inversiones que se caracterizan por invertir en organizaciones o proyectos de determinados sectores, relacionados por una temática específica, por ejemplo, energía o utilities. En la actualidad, este tipo de inversión está ligada a la ISR, ya que se están desarrollando rápidamente productos de inversión cuya temática es la sostenibilidad.

Dentro de la inversión temática, los fondos de inversión temáticos son el tipo de producto financiero que más se ha desarrollado. Se trata de fondos de renta variable, cuyo inversor objetivo es institucional.

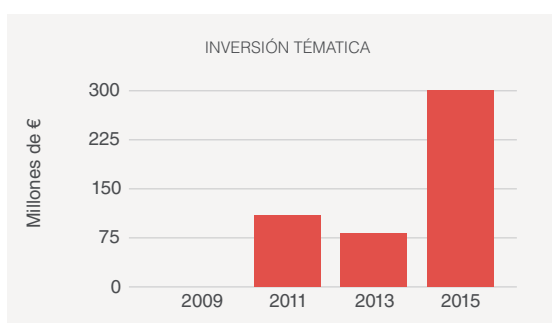
Este tipo de estrategia es de selección positiva, ya que en este caso incluimos en la cartera de inversión las empresas que se dedican a una actividad concreta. Por tanto, el inversor hace un filtrado de las empresas susceptibles de entrar en el universo de inversión y después las selecciona siguiendo criterios financieros.

Entre los criterios temáticos más utilizados tenemos lucha contra el cambio climático, la gestión responsable del agua, la gestión agrícola y/o forestal responsable y las energías renovables.



GRAF. 8

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS
BAJO UNA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN TEMÁTICA



Algunas críticas a esta estrategia se fundan en que valora un único criterio ASG, el ambiental, quedando a discreción del inversor o gestor incluir otros criterios.

Con respecto a los últimos datos recabados, el crecimiento ha sido del 91% según la tasa CAGR, alcanzando un volumen de patrimonio bajo gestión de 300 millones de euros.

Inversión de Impacto

La inversión de impacto es la estrategia ISR de más reciente definición. El concepto fue acuñado por primera vez en el año 2007, en un encuentro organizado por JP Morgan y la Fundación Rockefeller¹⁶.

Aunque anteriormente ya existían iniciativas que en la actualidad están integradas dentro de las inversiones de impacto, como son las microfinanzas (microcréditos y microseguros, utilizados para favorecer la inclusión social y financiera, de personas pobres en países en vías de desarrollo).

Al ser un concepto de reciente implementación, no existe una definición estándar, aunque existen referencias de organismos significativos, como el Foro Económico Mundial¹⁷ que, en 2013, calificó las inversiones de impacto como un enfoque de inversión que persigue, intencionalmente, tanto la rentabilidad financiera como el impacto social o medioambiental positivo, medido activamente.

De esta definición se desprenden las dos características básicas de las inversiones de impacto. Por un lado, todas buscan la rentabilidad financiera, por lo que no son consideradas filantropía y, por otro, el impacto ambiental y social tiene que ser medible.

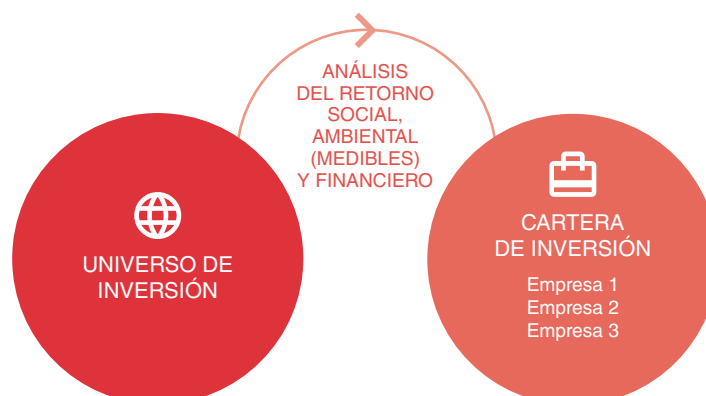
Los tipos de inversión que se pueden englobar dentro de la definición de inversión de impacto se explican a continuación.

Capital Riesgo Social

Es una forma de capital riesgo que provee financiación a organizaciones que generan un impacto positivo en la sociedad. El capital riesgo social es una inversión a largo plazo con gran apalancamiento y escasa liquidez que está fundamentalmente orientada a grandes inversores.

Inversión en microfinanzas

Inversiones que se destinan a financiar actividades de las instituciones microfinancieras. Estas instituciones ofrecen servicios financieros básicos, fundamentalmente microcréditos, a buena parte de la población excluida del acceso al capital, y cuya actividad económica se inserta en la denominada economía informal. Los inversores en microfinanzas suelen estar dispuestos a tener una menor rentabilidad en pro de la consecución de un impacto social positivo.



¹⁶ Impact Investments: An Emerging Asset Class

¹⁷ From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors

Financiación participativa (Crowdfunding)

La financiación participativa, es una modalidad de financiación a través de la cual se reúnen aportaciones de dinero procedentes de una pluralidad de inversores, profesionales y minoristas, a través de plataformas on-line, con el fin de financiar un proyecto, negocio o préstamo. Existen varios tipos de financiación participativa, entre ellos los más destacables son, el *equity-based* y el *lending-based*.

Bonos Verdes y Bonos sociales

Estos productos además de poseer las características financieras de un bono tradicional, están diseñados para financiar proyectos e iniciativas que pretenden conseguir beneficios medioambientales y sociales, respectivamente.

Bonos de impacto social

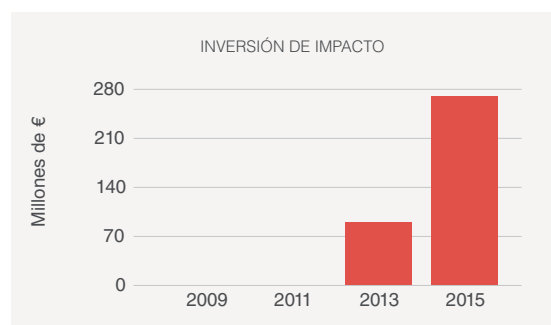
Permiten a los inversores financiar proyectos, que persiguen mejorar el estado de determinadas cuestiones sociales de especial interés para la Administración Pública, la cual fija unos objetivos sociales previos a conseguir. Si se alcanzan los objetivos sociales, la Administración reembolsa a los inversores su inversión inicial, además de una rentabilidad por el riesgo que corrieron.

Para más información sobre las inversiones de impacto, en 2015, Spainsif publicó un informe sobre este tipo de inversiones, escrito por la UNED, en el que se aborda de manera detallada el mercado de las inversiones de impacto en España.

Con respecto a los datos de los estudios de Eurosif, las inversiones de impacto en España, no han contabilizado ningún volumen hasta el año 2013. En 2015, la inversión de impacto alcanzó 267 millones de euros, siendo una de las estrategias que más han crecido, alcanzando un crecimiento del 75%, según la tasa CAGR.

GRAF. 9

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS BAJO
UNA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN DE IMPACTO



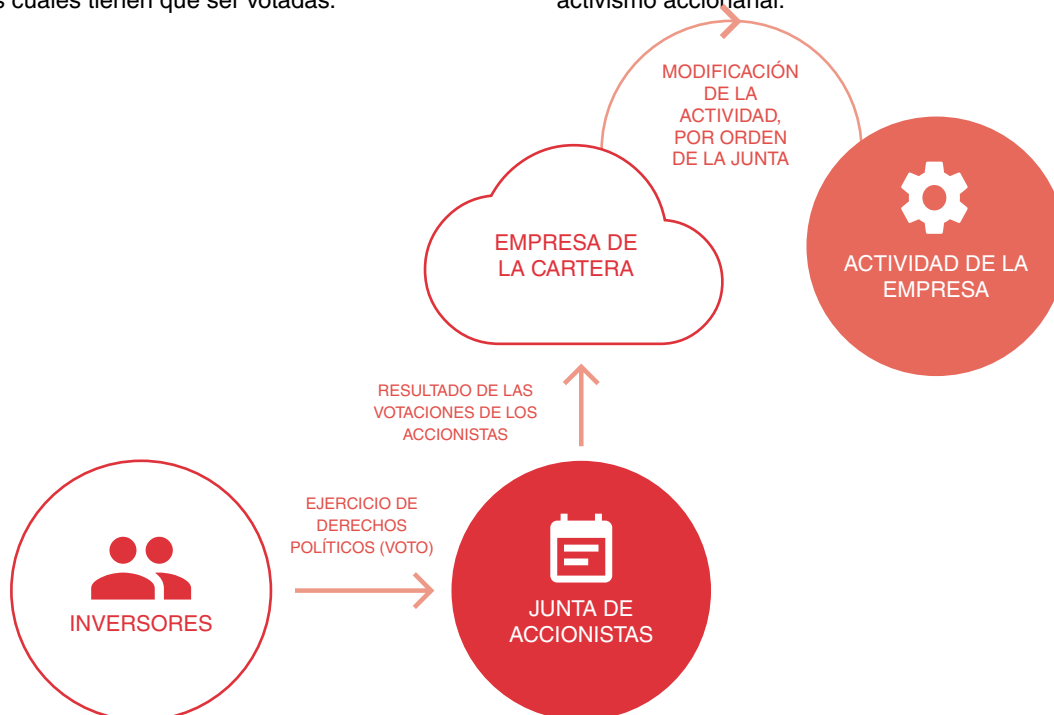
Engagement y Voto

Estas dos estrategias, son de las más avanzadas en ISR y típicamente se han contabilizado juntas debido a que están muy relacionadas.

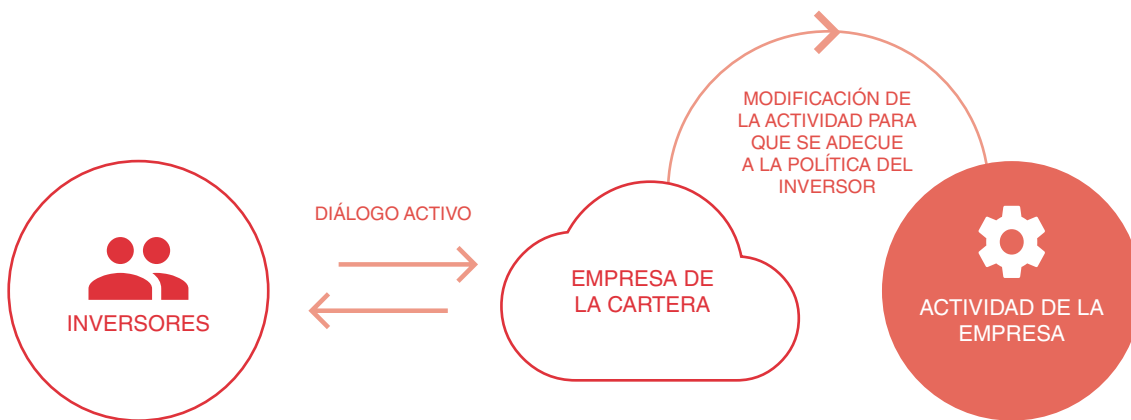
El voto se refiere a la capacidad que tienen los accionistas de ejercer el derecho de voto en las juntas de accionistas, órgano de administración en el que los accionistas de la empresa pueden votar las decisiones del consejo de administración de la empresa. Los accionistas de cierto peso en el accionariado pueden plantear preguntas en la junta, las cuales tienen que ser votadas.

En los últimos tiempos, los inversores están tomando cada vez más conciencia de que los criterios ASG pueden afectar, por un lado, a su reputación como inversor y por otro al binomio rentabilidad-riesgo de sus inversiones.

Cada vez más están ejerciendo su derecho a voto, incluyendo preguntas relacionadas con los criterios ASG en el orden del día de la junta de accionistas, votando en contra de ciertas decisiones del consejo de administración. Esto último se conoce como activismo accionarial.



El *engagement*, o diálogo activo, es una modalidad que ha surgido como respuesta de las empresas a esta corriente de voto activo en las juntas de accionistas. Esta estrategia se centra en abrir una línea de comunicación con el inversor, para que le planté a la empresa las cuestiones y opiniones que tiene antes de que estas preguntas sean formuladas en la junta de accionistas. La empresa, en muchas ocasiones, puede modificar ciertas actividades o comportamientos para ajustarse a los requerimientos de sus inversores, asegurándose, de esta forma, juntas de accionistas exitosas, fidelizando a sus principales inversores en el proceso.



Estas dos estrategias, necesitan para funcionar que los inversores que las practican tengan el peso suficiente en la junta de accionistas. Ya que llegado el momento en el que el inversor decidiera desinvertir en la empresa, este hecho tiene que ser lo suficiente problemático para el consejo de administración. Por lo que, el *engagement* y el voto han estado reservadas a los inversores institucionales.

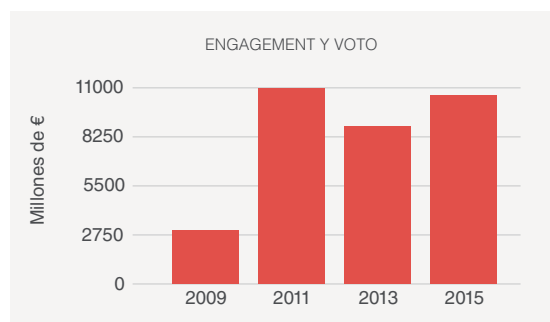
En los últimos años, estas estrategias han empezado a calar entre los inversores *retail*, a través del desarrollo de *proxy advisors* y de la proliferación de asociaciones entre inversores *retail* concienciados con los criterios ASG dentro de asociaciones o instituciones de inversión.

En España, los principales inversores institucionales que han apoyado estas dos estrategias han sido los planes de pensiones de empleo que, a través de sus Comisiones de Control, han impulsado iniciativas de *engagement* y voto relacionados con aspectos sociales y de gobernanza dentro de las empresas donde invierten.

Atendiendo al volumen bajo gestión y al crecimiento, podemos observar una tendencia positiva. La media de crecimiento, ha sido del 28% desde el 2009, consiguiendo un crecimiento del 7% entre 2013 y 2015.

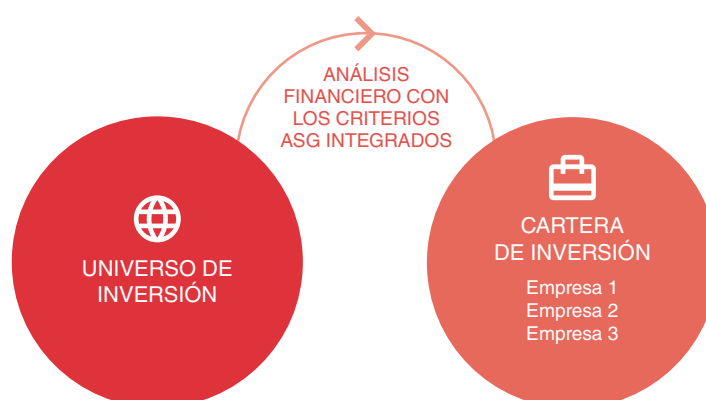
GRAF. 10

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS BAJO UNA ESTRATEGIA DE ENGAGEMENT Y VOTO



Integración ISR

La integración ISR es una de las estrategias más avanzadas y óptimas. La integración trata de incluir un análisis extra-financiero, dentro del análisis financiero que realiza el inversor, para seleccionar las empresas y proyectos que va a incluir en su cartera.



En la actualidad los inversores institucionales ya incluyen el análisis extra-financiero en su análisis financiero.

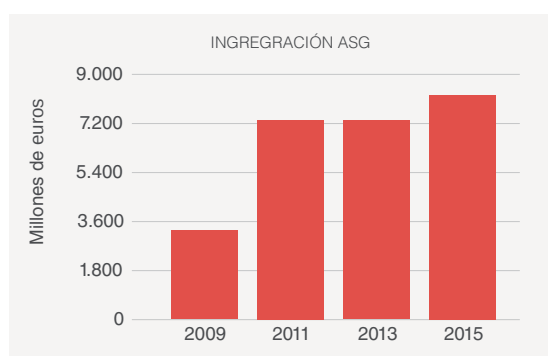
La integración ISR tiene varias modalidades de inclusión dentro del análisis financiero, siendo pasos que el inversor está dando hacia la total integración de los criterios ASG en su análisis financiero.

La aproximación más sencilla, trata de incluir un análisis ex-post de los criterios ASG. Este análisis se centra, una vez decididas las empresas y proyectos que van a ser incluidos en la cartera por sus criterios financieros, en realizar un filtro ASG en el cual se van a excluir aquellas empresas y proyectos que no alcancen una cierta puntuación, dentro de un baremo realizado por el propio inversor.

Otra forma de acercamiento a la integración es la de realizar un filtro ASG anterior al análisis financiero de las empresas y proyectos. En este caso, se van a incluir en el análisis financiero las

GRAF. 11

VOLÚMENES DE ACTIVOS GESTIONADOS
BAJO UNA ESTRATEGIA DE INTEGRACIÓN ASG



empresas y proyectos que mejores comportamientos ASG consigan según el baremo del inversor. Realizando con posterioridad el análisis financiero, que en el caso de que de un resultado positivo, esa empresa o proyecto pasará a la cartera de inversión.

Esta forma de integración es muy parecida al *Best-in-Class*, aunque, en este caso, no sólo se van

a tomar las empresas y proyectos de la cartera por su comportamiento ASG, sino que, además, se realiza un análisis financiero posterior.

La aproximación óptima a la integración ISR es aquella en la que no existe distinción entre el análisis extra-financiero y el análisis financiero.

Análisis del Mercado Español /

Análisis según Segmentación del Mercado

En esta parte del análisis, se presentan los datos del estudio de Eurosif según el tipo de inversor.

En primer lugar, las gestoras de activos, las entidades financieras y los planes de pensiones de empleo, son los principales actores del mercado de la ISR en España.

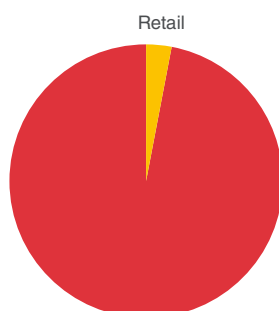
En segundo lugar, la distribución de activos ISR, tiene como principal tipología de activos a la renta fija, con un 62% del total del volumen del patrimonio gestionado según estrategias ISR.

Aunque, desde 2009, su representación en el total del mercado ha seguido una tendencia de decrecimiento. Sin embargo, la renta variable ha seguido una tendencia de crecimiento, llegando en 2015 a representar el 30% del total del volumen de inversiones ISR.

Por último, otros tipos de inversión, como las realizadas en activos alternativos, inmobiliarios, garantizados y monetarios, han visto incrementado su porcentaje sobre el total en el último estudio, creciendo desde el 5% en 2013, al 7% en 2015.

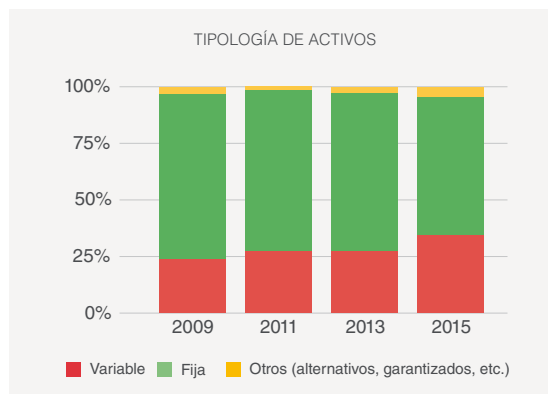
GRAF. 12

TIPOLOGÍA DE LOS INVERSORES ISR EN ESPAÑA



GRAF. 13

TIPOLOGÍA DE LOS ACTIVOS BAJO GESTIÓN ISR EN ESPAÑA



Análisis Cualitativo

Este análisis pretende profundizar en los aspectos cualitativos de las diferentes estrategias ISR, comparando la situación en España con la del conjunto de Europa.

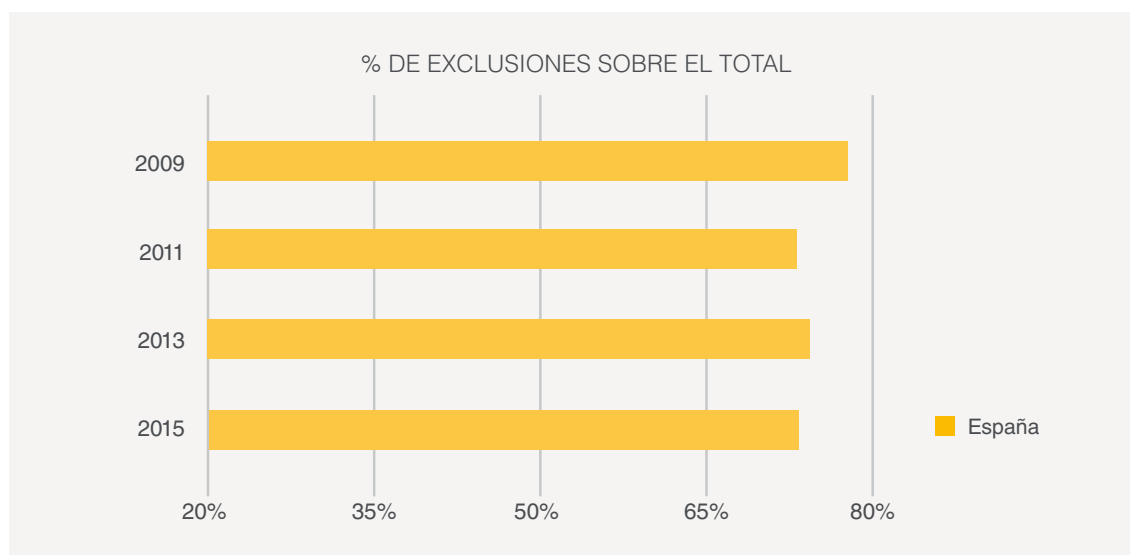
Análisis Cualitativo /

Exclusiones

Las exclusiones en España, son la principal estrategia seguida por los inversores ISR. En Europa el resultado es similar siendo las exclusiones la estrategia más utilizada.

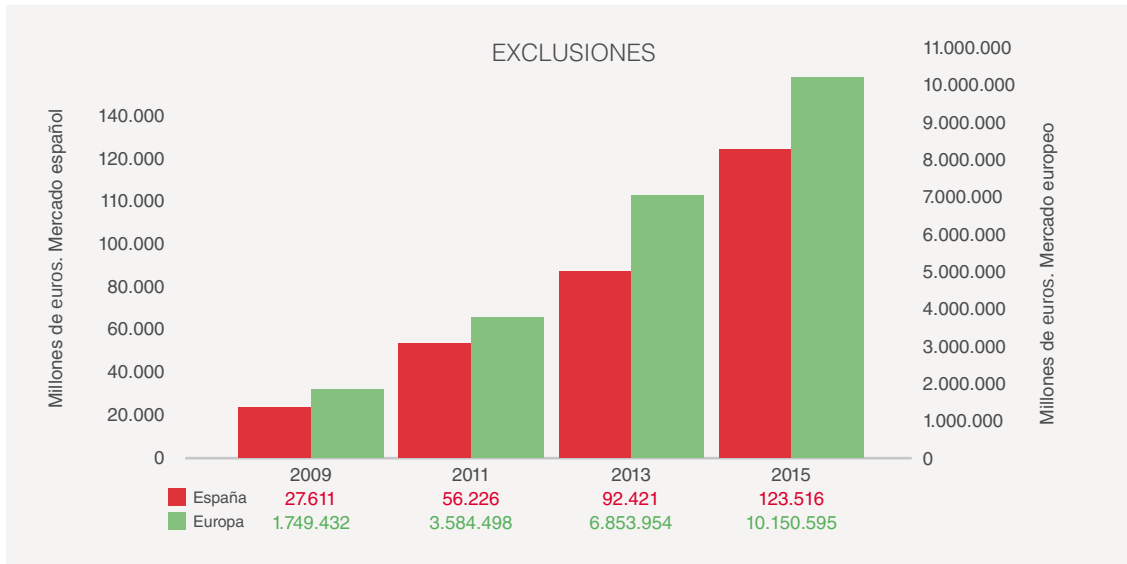
GRAF. 14

IMPORTANCIA DE LA ESTRATEGIA DE EXCLUSIÓN SOBRE EL TOTAL
DE ACTIVOS BAJO GESTIÓN ISR EN ESPAÑA



GRAF. 15

COMPARACIÓN DE VOLUMENES DE ACTIVOS BAJO EXCLUSIONES ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



Sin embargo, comparando los datos de crecimiento, las exclusiones en España describen una trayectoria negativa en la horquilla temporal valorada, reduciendo su crecimiento del 43% en 2011 a un crecimiento del 14% en 2015.

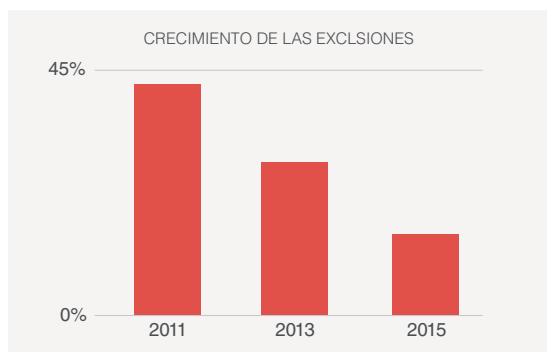
Este dato significa que el crecimiento del conjunto de la ISR está empezando a deberse al crecimiento experimentado por estrategias más avanzadas.

En relación a cuáles son las exclusiones más comunes, el 21% del total de activos bajo esta estrategia excluye la producción y comercio de armamento, seguida por la producción de energía nuclear y el juego.

En Europa, sin embargo, aunque las armas también son la exclusión más común, en segunda posición encontramos el sector tabacalero.

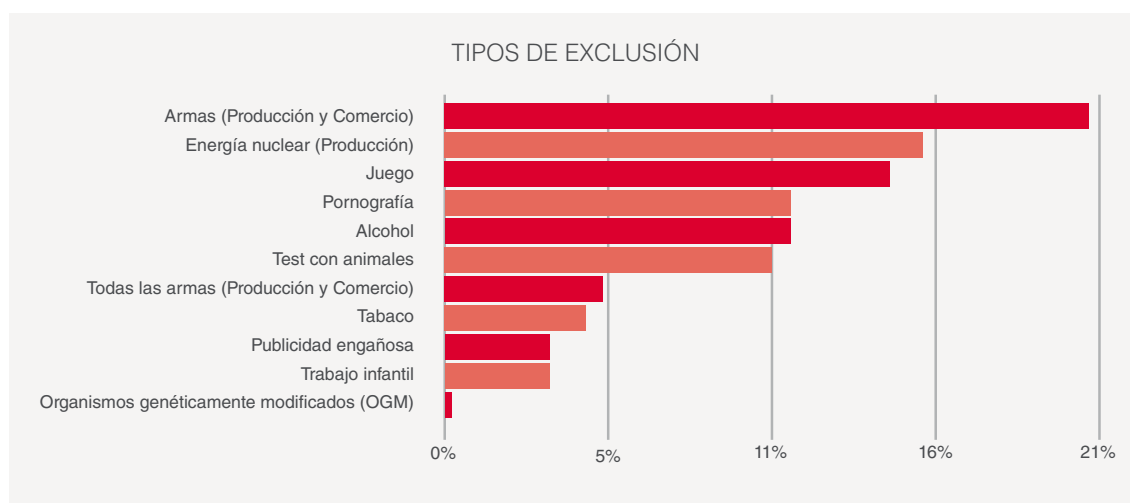
GRAF. 16

EVOLUCIÓN DE LA TASA CAGR DE LA ESTRATEGIA DE EXCLUSIÓN EN ESPAÑA



GRAF. 17

DISTRIBUCIÓN DE LAS EXCLUSIONES POR ORDEN DE IMPORTANCIA



Focus

Fenómenos de desinversión en combustibles fósiles por parte de inversores de gran peso internacional.

El acuerdo de la COP21 de París ha supuesto la ratificación oficial de un movimiento global, referente a limitar el aumento de temperatura global debido al cambio climático antropogénico.

Este movimiento cobró fuerza a partir del último informe del IPCC¹⁸ (2014), que demostraba, con un intervalo de confianza del 95%, la existencia de un calentamiento global producido por la acción del ser humano.

La limitación de la temperatura global, como tesis para parar el cambio climático, ha hecho que la comunidad científica investigue sobre las consecuencias de implantar este límite sobre la sociedad, el medio ambiente y la economía.

A raíz de esta investigación, se han publicado varios artículos en revistas científicas, sobre las consecuencias que tendría implantar un límite obligatorio al aumento de la temperatura global en distintos sectores.

En 2009, la revista científica *Nature*, una de las revistas científicas más prestigiosas a escala mundial, publicó un artículo que ponía de manifiesto un grave problema económico relacionado con limitar el aumento de temperatura^{19 y 20}. Este artículo concluía que para poder llegar a cumplir un hipotético límite de aumento de temperatura de 2°C el 80% de las reservas de combustibles fósiles no podrían utilizarse.

¹⁸ Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio

¹⁹ Greenhouse-gas emission targets for limiting global warming to 2°C

²⁰ Warming caused by cumulative carbon emissions towards the trillionth tonne



Esta conclusión recaló en los inversores que invertían en combustibles fósiles, debido al buen comportamiento del binomio rentabilidad-riesgo de este sector de actividad, poniendo en marcha procesos de desinversión, atendiendo al aumento del riesgo sistémico en el sector.

Debido a la presión política y social, con el objetivo de alcanzar el límite de temperatura acordado, los mercados están reaccionando, con iniciativas de desinversión en los sectores relacionados con la producción y utilización de combustibles fósiles.

Como muestra de las iniciativas reguladoras que promueven este proceso de cambio, merece la pena mencionar la Ley de Eficiencia Energética del gobierno francés, la cual les requiere a los inversores institucionales a que rindan cuentas sobre el impacto en el clima de sus políticas de inversión.

Las campañas de desinversión, comenzaron a producirse entre los inversores más socialmente responsables, como congregaciones religiosas, fondos de pensiones de empleados, o fondos de universidades, pero tras la ratificación del límite de 2°C, muchos grandes inversores han comenzado a desinvertir en este tipo de producto, entre ellos BlackRock, el Fondo Noruego de Pensiones o la Fundación Rockefeller.

Estos fenómenos de desinversión, son estrategias de exclusión, ya que excluyen de las carteras de inversión una serie de empresas debido a la actividad que llevan a cabo.

Screening Basado en Normas

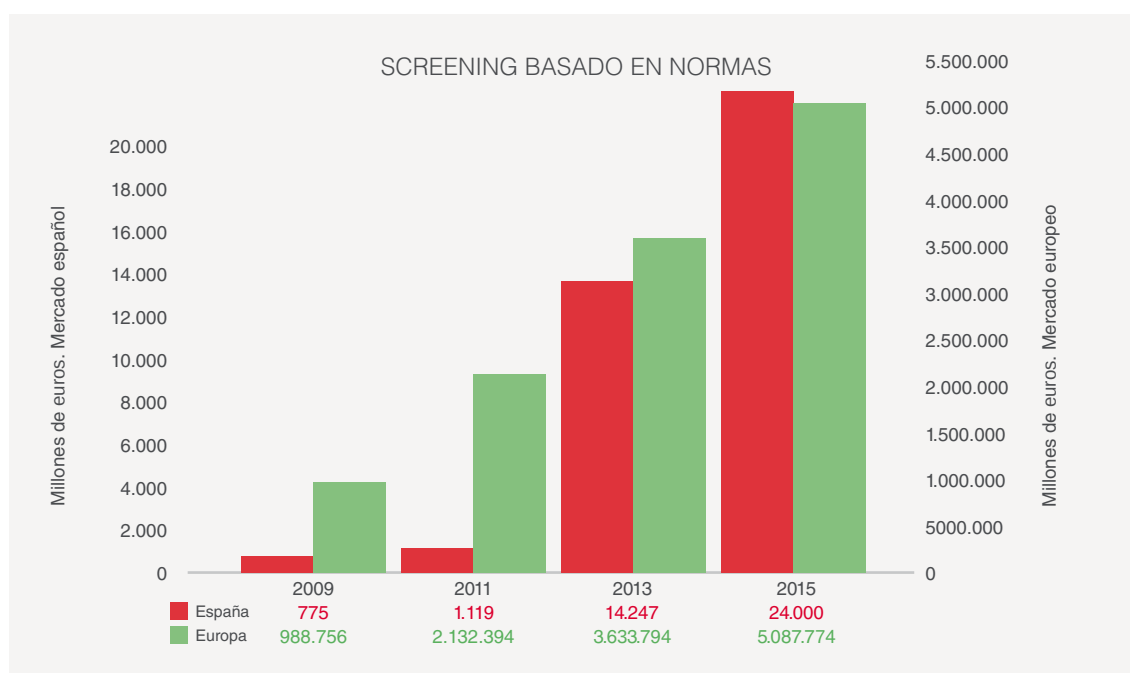
Esta estrategia representa de forma global un 13% del total de los activos bajo gestión ISR (según datos de GSIA). Situación muy similar a la que ocurre en el mercado español, país en el cual, en el año de realización del estudio GSIA (datos del 2013), suponía el 11% del total de los activos bajo gestión ISR.

La tasa de crecimiento CAGR en 2015 fue de un 30% en España y de un 18% en Europa.

Estas diferencias de crecimientos se deben a que en España el *screening* basado en normas está menos desarrollado y por tanto tiene más capacidad de crecimiento que en Europa, aunque en ambas regiones sea de las estrategias más utilizadas.

GRAF 18

COMPARACIÓN DE VOLÚMENES DE ACTIVOS BAJO
SCREENING BASADO EN NORMAS ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



A nivel europeo, el crecimiento se situó en el 31% entre 2011 y 2013, mientras que, en el mercado español, se situó en un 256,8%, aunque en el caso de España hay que subrayar que el volumen de activos previos era bajo.

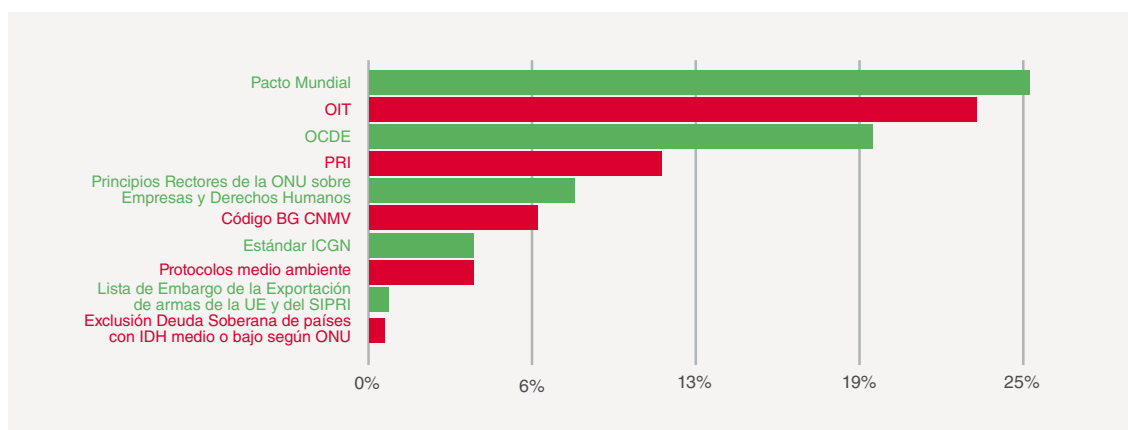
²¹ Dato extremadamente alto o bajo. En este caso que en España hubiese un crecimiento del 258,8% hace que la tendencia no pueda observarse de forma adecuada

En Europa, si atendemos a las tasas de crecimiento, en las que no ha habido un *outlayer*²¹ como el obtenido en España, esta estrategia está teniendo una tendencia de crecimiento negativa, al igual que ocurría en el caso de las exclusiones, debido al desarrollo de otras estrategias más avanzadas, como la integración de criterios ASG o las inversiones temáticas y de impacto.

Las normas más seguidas en España son el Pacto Mundial y las directrices de la OIT, seguidas de las directrices de la OCDE y en menor medida los PRI. En Europa, la utilización de las normas es similar a la de España, con el Pacto Mundial como la norma más utilizada, las directrices de la OIT como segunda norma y las directrices de la OCDE como tercera.

GRAF. 19

DISTRIBUCIÓN DE LA UTILIZACIÓN DE NORMAS INTERNACIONALES PARA REALIZAR UN SCREENING BASADO EN NORMAS



Focus

Directiva de Divulgación No-Financiera

La Directiva de divulgación de información no-financiera tiene su origen en la propuesta de la Comisión Europea del 16 de abril de 2013, para mejorar la transparencia en el ámbito social y ambiental.

Esta propuesta tiene como objetivo modificar la legislación vigente sobre contabilidad, con la finalidad de mejorar la transparencia de las grandes empresas, las cuales tendrán que informar sobre las estrategias, riesgos y resultados referentes a los aspectos ambientales, sociales, laborales, de

derechos humanos, lucha contra la corrupción y apoyo a la diversidad en los consejos de administración.

El Parlamento Europeo, dentro de este marco, aprobó el 15 de abril de 2014 la Directiva sobre divulgación de información no-financiera²².

Esta Directiva afecta a las empresas de la Unión Europea con más de 500 empleados, lo que supone aproximadamente 6.000 empresas. Es una norma

²² Directiva de divulgación de información no-financiera

pionera en el ámbito de la divulgación no-financiera, al ser de obligado cumplimiento y uno de los primeros estándares oficiales en esta materia.

no-financiera entre distintos países y sectores, igual que hacen con la información financiera, mejorando la fiabilidad y la calidad de esta información.

Gracias a esta norma, los inversores van a tener la capacidad de poder comparar la información

Análisis Cualitativo /

Best-in-Class

Los activos bajo gestión que siguen la estrategia *Best-in-Class*, a escala global movilizan 992.000 millones de dólares (894.000 millones de euros) en 2013, según datos de GSIA, lo que supone un 4,6% del total de los activos bajo gestión ISR a nivel global.

Esta pérdida de peso en el total de los activos ISR, no proviene de una pérdida de activos bajo gestión en la estrategia *Best-in-Class*, ya que el crecimiento ha sido constante, con una tasa CAGR del 18% en Europa y del 14% en España.

En Europa y España, la estrategia *Best-in-Class* supone un porcentaje menor del total de los activos ISR, representando en España, un 1,5%.

Esta pérdida de importancia se debe a que la tasa de crecimiento de esta estrategia ha sido menor que la del conjunto de las estrategias ISR, lo que ha hecho que la importancia de esta estrategia disminuya.

GRAF. 20

COMPARACIÓN DE VOLÚMENES DE ACTIVOS BAJO BEST-IN-CLASS ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



Una de las posibles explicaciones del por qué no se utiliza más la estrategia *Best-in-Class*, se debe a que muchos de los gestores e inversores que la utilizan no sólo realizan un análisis extra-financiero, sino que incluyen este *screening* dentro de su análisis financiero, filtrando antes o después de llevarlo a cabo y, por tanto, incluyen el *Best-in-Class* dentro de una estrategia de integración ASG. Relacionando únicamente la estrategia *Best-in-Class* con aquellas inversiones de gestión pasiva que replican un índice bursátil de sostenibilidad.

Análisis Cualitativo /

Inversión Temática

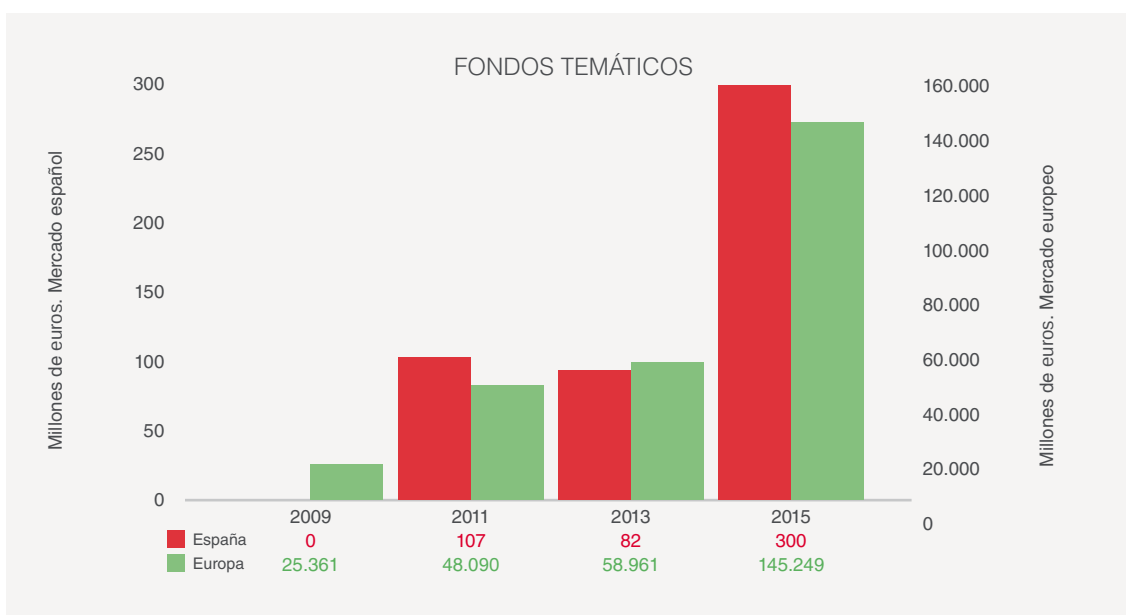
Esta estrategia tiene un perfil de inversor muy específico que hace que su volumen de activos de forma global no alcance el 1% del total del mercado ISR.

En España y Europa, esta tendencia es similar, dado que principalmente toman la forma de fondos de inversión para clientes institucionales.

Centrándonos en España, en 2009 no reflejaban volumen para las inversiones temáticas, aunque esto no quiere decir que no hubiese productos comercializados en España siguiendo esta estrategia, sino que hasta 2009, todos los productos de inversión temática estaban registrados en otros países y se contabilizaban en la información de este otro país.

GRAF. 21

COMPARACIÓN DE VOLUMENES DE ACTIVOS EN FONDOS TEMÁTICOS ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



La tasa de crecimiento ha experimentado un gran impulso, pasando en el mercado español de una tasa negativa en 2013, a una tasa de crecimiento de más del 40% en el 2015, más del doble del crecimiento general de la ISR en España.

Este crecimiento viene motivado por el impulso de medidas para luchar contra el cambio climático de la comunidad internacional y los problemas de gestión medioambiental que cada vez están teniendo mayores consecuencias.

Focus

Fondos temáticos para la gestión sostenible del agua

Ante la necesidad que tiene la sociedad de hacer frente a un déficit global de agua del 40% en 2030, es imprescindible la administración de este recurso de forma sostenible.

Según declaraciones de la Directora General de la UNESCO, Irina Bokova: “Los recursos hídricos son un elemento clave en las políticas de lucha contra la pobreza y a veces se ven amenazados por el desarrollo. Ante el constante aumento de la demanda de agua y la explotación excesiva de las reservas subterráneas, tenemos que cambiar nuestro modo de llevar a cabo la evaluación, gestión y utilización de este recurso del que depende nuestro futuro”.

Existen vínculos complejos entre el acceso al agua y el desarrollo, dado que son muchos los sectores productivos que utilizan el agua como materia prima. Por ejemplo, en la industria alimentaria el agua se utiliza directamente para regar campos agrícolas, y como parte de los procesos de producción, así como en la industria energética, como refrigerante de las centrales nucleares y térmicas.



Además, el aumento de la población mundial hace que la demanda global de este recurso, tanto desde el ámbito de consumo humano como desde el industrial, esté creciendo y se proyecta que para 2050 esta demanda haya aumentado en un 55%.

Esta situación generará un déficit que va a tener un alto coste ambiental, si no se comienza a gestionar el agua de forma sostenible.

Este marco, ya de por sí poco alentador, se agrava con el efecto del cambio climático, ya que al incremento de la demanda y del déficit hay que sumarle efectos como la mayor variabilidad de las precipitaciones o el aumento de las temperaturas, que van a provocar una mayor evaporación en el suelo y una mayor transpiración de las plantas.

Ante lo señalado, existe un alto nivel de concienciación respecto a la urgencia de una transición a modos de producción sostenibles, que van a tener un coste en inversión, pero que tienen la capacidad de generar un círculo virtuoso, en el que inversores con visión a largo plazo van a poder generar rentabilidades atractivas, apoyando proyectos de gestión sostenible del agua.

Por esto, cada vez más inversores institucionales, están creando fondos de inversión destinados a financiar proyectos de gestión sostenible del agua.

Dado que el agua es un recurso escaso y necesario para la supervivencia de los seres humanos, es importante recalcar que las inversiones en este sector deben de sustentar proyectos sostenibles y responsables, atendiendo a los criterios ASG.

Análisis Cualitativo /

Inversión de Impacto

Las inversiones de impacto en España han empezado a contabilizar activos bajo gestión desde hace menos de cinco años. Este tipo de estrategia es de las más difíciles de medir a través de la metodología que hemos utilizado, debido a su heterogeneidad y a la variedad de sus inversores.

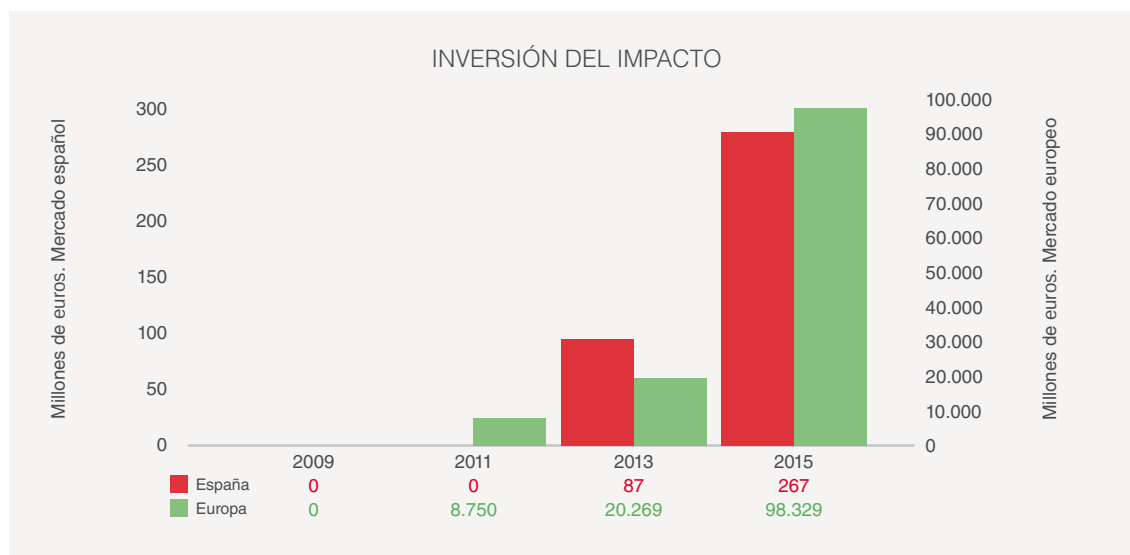
Cuando hablamos de heterogeneidad nos referimos a que, dentro de la definición de inversión de impacto, tenemos un gran número de tipos de producto, desde bonos verdes a fondos de capital riesgo social. Con respecto a la variedad de los inversores, en la actualidad no existe un perfil

homogéneo de inversor de impacto. En este mercado, se pueden encontrar desde inversores institucionales que invierten grandes sumas de dinero en bonos verdes y sociales, entidades microfinancieras cuya principal actividad es la financiación de proyectos en países emergentes a través de microcréditos, fundaciones y *families office* que invierten en capital riesgo social, bonos sociales y bonos de impacto social, hasta individuos que financian proyectos a través del *crowdfunding* o *crowlending* social.

En Europa el crecimiento también es prometedor alcanzando en la última medición los 98.000 millones de euros.

GRAF. 22

COMPARACIÓN DE VOLUMENES DE ACTIVOS EN
INVERSIÓN DE IMPACTO ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



Focus

Caso de estudio. Bono Social del ICO

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) se ha consolidado como referente en el mercado de la inversión de impacto en España, al ser el primer emisor nacional de un bono social.

A principios de 2015, el ICO emitió 1.000 millones de euros en bonos sociales, consiguiendo una demanda de 2.000 millones de euros.

El primer bono social del ICO se emitió a un plazo de tres años, con un cupón anual del 0,5%. Credit Agricole, Goldman Sachs Internacional, HSBC y el Banco Santander, han sido los principales bancos directores de esta operación.

Con respecto al tipo de inversor, el bono ha sido comprado por gestoras de fondos (un 33% del total), instituciones públicas (30%), compañías de seguros y fondos de pensiones (19%), bancos centrales (15%) y bancos privados (3%).

Concerniente a la diversidad geográfica, un 74% se ha suscrito por inversores europeos (alemanes (15% del total), españoles (15%), británicos (11%) franceses (11%), daneses (7%), escandinavos (5%) y otros países europeos (10%)), el 25% ha sido suscrito por inversores de Asia y Oriente Medio y un 1% por inversores americanos.

Este producto tiene como objetivo la creación o el mantenimiento del empleo en las regiones españolas más desfavorecidas económicamente. Como sesgo de medida, el ICO ha elegido aquellas regiones cuya renta per cápita está por debajo de la media nacional. Estas regiones, de media, tienen un paro del 19%.

El ICO se ha comprometido a utilizar estos fondos para financiar, a través de sus líneas de mediación, pymes localizadas en estas regiones, aunque han excluido a empresas de ciertos sectores, al no considerarlos socialmente responsables.

Este bono social, ha sido calificado por parte de la empresa Sustainalytics, la cual ha auditado externamente el producto y a la organización otorgando al ICO la calificación de "Emisor socialmente responsable".



Por último, como parte de la política de comunicación, el ICO se ha comprometido a publicar el destino de la inversión (por región y sector), incluyendo el número de pymes financiadas y el número de empleados en ellas, que serán enviadas a los inversores en el informe trimestral. Además, se publicará un documento de revisión anual por Sustainalytics, certificando si la financiación otorgada a una pyme cumple sus criterios de elegibilidad.

Otra iniciativa de emisión de bonos sociales en España, la protagonizó KutxaBank que en 2015 emitió 1.000 millones de euros en bonos para proyectos socialmente responsables, con un plazo de amortización de diez años.

Análisis Cualitativo /

Engagement y Voto

Según las cifras de volumen de activos bajo gestión en estas estrategias, vemos que en el mundo, estas dos estrategias suponen el 33% de todo el volumen de activos ISR, según los datos de 2013 de GSIA.

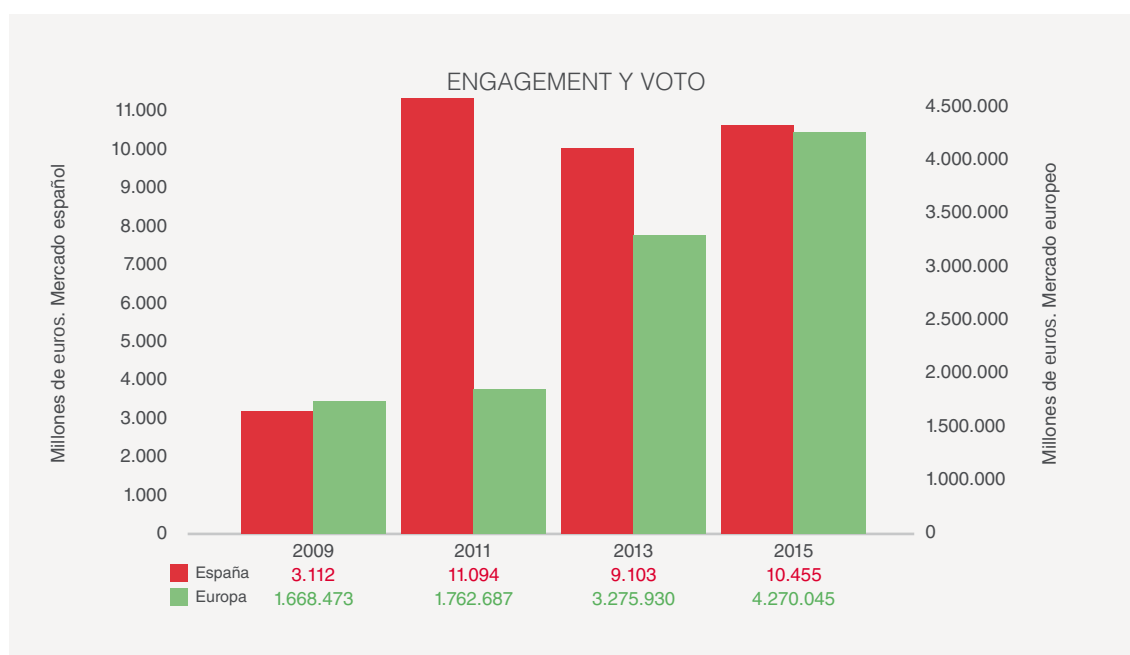
En Europa, es la tercera estrategia más utilizada y en España representa el 6% del volumen de activos ISR en 2015.

Estas estrategias son difíciles de cuantificar ya que a diferencia de otras estrategias ISR, estas no tienen un carácter tan centrado en los activos destinados a la ISR.

Es posible que los inversores cuantifiquen estas estrategias por el número de juntas en las que han ejercido el derecho al voto, por el porcentaje de los inversores que han votado en contra del consejo de administración, o por el número de empresas con las que han tenido contactos a lo largo de un ejercicio. Siendo estas variables difíciles de monetizar y sus efectos tienen más que ver con la estrategia y política del inversor, que con los patrimonios que manejan.

GRAF. 23

COMPARACIÓN DE VOLÚMENES DE ACTIVOS
EN ENGAGEMENT Y VOTO ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



Análisis Cualitativo /

Integración ASG

De forma global, la integración en 2013 fue la segunda estrategia que más creció, por detrás de la inversión temática y es la segunda estrategia más utilizada tras las exclusiones.

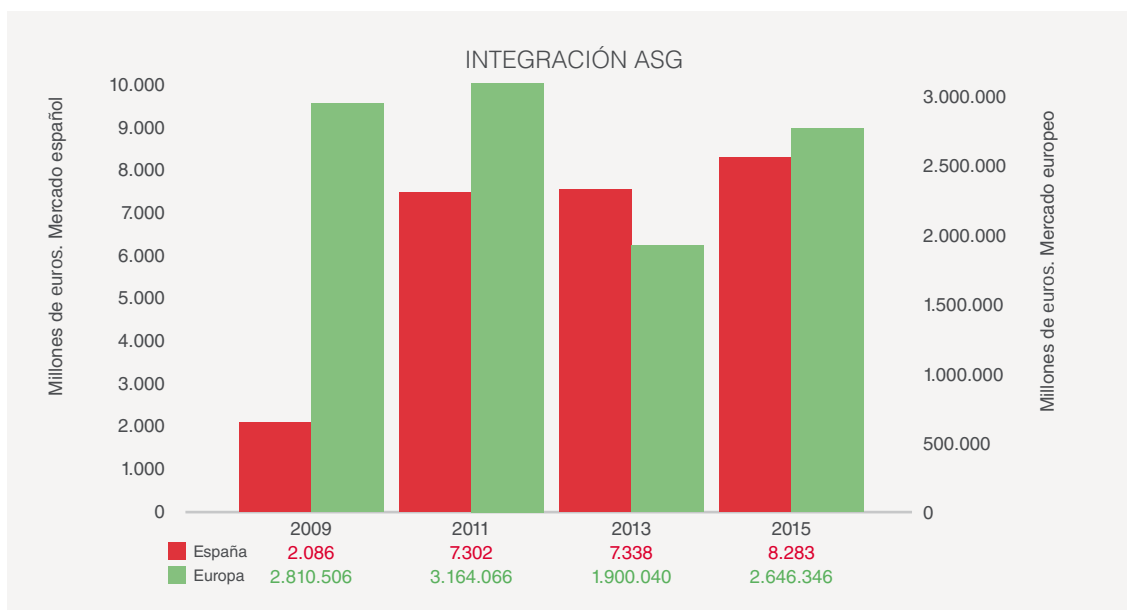
En Europa, también es una de las estrategias con mayor peso, siendo la cuarta estrategia más utilizada.

Existen evidencias de que integrar criterios ASG en el análisis financiero, genera mayores

rentabilidades, controlando de mejor forma el riesgo, que las inversiones que sólo atienden a un análisis financiero tradicional. Aunque, todavía queda camino por recorrer, debido a que no existen indicadores ASG estandarizados y la calidad de los indicadores que existen no es la misma que la calidad que tienen los indicadores financieros.

GRAF. 24

COMPARACIÓN DE VOLUMENES DE ACTIVOS BAJO
INTEGRACIÓN ASG ENTRE ESPAÑA Y EUROPA



* En el estudio de 2014 el criterio de inclusión para la integración ASG se endureció provocando la reducción de activos que se observa para los datos europeos en el gráfico 24.

Desarrollo Normativo

Este apartado no pretende ser una revisión exhaustiva de la normativa ISR, pero hemos creído conveniente dedicar una parte del estudio a los desarrollos normativos más destacados.

Desarrollo Normativo /

Marco Normativo Europeo

En cuanto al marco normativo europeo, tiene una especial relevancia el que se encuentra en relación con la transparencia de información y las medidas de protección de los inversores. La Unión Europea ha dado recientemente pasos encaminados hacia la mejora de la información pública emitida tanto por las empresas como por los inversores.

En la Comunicación de 25 de octubre de 2011 sobre la Responsabilidad Social Empresarial, la Comisión Europea informó sobre que “La rendición pública de información social y ambiental, incluyendo la relacionada con el clima, puede facilitar la implicación con las partes interesadas y la identificación de riesgos relevantes en materia de sostenibilidad.

Constituyendo un elemento importante en la rendición de cuentas y pudiendo contribuir al aumento de la confianza del público en las empresas. Esta información debe responder a las necesidades de las empresas y otras partes interesadas, siendo significativa y de recopilación eficiente en costes.”

Esta comunicación tuvo como desarrollo legal, la aprobación en 2013 de la Directiva de información no-financiera, que será de aplicación a partir de 2017.

La Directiva modifica la legislación vigente sobre contabilidad, con la finalidad de mejorar la transparencia de las grandes empresas, las cuales tendrán que informar sobre las estrategias, riesgos y resultados referentes a los aspectos ambientales, sociales, laborales, de derechos humanos, lucha contra la corrupción y apoyo a la diversidad en los consejos de administración. Gracias a esta norma, los inversores van a tener la capacidad de poder comparar la información no-financiera entre distintos países y sectores, igual que hacen con la información financiera, por lo que la fiabilidad y calidad de esta información va a mejorar.

En relación con los inversores, la Comisión ha lanzado una propuesta legislativa para hacer que sea obligatorio que el inversor individual sea informado sobre cómo los temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) se tienen

en cuenta en sus inversiones, tanto en los fondos de inversión como en otros productos de inversión.

En este sentido, la Asociación Europea de Gestores de Patrimonios (EFAMA) ha planteado sus propuestas para incluir los aspectos ASG en el KIID²³.

La propuesta del 3 de julio de 2012 está recogida en el Documento de Información Clave (KIID en inglés) de productos de inversión, vinculada a una iniciativa más amplia para crear un entorno normativo sostenible y satisfactorio para la divulgación de información en relación con los productos de inversión para particulares.

Alemania

El mercado ISR y la implementación de la RSC no están muy regulados en Alemania y se refieren a requerimientos de información.

En 2004, se adoptó una normativa legal respecto a la RSC por la que las grandes gestoras de patrimonios deben informar en sus informes anuales de los resultados no-financieros relacionados con el medioambiente o las relaciones laborales.

Otras dos normativas establecen la obligación de informar públicamente sobre los criterios éticos, sociales, y ecológicos tenidos en cuenta en la realización de las inversiones en los planes de ahorro. La de 2001 para los fondos de pensiones (*Pensionsfonds*) y su ampliación en 2005 a las instituciones de pensiones (*Pensionskassen*), así como al seguro directo (*Direktversicherer*).

Austria

En Austria existen normas de información ASG, cuando hay una política de inversión al respecto. Austria se caracteriza por sus certificaciones, la primera es la proporcionada por la Sociedad Austriaca por el Medioambiente y la Tecnología (ÖGUT). Esta Sociedad concede una certificación de sostenibilidad a los sistemas de pensiones de empleo y a los fondos acumulados para el fin de la relación laboral. Otra de las certificaciones se denomina "*Umweltzeichen*", que es un *label* del Estado en calidad ambiental para toda clase de productos, incluidos los financieros. Pueden solicitar el *label* los fondos sostenibles con un enfoque ético y ecológico, así como los fondos temáticos relacionados con la sostenibilidad (agua, cambio climático, energías renovables, tecnología ambiental).

Bélgica

Bélgica tiene legislación en vigor que prohíbe a los gestores de patrimonios invertir en armamentos prohibidos por las convenciones internacionales como las bombas de racimo y las minas antipersona. También prohíbe el armamento con uranio empobrecido desde 2009.

²³ Artículo de EFAMA "Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure"

Dinamarca

No hay legislación especialmente relevante en materia de ISR, aunque sí existe una previsión legal para informar sobre la política ISR que se aplica, en el caso de que se aplique alguna.

Finlandia

El desarrollo en Finlandia no responde a mandatos legales sino a las prácticas y la promoción tanto del FinSif como de la iniciativa PRI. Al igual que los otros países nórdicos, la ISR se centra en el filtrado por comportamientos éticos, medioambientales y sociales.

Francia

Francia se caracteriza por la existencia de una amplísima gama de ayudas públicas destinadas tanto a las empresas como a la inversión, con un objetivo claro, la promoción, la prospección y la recepción de los inversores internacionales, a través de la coordinación de los diferentes actores que intervienen en la acogida de los inversores.

Uno de los principales motivos por los que Francia mueve un gran volumen en ISR es gracias a que ha ofrecido incentivos fiscales a las inversiones sociales (deducciones por inversiones en la comunidad).

A principios del año 2016, ha habido un importante paso normativo en el fomento de la ISR, dentro de la Ley de Transición Energética, la cual ha incluido un *label* de carácter público, para fondos de inversión ISR.

Otras dos normas francesas que afectan a la ISR son la Ley de julio de 2010 sobre la financiación de actividades relacionadas con determinadas armas (Minas antipersona y bombas racimo) y el artículo 224 de la Ley de julio de 2012 (*Grenelle II*) que obliga a las sociedades de gestión de patrimonios a indicar en su informe anual si tienen en cuenta o no los temas relacionados con el desarrollo sostenible. También el artículo 225 extiende progresivamente el *reporting* ASG a más empresas como pymes y no cotizadas (y el 226 a todas las empresas públicas). Esta legislación es bastante más precisa y exigente que la española por lo que, además de la transparencia, impulsa a desarrollar una política ISR.

Países Bajos

No existe legislación específica en relación con la ISR, aunque la administración se compromete a tener en cuenta los temas ASG y a aplicar los principios del Pacto Mundial y del PRI, además de contar con una normativa de exclusión de las armas controvertidas. Siendo de aplicación a todas las aseguradoras danesas asociadas, que representan más del 95% de las primas del mercado.

Italia

Los fondos de pensiones juegan un papel primordial en el desarrollo del mercado italiano. Desde 2010,

los fondos de pensiones incluyen cada vez más la ISR en sus estrategias y mandatos de inversión. La normativa italiana regula la información pública sobre prácticas ISR.

El Decreto Legislativo 32/2007 habilita la posibilidad para las empresas de integrar indicadores financieros con extra-financieros en relación con su actividad.

La opción sobre informar y la percepción sobre la relevancia de los temas ASG en la actividad empresarial es de los administradores.

Noruega

En Noruega no hay un marco legal formal sobre la ISR, sin embargo, el Fondo de Pensiones del Gobierno noruego²⁴ es un referente ISR internacional.

Otras entidades también realizan aportaciones importantes, como la aseguradora del sector público KLP²⁵, que tiene una desarrollada política de exclusión por comportamientos.

Suecia

En Suecia no hay un marco legal específico, aunque hay que destacar los esfuerzos de implicación que desarrollan apoyados en los inversores instituciones.

Suiza

Este país ratificó el tratado internacional de prohibición de bombas de racimo y la legislación correspondiente ya ha sido promulgada, se incluye la prohibición de financiar tales armas a través de inversiones directas o indirectas.

Por otro lado, en 2002 se aprobó la normativa “BVV 1”, que hace obligatorio que los fondos de pensiones suizos establezcan reglas para el ejercicio de los derechos como accionistas.

Reino Unido

La normativa de 2005 sobre Sistemas de Pensiones de Empleo y su extensión posterior a otros “*stakeholders*” y organizaciones caritativas, requiere a los sistemas de pensiones de empleo a que expliquen su política ISR, si la tienen, en la “declaración de principios de inversión”

No obstante, muy pocos inversores publican su lista de exclusiones, por lo que se tienen pocos datos concluyentes.

²⁴ Página web del fondo de pensiones del gobierno noruego

²⁵ Página web de KLP

Focus

Ley Francesa de Transición Energética

La Ley francesa de Transición Energética fue aprobada en julio de 2015. Esta ley pretende reducir en un 40% las emisiones de gases de efecto invernadero de aquí a 2030 y que sean una cuarta parte en 2050. Las energías renovables tienen que generar el 32% del total del consumo a finales de 2030 y el consumo de la energía final tiene que ser la mitad del actual en 2050.

En el ámbito de la ISR esta ley también es pionera, ya que en su artículo 173, modifica el código monetario y financiero francés incluyendo un párrafo sobre inversión con criterios ASG.

En enero de 2016, el gobierno de Francia aprobó un decreto que desarrolla el artículo 173 de la anterior ley, incluyendo una metodología de reporting ASG e inversiones en la economía del bajo carbono.

Además, incluye la creación de un *label* público, con el objetivo de ser entregado a los fondos ISR verificados por el estado francés. Este *label* es pionero en el mundo, ya que da validez institucional a los fondos de inversión que incluyan criterios ASG en su política de inversión²⁶.

²⁶ El Sif francés ha publicado un manual sobre las implicaciones de esta Ley para los inversores que se puede consultar en el siguiente [enlace](#)

Desarrollo Normativo /

Desarrollos Normativos en España

Estrategia estatal de responsabilidad social empresarial

En octubre de 2014, el Consejo de Ministros aprobó la Estrategia estatal de responsabilidad social empresarial (EERSE, en adelante), a desarrollar entre los años 2014 y 2020. Fue aprobada por el pleno del Consejo Estatal de Responsabilidad Social Empresarial (CERSE), en julio de 2014.

La EERSE dota a España de un marco común de referencia que permitirá armonizar las distintas actuaciones en relación a la Responsabilidad Social, desarrolladas tanto en el ámbito público como en el privado.

Se trata de una actuación que responde a las recomendaciones plasmadas en la Estrategia Renovada de la Unión Europea sobre Responsabilidad Social de las Empresas (RSE, en adelante), que insta a los países miembros a impulsar políticas nacionales en materia de RSE y que como ha manifestado la ministra de Empleo y Seguridad Social, Fátima Báñez “compromete a las empresas, las administraciones públicas y al resto de organizaciones para avanzar hacia una sociedad y una economía más competitiva, productiva, sostenible e integradora”.

Dentro de las diez líneas de actuación de esta estrategia, hay una dedicada a la ISR y la I+ D con dos objetivos principales.

El primero es crear una guía de buenas prácticas que sirva de instrumento para la inclusión, difusión y seguimiento de criterios ASG en las políticas de inversión de productos financieros y de ahorro.

El segundo es impulsar la ISR entre los inversores individuales.

En relación con esta línea de actuación, Spainsif y el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, firmaron un acuerdo de colaboración que entre otras medidas prevé poner al alcance de empresas y administraciones diferentes instrumentos para la inclusión, difusión y seguimiento de criterios ASG en las políticas de inversión de productos financieros y de ahorro, así como impulsar la ISR entre los pequeños inversores.

Igualmente, la colaboración entre el Ministerio de Empleo y Seguridad Social y Spainsif contempla la celebración de encuentros entre emprendedores e inversores socialmente responsables que sirvan para facilitar la relación entre inversores y emprendedores, que promuevan la difusión de proyectos y buenas prácticas que atraigan el interés internacional.

Por último, por medio del convenio, se impulsará el emprendimiento social que plantee propuestas económicas, sociales y medioambientalmente sostenibles, así como la promoción de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en las inversiones.

Código de buen gobierno corporativo

El nuevo Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, publicado en 2015 por la CNMV y elaborado por un grupo de expertos, tiene como objetivo unificar, actualizar y desarrollar los informes Olivencia, Aldama y el Código de Buen Gobierno de 2006.

Este código de carácter voluntario, amplía el marco normativo en materia de gobierno corporativo de obligado cumplimiento, que se materializó en la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, que modificaba la Ley de Sociedades de Capital en materia de gobierno corporativo.

El Código de Buen Gobierno agrupa sus recomendaciones en tres bloques. Uno de ellos de aspectos generales, otro sobre la junta general de accionistas y el tercero sobre el consejo de administración. Incorpora medidas de transparencia en las juntas de accionistas, medidas de composición, funcionamiento y evaluación de los consejos de administración, así como de la retribución de sus miembros, e incluye por primera vez aspectos de Responsabilidad Social.

A raíz de este código, la CNMV ha publicado varias guías de buenas prácticas, siendo la publicada en julio de 2016, para la aplicación del principio de cumplir o explicar, la que más relevancia tiene desde el punto de vista de la ISR. Esta guía proporciona una serie de criterios dirigidos a facilitar a las sociedades cotizadas el cumplimiento de la normativa que les es de aplicación sobre gobierno corporativo.

Reglamento de fondos de pensiones

El desarrollo de la ISR en el ámbito de los fondos de pensiones, concretamente en los fondos de

pensiones de empleo, ha servido para comenzar a legislar en materia de ISR.

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 en política de inversión de fondos de pensiones. La difusión de información se centra en el uso de criterios ASG.

Esta disposición final, que tiene su desarrollo en la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre la actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, en 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 incluye un nuevo apartado en su artículo 14, en el que las comisiones de control junto a la entidad gestora, elaborarán una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión.

En el caso de los planes de pensiones de empleo se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extra-financieros. Este desarrollo toma forma en el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, modificado en 2014 a través del Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, en su artículo 69 apartado 5, 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.

Ley de prohibición total de minas antipersonales y armas de efecto similar.

En 2015, se ha publicado una ley relacionada con las minas antipersona y otras armas controvertidas. Esta ley que actualiza y sustituye a la Ley de 1998 con el mismo nombre, ha incluido en su artículo 2, una importante novedad, ya que además de prohibir el empleo, desarrollo, producción, adquisición, almacenamiento, conservación, transferencia o exportación de este tipo de armas, ha prohibido su financiación y publicidad. Esto tiene como consecuencia que, a partir de su publicación existe una exclusión obligatoria de cualquier inversión en armas controvertidas.

Focus

Ficha explicativa ISR para las comisiones de control de los planes de pensiones de empleo

Con el fin de facilitar la divulgación y estandarización de la información extra-financiera necesaria, Spainsif y la Dirección General de Seguros han realizado una ficha para la presentación de la información extra-financiera por parte de los planes de pensiones de empleo.

Esta herramienta, de uso voluntario para las gestoras, unifica los criterios seguidos hasta la fecha en la declaración de los principios de la política de inversión. Su utilización facilita el trabajo tanto a las gestoras, como a la Dirección General de Seguros, que obtendrá datos comparables. Este modelo ha

sido explicado por José Antonio de Paz, subdirector general de Planes y Fondos de Pensiones, durante su intervención en la jornada “Información ASG en los planes de pensiones de empleo”, dentro de la Semana de la Inversión Socialmente Responsable, organizada por Spainsif.

La ficha facilita poder ofrecer información específica sobre estrategias ISR como la exclusión, la integración o el *Best-in-Class*, así como si se aplican criterios ASG en las decisiones de inversión. Todo ello a modo de *check-list*. José Antonio de Paz ha resaltado que “como receptor de información que

se analiza y vuelve al sector, esta ficha soluciona muchos problemas ya que, al recibir información homogénea, el tratamiento es más sencillo y el contenido más útil y, a su vez, se lo podemos hacer llegar al sector de una forma que también les va a ser más provechosa a la hora de analizar la ISR de sus inversiones”

Los resultados de 2015 de la información extra-financiera, realizada por 335 fondos, arroja los datos de que 213 de ellos, casi el 64%, aplican estrategias ISR. Además, 67 fondos hacen referencia a los principios del PRI, la Declaración

Universal de los Derechos Humanos, la OIT, las Líneas Directrices para las empresas multinacionales de la OCDE y los principios de la OCDE sobre Buen Gobierno. Además, hay 20 fondos que no sólo aplican los principios del PRI sino que no permiten la inversión en empresas que desempeñan parte o toda su actividad en sectores armamentísticos y tabacaleros.

Conclusiones

En cuanto al volumen de activos gestionados con criterios ISR, se ha multiplicado por más de cinco en los últimos seis años y la tendencia es positiva, como se desprende de los datos del estudio de Eurosif de este año, con una tasa CAGR del 16,3% sobre las cifras de 2013.

En relación a la calidad de la ISR, podemos afirmar que, sin llegar al grado de madurez necesario, se aprecia un trasvase desde las estrategias más básicas, exclusión simple, hacia las más complejas, como la integración o el diálogo activo, aunque queda mucho recorrido, teniendo en cuenta que actualmente el 72,93% de los activos gestionados bajo criterios ISR aplican la exclusión.

Con respecto al marco jurídico, una vez contrastado el modelo de los países de nuestro entorno, para lo cual hemos incorporado diferentes experiencias positivas, como es el caso de Francia y de los Países Bajos, queda por concretar el esquema que mejor se adapte a nuestro mercado, aunque todo apunta a una normativa europea común.

Las iniciativas de la Unión Europea y la transposición de sus Directivas a nivel de los Estados miembros, incorporando las acreditaciones correspondientes y los requerimientos de transparencia, protección al inversor, enfoque ambiental, social y de gobierno corporativo, conformarán previsiblemente un marco normativo común.

A continuación, subrayaremos algunas singularidades del mercado de la ISR en España, como conclusiones cualitativas.

La mayor parte de la inversión ISR está canalizada a través del inversor institucional, siendo especialmente representativo en nuestro mercado, por encima de la media europea, con el 97% del total.

Si bien esta situación puede ser valorada como una fortaleza, en cuanto que aporta volúmenes de forma rápida, también refleja una debilidad, que es el bajo desarrollo de la ISR minorista, *retail*, y la problemática de su activación.

Si entramos en el detalle de los actores de la ISR institucional en España, podemos afirmar que no es una iniciativa generalizada, sino que tiene como protagonistas principales a los Planes de Pensiones de Empleo, como inversores a largo plazo que trasladan su mandato fiduciario a las gestoras de activos a través de sus Comisiones de Control.

Las Gestoras de los Planes de Pensiones de Empleo atienden a los criterios ASG como aspectos de riesgos a medio y largo plazo y como parte del mandato fiduciario de los propietarios de activos, profesionalizando el análisis y aplicación de las estrategias ISR.

Otro aspecto que singulariza al mercado de la ISR en España es la falta de experiencia, como podemos ver de los datos evolutivos del estudio, con una oferta escasa pero creciente de productos ISR, sobre todo por parte de las Gestoras de Activos Internacionales, quienes incorporan su técnica y conocimiento, aportando su catálogo de productos, dado el potencial de negocio que detectan en el mercado español.

La aportación de las Gestoras Internacionales queda reflejada en los datos de la plataforma de fondos ISR de Spainsif, en la cual, de 152 fondos registrados, 135 son internacionales.

En relación a la activación de la ISR desde el enfoque medioambiental, fruto de los grandes acuerdos globales, como la COP21 de París, podemos atribuir un efecto positivo en la aplicación de estrategias de selección de fondos temáticos y, especialmente, en las emisiones de los bonos verdes, como soluciones financieras y vehículos de inversión a largo plazo.

En cuanto a una variante de emisión de bonos ISR, en este caso con un enfoque social, destacamos como ejemplo que se desarrolla en el estudio, la iniciativa del ICO y de Kutxabank como emisores de bonos sociales, siendo un referente a nivel internacional.

Queremos dedicar una mención especial a las nuevas modalidades de inversiones de impacto que están surgiendo en los últimos años, como son el Crowdfunding y el Crowlending social, que permiten el acceso de fondos de muchos ahorradores/inversores hacia proyectos de impacto ambiental y social, con el soporte de las nuevas tecnologías.

Con estas iniciativas se abren nuevas vías de inversión ISR, que enriquecen su definición aportando indicadores de impacto medibles.

Como punto débil tenemos que referirnos a la ISR minorista, que representa un 3% en España, y sobre la que inciden factores complejos de abordar de forma individual, por lo que incorporamos unas valoraciones de cierre:

Consideramos que su crecimiento y desarrollo, desde el lado de la demanda, dependerá de factores que se han de contemplar a medio y largo plazo,

como: la educación financiera, la información, la concienciación de los clientes, la transparencia, etc.

La falta de demanda de productos ISR, entendemos que posiblemente sea un resultado, más que una causa, de la escasa cultura financiera y la forma de comercialización y acercamiento al ahorrador/inversor minorista en el mercado español, algo que está cambiando con el acceso de las nuevas generaciones, caso de los *millennials*, al mundo financiero (muchísima información, acceso directo, soluciones rápidas, valores ambientales y sociales alineados, transparencia, etc.).

Un nuevo cliente y una nueva demanda surgen en el mercado financiero, ávidos de una oferta de productos sostenibles, ASG.

Desde el lado de la oferta, los operadores del mercado financiero incorporan entre sus cometidos aspectos que van desde el diseño del producto y su soporte técnico hasta la comercialización.

En cuanto al diseño del producto, existe suficiente experiencia en el área institucional como para poder trasladar su *know-how* al mundo *retail*, por lo que no parece una barrera insalvable.

Con respecto a la comercialización, salvando la resistencia del mercado español a los productos mínimamente complejos, no parece que sea un problema especial la incorporación en el catálogo de la oferta de las redes minoristas los productos ASG, pensando en inversores a largo plazo. Más que un problema técnico, quizás sea determinante un posicionamiento estratégico de tipo comercial.

Centrándonos en la aportación de un marco regulatorio propicio, como hemos visto en el ejemplo de Francia, entendemos que favorece de forma efectiva el desarrollo y consolidación de un mercado ISR *retail*.

Para cerrar el estudio, creemos que las barreras para el desarrollo de la inversión sostenible (ISR) son superables en el corto plazo y que estamos en un buen momento para que, al igual que vamos hacia un nuevo modelo energético y económico, en el mundo de la inversión se produzca algo similar, siendo la alternativa la inversión Socialmente Responsable. En el caso de España no podemos permitirnos perder este tren, ni siquiera llegar tarde, por razones obvias.

CRÉDITOS

Spainsif es una asociación sin ánimo de lucro constituida por entidades 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, compuesta actualmente por 58 asociados.

La asociación pretende ser una plataforma de encuentro y de referencia para generar y difundir conocimiento sobre la Inversión Socialmente 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 Cecabank y realizado por el departamento de análisis y estudios de Spainsif.

El estudio sólo ha sido posible gracias a la colaboración de los asociados de Spainsif.

Mención especial a Eurosif por la metodología y la información histórica que nos ha permitido realizar este estudio.

Supervisor del Proyecto

Dr. Francisco Javier Garayoa Arruti

Director del Proyecto

D. Adrián García Bruzón



2016

Estudio Spainsif

La Inversión Socialmente Responsable en España



www.spainsif.es

Patrocinado por:

cecabank