

INFORME SPAINSIF 2013

NORMATIVA COMPARADA EUROPEA /
REGULACIÓN EN LA ISR RETAIL

EDICIÓN PATROCINADA POR



INFORME SPAINSIF 2013

NORMATIVA COMPARADA EUROPEA /
REGULACIÓN EN LA ISR RETAIL

EDICIÓN PATROCINADA POR



INFORME REALIZADO POR



PATROCINIO



Manuel Álvarez
Director de Vida y
Pensiones de Caser

Caser Pensiones, una de las principales gestoras en España, cuenta con 429.498 partícipes y 400 planes de pensiones, varios de ellos situados en los primeros puestos de los rankings de rentabilidad. A todo ello se une su firme apuesta 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.

Por eso la gestora 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 ya trabaja de acuerdo a tendencias tan sofisticadas 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. Esta plataforma, que en 2013 cumple su primer lustro, ha evolucionado para ser también pulso de la sociedad española en el asunto que nos ocupa, analizando distintas temáticas relacionadas y organizando otras acciones con el objetivo de que los ciudadanos cuenten cada vez con más recursos de interés para decidir sobre sus inversiones. La mayoría de ellas está relacionada con la formación en previsión familiar y con la difusión de información de interés relacionada. Manuel Álvarez, el director de Vida y Pensiones de Caser, es propulsor de la ISR, que considera un valor fundamental para afrontar y solucionar con éxito momentos revulsivos como los actuales.

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.

MIEMBROS ASOCIADOS DE SPAINSIF

AECA

AERI

Amundi

Atlantis Seguros

Banco Popular

Bankia

BBVA

BBVA planes y gestiones

Caja de Ingenieros

Carbon Disclorure Project

Caser Seguros

CCOO

CECA

CPPS

CREAS

Deusto B.S.

Ecología y Desarrollo

Economistas Sin Fronteras

FETS

FIARE

Fonditel

Forética

Fundación AFI

Groupama AM

Ibercaja Pensión

IE. Instituto de Empresa

ISIS

MIROVA

MSCI

Novaster

Petercam

Pictet

ROBECO

Santander

Sustainalytics

Triodos Bank

UGT

UJI

UNED

Vida Caixa

VIGEO

ÍNDICE

PRÓLOGO DE LA PRESIDENTA Y DEL DIRECTOR	5
1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO DEL ESTUDIO	6
2. EL MERCADO ISR RETAIL EN EUROPA. LAS EXCEPCIONES DE INTERÉS	10
3. MEDIDAS, ACTUACIONES Y CONDICIONES PARA LA PROMOCIÓN Y EL FOMENTO DE LA ISR RETAIL	15
4. MARCO LEGISLATIVO EUROPEO DE LA ISR	19
5. OTRAS MEDIDAS DE PROMOCIÓN DE LA ISR	32
6. CONCLUSIONES	43



D.ª Inés García-Pintos
Presidenta



*D. Francisco Javier
Garayoa Arruti*
Director

PROLOGO DE LA PRESIDENTA Y DEL DIRECTOR

En esta ocasión les presentamos un estudio que aborda el marco regulatorio a nivel europeo de una parte de la Inversión Socialmente Responsable de especial relevancia, la minorista o retail.

La Inversión Socialmente Responsable minorista es aquella a la que tenemos acceso los ahorradores e inversores particulares. Como cualquier inversión, atiende a los mecanismos de la oferta y de la demanda, está relacionada directamente con la cultura financiera y la sensibilización de la sociedad sobre los valores ambientales sociales y de gobernanza, ASG. Es determinante para el desarrollo de este mercado el impulso desde la Administración Pública y un marco regulatorio suficiente (ver el manual ISR de Spainsif en la web www.spainsif.es).

El informe entra al detalle de las iniciativas puestas en marcha en los países de referencia de nuestro entorno, contrastando el efecto que las medidas regulatorias, en unos casos las normas de obligado cumplimiento y en otros los esquemas de autorregulación, han tenido en el crecimiento de la ISR minorista.

Como punto de partida, destacar que el desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable minorista es muy bajo, tanto a nivel europeo como en nuestro mercado, como vemos de los datos del European SRI Study del 2012 de Eurosif y del estudio de Spainsif del 2012 (ambos disponibles en la web www.spainsif.es), que nos dan las cifras del 6% del total a nivel europeo y del 3% a nivel de nuestro mercado interno.

Ante esta realidad, parece necesario estudiar las causas por las que este mercado se desarrolla en unos países más que en otros, y una de ellas, quizás la principal, es el marco regulatorio.

Queremos expresar nuestro agradecimiento a quienes han participado en la elaboración de este estudio junto con NOVASTER, aportando su conocimiento, experiencia y trabajo.

Esperamos que la lectura de este informe aporte un mayor conocimiento sobre el marco regulatorio comparado en materia de ISR minorista y permita aprovechar las mejores experiencias, abriendo un debate sobre los pasos a seguir en el desarrollo normativo en España sobre esta materia.

1/ INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO DEL ESTUDIO

El gran crecimiento de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y el creciente interés en la responsabilidad social corporativa a través de Europa, ha tenido como lógica consecuencia la intensa atención que los gobiernos y otros reguladores han prestado a este tema en todo el continente.

Desde otoño de 2001, que la Comisión Europea publicó un libro verde, titulado “Promoviendo un Marco Europeo para la Responsabilidad Social Corporativa” se ha lanzado el debate sobre el tema de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), y simétricamente el de la ISR.

En 2003, la Directiva sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, ya menciona la necesidad de informar sobre estos aspectos Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG)¹.

Como continuación a esta voluntad social y política de promover la RSE a nivel europeo, bastantes países, dentro y fuera de Europa, han adoptado iniciativas en materia de ISR. En lo que se refiere a normativas específicas ISR, al menos nueve países las han desarrollado, cubriendo a los sistemas de pensiones. Así, tenemos el Reino Unido (2000), Francia (2001), Alemania (2001), Suecia (2001), Bélgica (2004), Noruega (2004), Austria (2005), Italia (2004) y, recientemente España (2011). También hay iniciativas o prácticas muy consolidadas y generalizadas en Holanda, Dinamarca y Suiza.

En España la ISR ha comenzado a arraigar fuertemente entre los inversores institucionales, sobre todo grandes fondos de pensiones de empleo. De hecho, hoy en día la mayoría de los patrimonios bajo gestión en este área siguen algún criterio ASG bien porque lo establece el propio fondo de pensiones o bien porque lo hace la gestora correspondiente.

Sin embargo, la ISR prácticamente no está presente en los productos de inversión de distribución personal, o retail. Según diferentes estimaciones, y desde hace años, se mueve en torno a los 1.000 millones €, o menos, cuando el ahorro considerado en estos estudios en España supera los 57.000 millones en ISR sobre un universo total de 285.000 millones € en fondos de inversión y de pensiones.

Aún cuando el desarrollo de la ISR retail es una tarea conjunta del sector financiero, la administración pública y la sociedad civil, en este Informe se van a analizar preferentemente las medidas, básicamente normativas, que han impulsado este mercado en otros países, básicamente europeos.

También se incluirán las iniciativas no normativas y otras cuestiones que consideramos interesantes para promover su desarrollo. De hecho, consideramos que este segundo apartado puede ser de gran interés y, sobre todo, de utilidad para el Spainsif ya que puede ser actor y líder de bastantes de dichas iniciativas, sin depender necesariamente de los poderes públicos.

En cuanto al interés en desarrollar el mercado ISR retail, éste se fundamenta en su gran importancia en España. Hoy en día es el mayor segmento del ahorro, superando el 80%, en comparación con el escaso ahorro institucional.

¹ En 2010 se aprobó la Directiva 2010/43/EU por la que las gestoras deben informar sobre sus estrategias de voto.

La ISR consiste en una financiación de la economía que tenga en cuenta los aspectos y necesidades sociales, medioambientales y de buen gobierno. Indudablemente este enfoque² puede producir cambios positivos en la economía y el mundo real, produciendo mejoras substanciales de tipo social y ambiental.

Por otro lado tampoco dudamos de que hay una demanda potencial muy importante en el mercado personal además de la necesidad, especialmente en esta crisis, que tiene el sector financiero de proteger su, muchas veces, dañada reputación.

Ahora bien, la ISR también tiene otros efectos y vertientes. Así, es toda un área de actividad económica y financiera que se está desarrollando:

- La consideración sistemática de los aspectos relativos al concepto de sostenibilidad es una tendencia rápidamente creciente e irreversible en el área financiera. Probablemente la opción no es si desarrollar la ISR o no sino si ser un pionero o un rezagado.
- Las actividades financieras consistentes en proveer servicios, crear productos y ofrecer tecnologías orientadas a la sostenibilidad se están desarrollando generando empleos cualificados, ingresos para el sector financiero y la administración y prosperidad, en general. Prueba de ello es la atención que están prestando a este área y la competencia entre las principales plazas financieras, al menos en Europa.
- Los inversores que tengan en cuenta los aspectos ASG probablemente disfrutarán de unos mejores resultados en términos de rentabilidad/riesgo en el largo plazo ya que hay bastantes evidencias empíricas que indica que una mejor sostenibilidad de la empresa suele estar vinculada a unos mejores resultados financieros.
- En sentido contrario, con más información ASG, más accesible y más fiable, que indudablemente tiene importancia estratégica, aquellos gestores que la ignoren estarán en peores condiciones para tomar decisiones financieras que los que la integren en sus procesos de inversión.

En cuanto al **OBJETO** del Informe respecto a la regulación, además de que esta normativa esté orientada a los vehículos de inversión individuales, o “retail” o a la inversión institucional, debemos de tener en cuenta otras **consideraciones**, como son:

- **Enfoque de la normativa.** Normalmente la normativa puede tener cuatro grandes enfoques³.
 - Puesta en vigor de acuerdos internacionales suscritos por los Estados, normalmente relativos a la **prohibición** de financiar determinadas actividades.
 - Regular la **utilización** de estas nociones de RSE e ISR por el mercado dada la gran diversidad de enfoques que tiene especialmente la ISR. En definitiva es definir lo que se considera interés general en este ámbito (como es regular una denominación de origen).

²Inspirado en el Libro Blanco “Path to the Sustainable Financial Center Switzerland”.
http://www.whygeneva.ch/media/ecowhygeneva/files/white_paper_path_to_the_sustainable_financial_centre_switzerland.pdf

³El desarrollo sostenible está incluso recogido en la Constitución Suiza.

- Ligado con el anterior, está la **transparencia** y la rendición de cuentas de todos los actores del mercado o, al menos, de aquellos que manifiestan o están autorizados, a ofrecer servicios o productos ISR.
- Normativas **pro-activas** que instan o apoyan la integración de los aspectos ASG en la gestión de inversiones. Estas normativas pueden ser más o menos imperativos o incentivadoras, incluso fiscalmente⁴.
- **Naturaleza de la normativa.** Así la normativa puede ser substantiva, o ley formal o material, y por otro lado, tenemos las prácticas privadas. Si entendiéramos el título de este proyecto en un sentido estricto, concluiríamos que se refiere exclusivamente a la ley, aunque en todos sus niveles jerárquicos y jurisprudenciales.

Así la normativa puede ser substantiva, o ley formal o material, y por otro lado, tenemos las prácticas privadas. Si entendiéramos el título de este proyecto en un sentido estricto, concluiríamos que se refiere exclusivamente a la ley, aunque en todos sus niveles jerárquicos y jurisprudenciales.

Sin embargo, existen mercados enormemente desarrollados, con una extensión generalizada de la ISR, donde no hay ley material sino amplios consensos sociales plasmados en guías, recomendaciones o “labels” que tienen una enorme influencia en las prácticas de inversión y en la oferta.

Por ello, vamos a considerar esta normativa “soft”, al menos cuando tengan una influencia significativa, dado que el objetivo final de este Informe es obtener enseñanzas prácticas, que también pueden ser éstas, para desarrollar la ISR en el mercado retail español.

Muchas veces la normativa sólo se refiere al voto o, quizá más ampliamente, al Gobierno Corporativo. Sin olvidar estas áreas, sin embargo, vamos a recogerlas en un apartado diferenciado.

No se trata de una decisión “purista” sobre la ISR⁵. Se refiere de nuevo al objetivo final que es extender la ISR en la distribución al por menor. En este sentido, creemos que es esencial que estos productos tengan algún elemento, sino todos, con contenido ambiental y/o social.

Sin embargo, no se ha excluido del enfoque central de este Informe a los vehículos de inversión al por menor, por su intensidad en la aplicación de la ISR o en los aspectos ASG considerados.

Así no es lo mismo aplicar sólo alguna exclusión que ser muy profundo integrando la valoración ISR y/o implicándose con las empresas. Tampoco son lo mismo esas pocas exclusiones que una inversión muy especializada, con fuerte impacto ambiental o social. Sin embargo, este aspecto de intensidad/profundidad es difícil de precisar, puede ser evolutivo y, en todo caso, no nos corresponde a nosotros determinar esas categorías sino, en todo caso, dar cuenta de las diferencias relevantes.

⁴ Como los fondos de microcréditos en Luxemburgo que tienen una especial exención fiscal.

⁵ En este sentido compartimos la idea de que es difícil que una empresa tenga una buena RSE si falla en el gobierno corporativo.

Finalmente, como planteamiento general, creemos que el desarrollo de la ISR en el mercado individual depende de, al menos, cinco aspectos, que son:

- Conocimiento de la ISR entre los proveedores de servicios financieros.
- Notoriedad (y algún conocimiento) de la ISR entre el público en general. Eliminación de percepciones públicas erróneas.
- Simplicidad.
- Transparencia.
- Resultados (financieros y ASG).

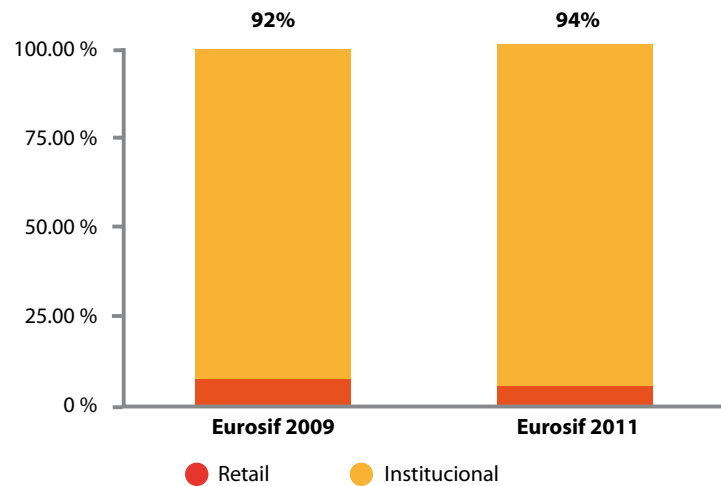
Como hemos mencionado, las normativas ya cubren algunas de estas necesidades (transparencia, definición/simplificación) o coadyuvan en otras como la notoriedad. Sin embargo, **estamos alerta para identificar normas (públicas o privadas), guías, etc. que cubran o colaboren también en la mejora de los otros aspectos.** Por citar un ejemplo, en Inglaterra hay importantes desarrollos sobre la forma de integrar la ISR en la actividad de los Asesores Financieros Independientes que pueden ayudar a cómo mejorar la distribución.

No limitaremos nuestras indagaciones a la normativa referida a la ISR retail sino que tendremos en cuenta toda la normativa que, aunque no se aplique a la ISR retail, **sea susceptible de serlo**, por evolución temporal o porque es posible desde un punto vista conceptual y por tanto sea útil para las propuestas referidas a España. Todo ello porque, entre otras cosas, la inversión institucional normalmente ha actuado siempre como motor inicial de toda la ISR.

2/ EL MERCADO ISR RETAIL EN EUROPA. LAS EXCEPCIONES DE INTERÉS

En este apartado se trata de enmarcar el Informe haciendo una valoración de los mercados retail europeos de la ISR a fin de valorar mejor sus marcos normativos y de mercado.

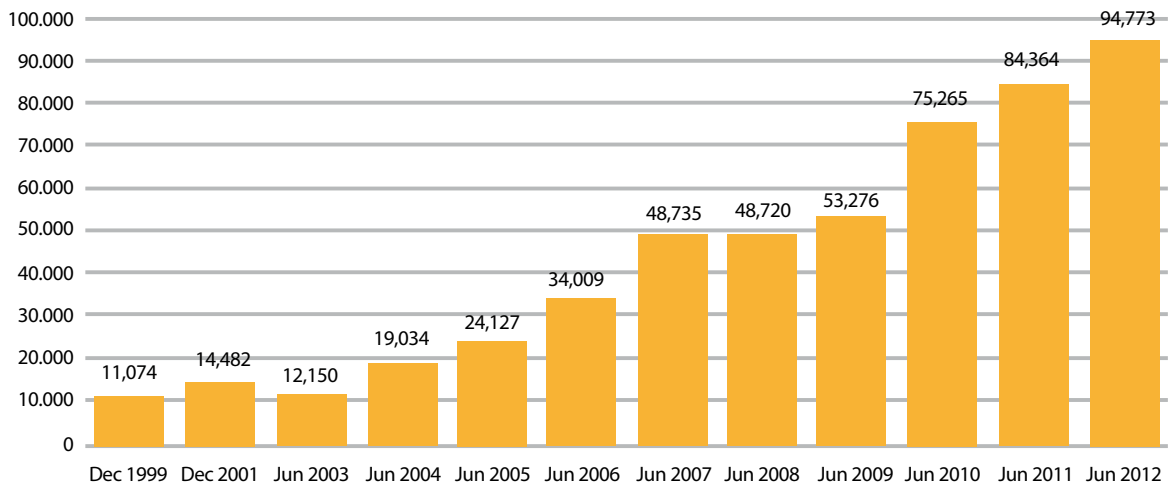
El Informe Eurosif hace una valoración del mercado por tipo de inversor. Los datos de los dos últimos Informes son:



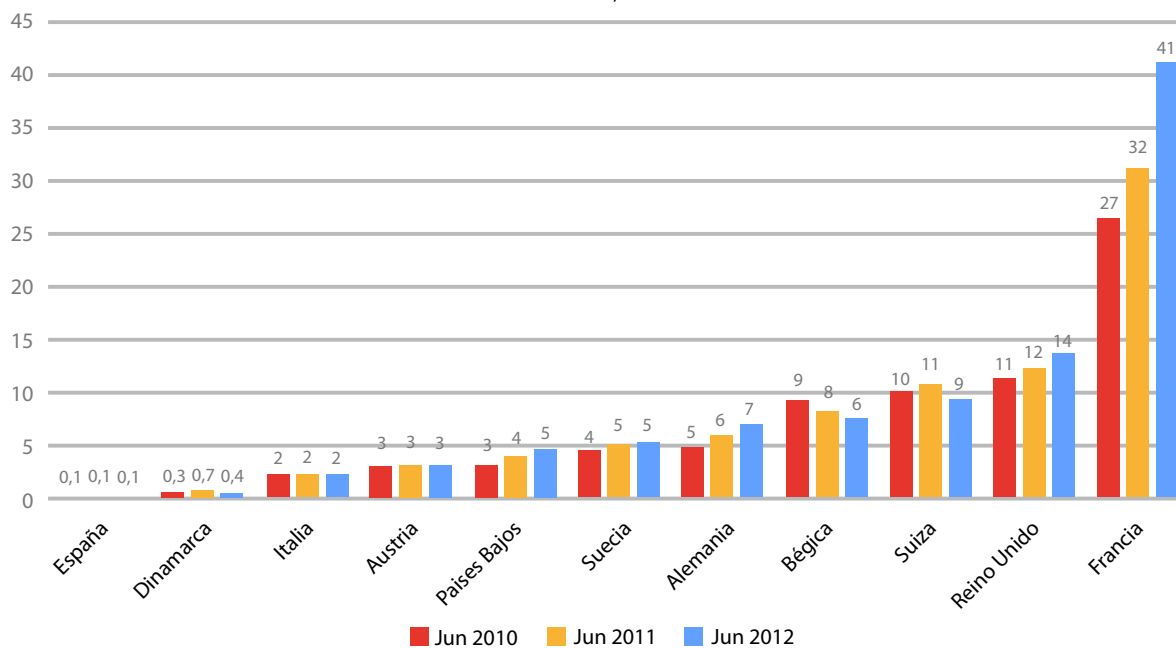
Fuente: Eurosif, European SRI Study 2012.

Podemos ver a continuación varios cuadros del informe Vigeo sobre fondos de inversión que resumen la situación

TOTAL DE ACTIVOS EN FONDOS SRI DOMICILIADOS EN EUROPA
Junio 2012 mill. €

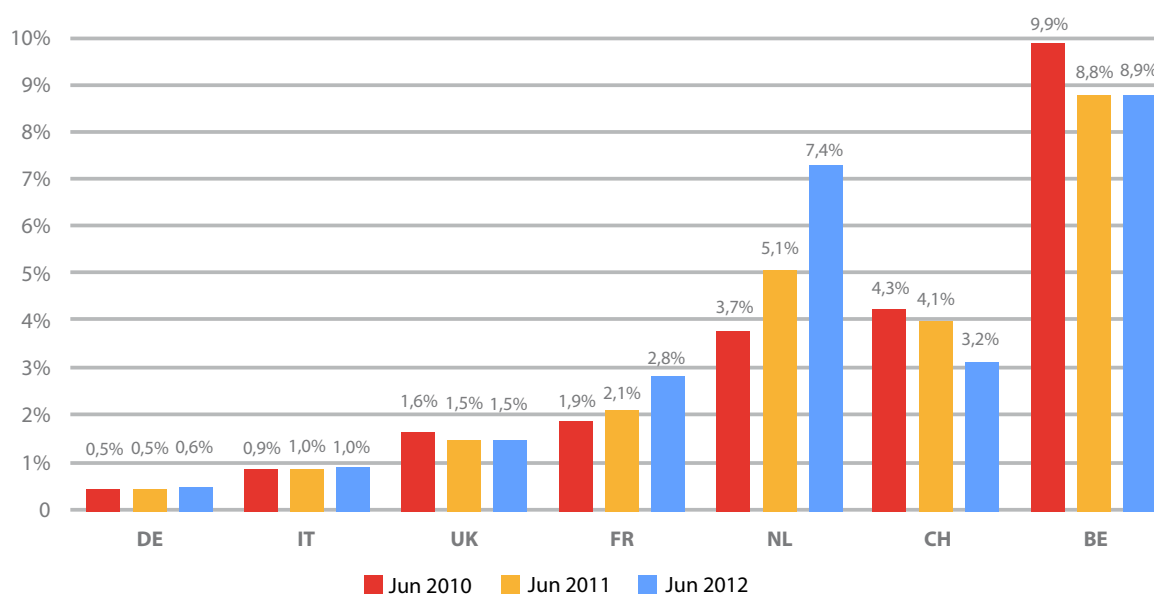


ACTIVOS SRI EN FONDOS POR PAISES
Junio 2012, miles mill. €



Fuente: Vigeo, Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2012 Review

PORCENTAJE DEL MERCADO DE FONDOS ISR EN PAISES SELECCIONADOS
% a finales de Junio 2012



Fuente: Vigeo, Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2012 Review

Como se puede apreciar el peso absoluto y relativo difieren en gran medida, sobre todo en el caso de Francia.

Los cinco mayores mercados (Francia, Reino Unido, Suiza, Bélgica y Alemania) suponen un 83% de los activos europeos.

- Francia se confirma como el mayor mercado retail europeo (44% del total), además en crecimiento, y se caracteriza por una alta proporción de fondos monetarios y de renta fija.
- El Reino Unido se coloca en segundo lugar, también creciendo y superando al resto de mercados.
- El resto de mercados importantes caen proporcionalmente.

Sin embargo, la valoración relativa en comparación con su ahorro interno varía substancialmente. Así, la referencia europea es que los fondos ISR representan el 1,6% del mercado total de fondos de inversión ofrecidos al público.

Aquí, Bélgica y Holanda, esta última por su crecimiento reciente, tienen un claro liderazgo. Francia y Suiza se sitúan en una posición destacada pero no tan excepcional mientras que finalmente el peso absoluto de Gran Bretaña y Alemania se debe más al gran tamaño de sus mercados de ahorro retail que al desarrollo cualitativo de este sector.

Además, en el caso francés concurren otras dos circunstancias, que, sin embargo también están relacionadas.

Uno de los fenómenos es lo que se denomina “conversión” de fondos de inversión por la que se aplican requisitos ISR a fondos tradicionales que, así, se convierten en fondos ISR. Sólo en 2011 se produjo la conversión de 28.000 millones €. Sobre las razones de este proceso, el Informe 2012 del Eurosif hace un comentario⁶ sobre las razones de esta conversión (más de reputación y economías de escala que de demanda), su impacto real y el proceso. De lo que no cabe duda es que es **un proceso relativamente rápido** (entre seis meses y dos años) y, sobre todo, está básicamente **impulsado por los gestores y no tanto por la demanda de los partícipes. Hay que tener en cuenta que la inversión personal está básicamente en estos fondos reconvertidos.**

Por ello, no se puede hablar de una demanda extraordinaria de los particulares en Francia. El propio Informe 2012 del Eurosif señala respecto a los ahorradores individuales lo siguiente:

“A pesar de que todavía hay una falta de visibilidad de los fondos ISR de cara a los inversores individuales, este segmento muestra signos positivos. Así, las gestoras continúan convirtiendo fondos clásicos a la ISR, incluidos fondos distribuidos por las redes bancarias y aseguradoras, un número creciente de aseguradores aplican criterios ISR a los seguros de ahorro-vida, que son uno de los productos de ahorro preferidos por los franceses y, finalmente, una banca privada ha lanzado su primera oferta de mandatos ISR este año (para grandes patrimonios). La Semana ISR organizada en octubre (de 2011) por el Forum por la Inversión Responsable, y apoyada por el Ministerio de Desarrollo Sostenible, tiene como objetivo a los ahorradores particulares. Finalmente, los fondos ISR gozan de una mayor visibilidad en los grandes medios, lo cual podría también animar a las personas físicas a demandarlos.”

⁶ Página 35 del Informe en Inglés. Eurosif. European SRI Study 2012
http://eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study_low-res%20v1.1.pdf

Finalmente, en cuanto a valorar el tamaño, hay que tener en cuenta que un 34% de los activos de los fondos ISR franceses son monetarios, donde ciertamente no es nada difícil aplicar una política ISR. De hecho no necesitan realizar actividades de implicación y como no excluyen la pena de muerte, tampoco hay exclusiones significativas.

En definitiva, estamos ante un mercado de ahorro grande (el mayor de fondos de inversión de Europa), donde una fuerte demanda ISR institucional y pública (el Fondo de Reserva de la Seguridad Social como ejemplo claro), combinada con una sensibilidad de los gestores y un fuerte apoyo sindical y público, ha llevado a que esos gestores desarrollen este área de actividad y gestión y la extiendan, después, a productos de distribución retail. Es decir, es sobre todo destacable la coordinación e impulso político, sindical y del sector financiero, combinado con una buena rendición de cuentas por parte de sus empresas. Todo ello con una población poco conocedora del tema pero positivamente predispuesta.

El resultado es que Francia cuenta con una cuarentena de sociedades de gestión que ofrecen productos ISR, y las más grandes disponen todas de un equipo propio de analistas ASG, a veces plenamente integrado en los equipos de análisis financiero. También esta situación explica la existencia y el tamaño de Vigeo. De ahí la extensión de la oferta a los particulares y la reconversión ISR de fondos clásicos.

Sin embargo, las grandes excepciones europeas en materia de desarrollo y penetración de la ISR retail son Bélgica y, en gran medida, también Suiza.

Holanda no lo es tanto ya que la inversión institucional no se instrumenta mediante fondos, sino mandatos, lo cual eleva el porcentaje de los fondos ISR sobre un menor universo general pero ello no es representativo ni de un gran volumen ni de una gran penetración de la ISR en el ahorro individual, donde esta ISR continúa por debajo del 5%. De todos modos, al igual que en Francia y en Suiza, no es descartable que su gran desarrollo financiero e ISR en el ámbito institucional, le está llevando a crecimientos importantes por el lado de la oferta ISR retail.

En el caso de Bélgica, tal como señala el Informe 2012 del Eurosif, varias iniciativas locales han promovido y promueven el desarrollo de la ISR también en el ámbito retail. Además del trabajo del BelSif, la Asociación de Gestoras de Patrimonios de Bélgica (BEAMA) es activa en el seguimiento y control de calidad de los fondos de inversión sostenibles y de inversión responsable distribuidos en el mercado belga. La BEAMA ha desarrollado una metodología ISR que se actualiza y adapta regularmente en base a los desarrollos locales en la interpretación de la sostenibilidad y la responsabilidad social. A lo largo del tiempo esta metodología ha sido adoptada por más y más gestoras de patrimonios y en tiempos recientes ha sido también aplicada por las grandes entidades.

También Ethibel en su día popularizó la inversión responsable, básicamente mediante exclusiones, por lo que hay algo más de conocimiento público, en un mercado que en todo caso, en términos absolutos, es relativamente pequeño y más manejable.

De todos modos, las conclusiones internas no son necesariamente positivas. Así el Réseau Financement Alternatif, en su Informe anual⁷ sobre la ISR en ese país, concluye que *“En 2012, el mercado de la ISR avanza cifras decepcionantes de resultados. Para desarrollarse en cantidad y calidad, la ISR debería estar más apoyada por la legislación y también figurar en la agenda de todos los niveles de los poderes públicos.*

Enfrentado a productos mal o poco promovidos, de calidad desigual y con características difícilmente comprensibles para el inversor, parece que la débil demanda de productos ISR es una consecuencia lógica. La única manera de incrementar el mercado de la inversión socialmente responsable, y por ello

⁷ <http://www.ecosocdoc.be/static/module/bibliographyDocument/document/003/2523.pdf>.

el efecto que dicha inversión podría tener sobre la responsabilidad social de las empresas, reside en incrementar la promoción de dicha oferta ISR. La inversión socialmente responsable debería salir de su mercado nicho para instalarse en el seno de los bancos clásicos.

Para concluir el Réseau Financement Alternatif insiste, otro año más, sobre la necesidad de establecer una norma legal mínima para calificar un fondo ISR. Esta norma mínima constituye la base para progresar de una forma útil en este tema ya que podría guiar a los interesados, personas físicas o institucionales, hacia el mercado de la inversión solidaria. Sobre todo un cuadro legal bien concebido, mencionando las limitaciones adecuadas, permitiría evitar el greenwashing (lavado de cara eco) que, hay que reconocerlo, constituye el motor principal de una parte de la oferta ISR actual."

Hemos comprobado directamente esta valoración más negativa, frente a la creencia positiva general y se nos confirman estos aspectos. Así:

- No hay ninguna razón evidente que lleve a pensar que las personas, a nivel individual, tengan en Bélgica una mayor sensibilidad ante los temas medioambientales y/o sociales relación con los países de su entorno.
- Sin embargo, es cierto que el mercado ISR belga es uno de los más antiguos de Europa. Los grandes bancos belgas como KBC, Dexia, etc. (y Ethibel) han ofrecido desde hace tiempo una amplia gama de productos ISR. Por ello el nivel de conocimiento del mercado y la formación de los ciudadanos puede ser ligeramente superior lo cual puede explicar la mayor penetración hoy en día (aún cuando sigue siendo un nicho). En todo ello, el papel del Febelfin y la BEAMA ha sido importante.
- Así se puede considerar que el mercado se mueve en función de la naturaleza de los productos financieros ofrecidos. De este modo, la caída de los patrimonios en el ámbito ISR en 2012 en Bélgica se puede explicar simplemente por la reducción de productos ISR (por un grande como KBC que ha cerrado varios productos ISR) cuando han crecido otros productos de ahorro que no son ISR como cuentas y fondos genéricos.
- Finalmente, a pesar de la tradición y la penetración, todavía la calidad de la ISR es claramente mejorable siendo necesarias mejoras en las líneas directrices y para lo cual también se están desarrollando varias iniciativas legales en ese ámbito.

Respecto a Suiza, se expondrá con especial detalle su enfoque ya que en ese país se ha abierto un importante debate para convertirlo en una referencia mundial en materia ISR, del que se dará cuenta en este Informe.

En relación con su desarrollo, es destacable que casi el 50% de la ISR sea de particulares y con un volumen absoluto significativo. En todo caso hay que tener en cuenta que es el tercer centro financiero del mundo, con una larga tradición en la materia y donde se sitúan algunos de los pioneros globales ISR, sobre todo en temas medioambientales.

En cuanto a las perspectivas, partiendo del mercado actual de fondos ISR para particulares, que Vigeo calcula en el entorno de los 95.000 millones €, los estudios británicos sobre su plaza financiera, calculan que pueden alcanzar una cifra de 200.000/400.000 millones €, globalmente. De todos modos, estas cifras nos pueden indicar que queda un gran desarrollo en esta área pero la falta de homogeneidad en las definiciones y los requisitos hace que cualquier cifra deba ser tomada con cautela y limitada comparabilidad.

3/

MEDIDAS, ACTUACIONES Y CONDICIONES PARA LA PROMOCIÓN Y EL FOMENTO DE LA ISR RETAIL

Para que se desarrolle bien un mercado ISR retail parece que hace falta al menos la colaboración del sector financiero, los poderes públicos y los consumidores. De todos modos, hace falta un fuerte liderazgo que no puede venir de los consumidores personas físicas por su dispersión y falta de formación financiera y ASG. Así, tenemos como potenciales líderes los otros dos actores, el sector y los poderes públicos, y a los clientes institucionales, con el apoyo correspondiente de los agentes sociales.

Lograr ese liderazgo de alguno o varios participantes y los marcos de colaboración correspondientes, son la pieza clave para ese desarrollo. En esos elementos nos vamos a centrar a la hora de desarrollar este Informe aunque dando un papel preferente, al menos en amplitud, a la normativa.

En este terreno expondremos como los acuerdos de Italia y Alemania pueden ser un ejemplo de colaboración y de atribución de responsabilidades y liderazgos interesantes en nuestro contexto.

a) El sector financiero

Respecto a los mercados, o al propio sector financiero, las bases son la organización y eficiencia de ese mercado o sector, la regulación del mismo, que no es necesariamente lo mismo que la normativa, y la visión ética y profesional de sus miembros. Ello contribuye, o no, a crear un mercado en el que los productos ISR pueden tener notoriedad y en el que los ciudadanos, y los clientes en general, perciben una buena reputación y credibilidad.

En un Informe⁸ comparativo del posicionamiento de los principales centros financieros en finanzas sostenibles, se destacan como factores de desarrollo y liderazgo:

- Amplitud y profundidad del conjunto de profesionales e instituciones basadas en ese centro.
- Calidad de las interacciones (competitivas y colaborativas) entre esos actores.
- Grado de integración de las finanzas sostenibles en la actividad básicas del sector financiero.
- Políticas públicas e iniciativas de la administración en apoyo de las finanzas sostenibles.
- Calidad de los marcos normativos y de organización y gestión de los mismos.
- Liderazgo del sector de fondos de pensiones (de empleo) y de los directivos del sector financiero.

⁸ A comparison of leading financial centres' positioning in the field of sustainable finance. On Values (2012) http://hausercenter.org/iri/wp-content/uploads/2012/11/Comparison-of-leading-financial-centres-positioning-on-sustainable-finance_June2012.pdf.

- Potencial de innovación, por ejemplo en áreas estratégicas de las finanzas sostenibles como son los mercados medioambientales, las finanzas del CO2 y las inversiones sociales o de impacto.
- Posición del mercado en relación con ser sede de organizaciones internacionales, marcos comerciales y acontecimientos relacionados con las finanzas sostenibles.
- Atractivo para el talento joven.
- Reputación general como un centro financiero líder en sostenibilidad.

b) El marco normativo

Este marco normativo debe estar equilibrado⁹ y ello significa que la regulación no solo consiste en leyes. Se requiere un buen marco normativo para establecer claros principios y reglas, que prevea mecanismos creíbles y efectivos para obligar al cumplimiento de las normas, que ofrezca principios guía, mientras que, a la vez, permita al mercado desarrollar su creación de valor y su potencial de innovación.

Es más, se considera que la auto-regulación puede ser también un elemento efectivo de un marco de trabajo exitoso de largo plazo. Para ser creíble la auto-regulación debe desarrollarse en contacto cercano con reguladores y supervisores y debe controlar que todos los actores cumplen con sus obligaciones individuales. Una normativa equilibrada también implica un alineamiento, con pocas desviaciones, de los estándares internacionales de tal manera que no ponga a los actores locales en desventaja competitiva.

Lo cierto es que los mercados ISR retail más desarrollados cuentan con poca normativa pero, eso sí, una auto-regulación desarrollada.

En este sentido la metodología¹⁰ de la Asociación Belga de Gestores de Patrimonios puede ser un excelente ejemplo de auto-regulación.

Por citar ejemplos de los niveles de regulación, se pueden presentar los siguientes casos¹¹:

Incentivos Legales

El Gobierno británico ha tomado numerosas medidas de este estilo para apoyar la sostenibilidad. Hay dos ejemplos destacados. El primero es que el Gobierno ha ofrecido incentivos fiscales a las inversiones sociales (deducciones por inversiones en la comunidad). El otro es la ampliación de las opciones que se han ofrecido a los futuros pensionistas sobre la inversión de sus ahorros. Así, tienen cierto margen para tener en cuenta la sostenibilidad en la elección de su cartera (en el NEST, o sistema por defecto, todas las opciones de inversión tienen una ISR global pero además, una opción voluntaria es más exigente).

⁹ Inspirado en el Libro Blanco "Path to the Sustainable Financial Center Switzerland".

http://www.whygeneva.ch/media/ecowhygeneva/files/white_paper_path_to_the_sustainable_financial_centre_switzerland.pdf

¹⁰ Guidance: Méthodologie ISRD de BEAMA. <http://www.beama.be/fr/duurzame-icbs-fr/beama-isrd-methodologie>

¹¹ Algunos casos están tomados de los ejemplos que presenta el documento "Path to the Sustainable Financial Centre Switzerland".

Promover los estándares

En este apartado destacamos la metodología de la Asociación de Gestoras de Bélgica ya mencionada. En dicho documento se destaca la Global Reporting Initiative, que se ha convertido en el estándar de hecho a la hora de informar de los aspectos ASG por parte de las empresas.

Desarrollo de labels o certificaciones

La Agencia Luxemburguesa de "Labelling" de Fondos (LuxFLAG), fundada en 2006, concede un label o certificación a los vehículos de inversión en micro finanzas. Generando competencia eleva los estándares y contribuye a la efectividad y el impacto de las micro finanzas. Otra importante lección de la Agencia es su estructura de gobierno. Bajo la presidencia honoraria de la Gran Duquesa de Luxemburgo varios actores importantes han unido sus fuerzas. Así están la Bolsa de Luxemburgo, el Banco Europeo de Inversiones, la Asociación de Banqueros de Luxemburgo y varios ministerios.

Otro caso es Novethic, que está financiada por la caja pública Caisse de Dépôts y es una agencia de información ISR. Ha creado un label para los fondos que tienen sistemáticamente en cuenta criterios ASG. Novethic está ampliamente reconocida como un elemento clave en el desarrollo de la ISR en Francia. Se desarrolla este label en el último capítulo de este Informe.

Acuerdos Sectoriales

Como ya comentábamos al principio de este capítulo, parecen de especial interés, para la situación del mercado español, los acuerdos alcanzados tanto en Italia como en Alemania, dentro del sector financiero sobre la ISR. El interés radica en que son mercados con poco desarrollo de la ISR, como España.

Así, en Italia se firmó en 2012 la "*Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile della finanza italiana*"¹².

Esta Declaración se articula en tres Principios, coherentes con la renovada estrategia 2011/2014 de la UE en Responsabilidad Social Corporativa.

El primer Principio destaca la necesidad de admitir la relevancia de los temas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo en las estrategias de inversión, todo ello por razones morales y económicas.

El segundo Principio se centra en la transparencia requiriendo un incremento progresivo en la calidad de la información que se suministra, por un lado por los inversores institucionales y gestores de patrimonio sobre la estrategia ISR, la metodología y los criterios ASG, y, por otro lado, por las empresas sobre sus políticas de sostenibilidad, los objetivos, las prácticas y los resultados.

El tercer y último Principio centra la atención en la dimensión a largo plazo de las estrategias de inversión requiriendo a los inversores institucionales que gestionen sus activos coherentemente

¹² Declaración de la Inversión Sostenible y Responsable de las Finanzas Italianas.
http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,147,8413,19/carta-isr-della-finanza-italiana_firmata-2-.pdf.

con sus deberes fiduciarios, requiriendo a las empresas para que implanten sistemas de incentivos para sus directivos en beneficio de las partes interesadas de la empresa y requiriendo a las instituciones financieras a que ofrezcan productos orientados al largo plazo.

La Declaración fue firmada por representantes de la Asociación Italiana de Banca, la Asociación de Aseguradores de Italia, la Asociación Italiana de Gestores de Inversiones (Assogestioni) y su Federación (FeBAF) el 6 de junio de 2012, con ocasión de la primera semana ISR celebrada.

Por otro lado, en un intento más matizado y general, la Asociación Alemana de Gestores de Patrimonios (BVI) ha aprobado un primer posicionamiento sobre la inversión responsable¹³. Entre otras cosas establece que sus miembros excluirán los “productos ilegalizados internacionalmente” y apoya el desarrollo de iniciativas como los Principios Responsables de Inversión de la ONU (UN PRI).

La ISR está menos desarrollada en Alemania que en otros grandes países europeos y, en ese sentido, hay que entender esta Declaración que algunas fuentes han considerado como un documento de “mínimo común denominador”. Así, el documento establece que es sólo el inversor el que decide si un fondo satisface sus valores éticos y morales. No hay mención a los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo bajo el “deber fiduciario”. También al final del documento afirma que los miembros del BVI “se comprometen voluntariamente ellos mismos a informar a sus clientes sobre la medida en que invierten responsablemente” y son los gestores de fondos los que deciden qué fondos denominan “responsables” o “sostenibles”.

c) Contenidos Normativos

Respecto a los ámbitos a regular, existen consensos crecientes sobre que la normativa, con rango de ley o no, puede o debe abordar los siguientes aspectos (y perseguir los siguientes objetivos):

- Definiciones o clasificaciones homogéneas, y en su caso mínimas, sobre los diferentes productos ISR y sus estrategias.
- Transparencia en el valor y el impacto de los productos ISR en relación con los clientes y la sociedad en general.
- Normas sobre comprobaciones de la política ISR.
- Transparencia sobre las metodologías seguidas, las comprobaciones y normas sobre la rendición de cuentas de los procesos de inversión.

¹³ Líneas Directrices de la BVI para la Inversión Responsable. Noviembre 2012.
http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Leitlinien_verantwortliches_Investieren.pdf.

4/ MARCOS LEGISLATIVOS EUROPEOS DE LA ISR

El Estudio del Eurosif de 2012 recogía expresamente un resumen del marco normativo de la ISR en los diferentes países europeos. De hecho es la recopilación de referencia que se utiliza actualmente en diversos organismos consultados.

Como tal no existe prácticamente legislación específica sobre el mercado retail. Por estas razones vamos a exponer los principales puntos recogidos en el Estudio del Eurosif, actualizados aunque resaltando tanto algunas singularidades nacionales como aquellos aspectos que sean relevantes desde una perspectiva retail.

También hemos contrastado y complementado la información relativa a los principales mercados europeos retail que son Bélgica, Francia, Reino Unido y Suiza.

Por otro lado está la legislación europea. En ésta tiene una relevancia especial la normativa sobre la información y comunicación de la RSC de las empresas y también el KIID relativo a información básica que deben suministrar los productos de inversión. Así, aunque no es objeto de este Informe y sobre el que el Eurosif nos ofrece ya abundante información, debe ser mencionado.

En concreto el Informe Eurosif, en un resumen sobre este tema en la página 20, señala que:

Los gestores de patrimonios que sigan estrategias de inversión responsable dependen de la información ASG de las empresas en las que invierten para realizar sus análisis. De la misma manera, los inversores en búsqueda de inversiones responsables necesitan información de sus gestores de patrimonios para valorar su adecuación a ello. De esta manera es como la responsabilidad social corporativa (RSC) complementa la inversión responsable y sostenible.

La Unión Europea ha dado recientemente pasos encaminados hacia la mejora tanto la información pública de empresas e inversores. En la Comunicación de 25 de octubre de 2011 sobre la RSE, la Comisión escribe 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. Constituye también un elemento importante de rendición de cuentas y puede contribuir al aumento de la confianza del público en las empresas. Para responder a las necesidades de las empresas y otras partes interesadas, la información debe ser significativa y su recopilación debe ser eficiente en costes." La Comisión continúa afirmando que se presentará una propuesta legislativa sobre la transparencia de la información social y ambiental proporcionada por las empresas en todos los sectores.

(Nota: el 7 de febrero de este año el Parlamento Europeo aprobó las definiciones de la RSC propuestas por estas normativas del 2011).

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. La propuesta de 3 de julio de 2012 está recogida en el Documento de Información Clave (KID en inglés) de productos de inversión y está vinculada a una iniciativa más

amplia para crear un entorno normativo sostenible y satisfactorio para la venta y la divulgación de información en relación con los productos de inversión para particulares.

En este sentido también la Asociación Europea de Gestores de Patrimonios, EFAMA, ha planteado sus propuestas¹⁴ para incluir los aspectos ASG en el KID en el Documento "Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure".

ALEMANIA

El mercado ISR y la implementación de la RSC no están muy regulados en Alemania. Básicamente se refiere también a los requerimientos de información.

En 2004 se adoptó una normativa legal respecto a la RSC. Desde entonces las grandes gestoras de patrimonios deben informar sobre criterios de resultados no financieros como el medioambiente o temas laborales en sus informes anuales.

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. Fueron adoptadas en 2001 para los fondos de pensiones (Pensionsfonds) y ampliados en 2005 a las instituciones de pensiones (Pensionskassen), así como al seguro directo (Direktversicherer).

La obligación de informar debe implementarse cuando se firma el contrato y, posteriormente, anualmente. Los sistemas de pensiones y las compañías de seguros no están obligadas en Alemania a tener una política de inversión sostenible sino que sólo se les requiere a que informen sobre si invierten sosteniblemente o no.

Por otro lado, en 2010 el Gobierno alemán adoptó una estrategia nacional RSC. Con el objetivo de desarrollar un plan de acción, se estableció un foro nacional RSC compuesto de expertos del mundo de la empresa, sindicatos, ONGs e instituciones académicas con la finalidad de realizar recomendaciones al Gobierno. El plan de acción busca concienciar a la gente sobre los beneficios que ofrece la RSC a las empresas y a la sociedad en general. De todos modos no hay implicaciones legales o normativas vinculadas a ello.

También en 2010, el Gobierno alemán convocó el Consejo Alemán para el Desarrollo Sostenible (RNE)¹⁵ que está compuesto por 15 representantes de la sociedad que están implicados en el desarrollo sostenible. El RNE adoptó un código de sostenibilidad en 2011¹⁶ y a agosto de este año, 52 empresas, la mayoría cotizadas, han manifestado su conformidad con el código.

Finalmente en el ámbito temático, en el año 2000 se aprobó la Ley de Energías Renovables para incentivar el crecimiento de este sector. Ofrece un marco de trabajo legal para este sector. La Ley garantiza a los operadores de electricidad de origen renovable unas retribuciones fijas, algunas muy superiores a los precios de mercado.

¹⁴ EFAMA Guidance on RI information in the KIID & Post Investment Disclosure (2012)
http://www.efama.org/Publications/Public/Responsible_Investment/12-4010_EFAMA%20Guidance%20on%20RI%20information%20KIID%20Post-investment.pdf.

¹⁵ Consejo Alemán para el Desarrollo Sostenible. <http://www.nachhaltigkeitsrat.de/en>

¹⁶ Código Alemán de Sostenibilidad en inglés
http://www.nachhaltigkeitsrat.de/uploads/media/RNE_The_German_Sustainability_Code_GSC_text_No_41_January_2012_01.pdf.

De todos modos, respecto a Alemania llamamos la atención sobre el código mencionado de su Asociación de Gestores de Patrimonios (BVI) por el que ha aprobado un primer posicionamiento sobre la inversión responsable¹⁷. Creemos que este texto, conjuntamente con el de Italia que veremos en el siguiente apartado, pueden ser de especial utilidad para la situación española.

Sobre el futuro de las finanzas sostenibles el foro alemán FNG ha preguntado, con ocasión de las elecciones, a todos los partidos sobre sus planes. En el vínculo se adjuntan las respuestas¹⁸.

AUSTRIA

Además de unas normas habituales de información ASG, cuando hay una política al respecto, Austria se caracteriza por sus certificaciones.

La primera es la proporcionada por la Sociedad Austriaca por el Medioambiente y la Tecnología (ÖGUT)¹⁹. Así 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. Ocho instituciones tienen esa certificación.

El ÖGUT realiza una valoración independiente a fin de promover la inversión sostenible y un sector financiero en esa línea de sostenibilidad.

Se analizan tres áreas. La metodología básica, o política ISR, la cartera y el “entorno” de inversión. El entorno se refiere a la comunicación, la transparencia, el compromiso con la política y el contexto general de sostenibilidad en el funcionamiento de la institución.

Otra característica del mercado ISR de Austria es el ‘Umweltzeichen’ que es un label del Estado de calidad ambiental para toda clase de productos, incluidos los financieros. Son elegibles para solicitar el label fondos sostenibles con un enfoque ético y ecológico así como fondos temáticos relacionados con la sostenibilidad (agua, cambio climático, energías renovables, tecnología ambiental). Para obtener el label de calidad deben cumplir con un conjunto de criterios de exclusión, p.ej. energía nuclear y armas, y un conjunto de criterios positivos incluyendo también estándares sociales y ecológicos. A fecha de este Informe, en agosto de 2013, había 41 fondos²⁰ certificados en su web.

BÉLGICA

Tal como se ha comentado con antelación, un factor diferencial muy importante de este desarrollado mercado ISR retail es la metodología desarrollada por la Asociación Belga de Gestión de Patrimonios, BeAMA. Este Proyecto fue desarrollado por la Federación del Sector Financiero, Febelfin, de la que forma parte BeAMA, y se concluyó en 2012. En esta metodología y recomendaciones²¹, se mencionan las reglas de difusión y publicación y el marco de trabajo y los criterios que

¹⁷ Op. Cit. http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Leitlinien_verantwortliches_Investieren.pdf

¹⁸ Cuestionario Electoral sobre ISR a los partidos alemanes del SIF alemán.

http://www.forum-ng.org/images/stories/Aktivitaeten/wps_deutschland_bundestagswahl_2013.pdf

¹⁹ Sociedad Austriaca por el Medioambiente y la Tecnología

<http://www.oegut.at/en/themen/nachhaltiger-finanzmarkt/nachhaltigkeitspruefung-mvk.php>

²⁰ Label estatal austriaco de calidad ambiental

<http://www.umweltzeichen.at/cms/home/produkte/content.html?rl=74>

²¹ Recomendaciones ISR del Fedelfin o Federación Belga del Sector Financiero (2012)

<http://www.febelfin.be/sites/default/files/files/SustainableFinancialProductsRecommendation.pdf>

un gestor de fondos debe cumplir para ser reconocido por la Febelfin como un fondo ISR. En estas recomendaciones del Febelfin se incluyen los criterios mínimos para los productos calificados como “sostenibles” y “socialmente responsables”.

La Federación del Sector Financiero, Febelfin, está compuesta por 265 instituciones financieras que incluyen bancos, entidades crediticias, brokers, empresas de leasing, etc. No está incluidas las aseguradoras ni los fondos de pensiones.

Por lo general el mercado belga está típicamente orientado hacia la exclusión “normativa”, o por comportamientos contrarios a convenciones aceptadas pero también tiene una tradición de exclusión por actividades.

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

En cuanto a la ISR retail, supone el 23% del mercado ISR total según el estudio del Eurosif. En definitiva, los fondos ISR son más abundantes en el conjunto total de fondos y, dentro de ellos, la proporción retail es también claramente superior.

DINAMARCA

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

Tal como señala el Informe Eurosif, los principales motores de la ISR son las recomendaciones y guías, el UN PRI, la influencia y relaciones de los profesionales de la ISR, todo ello en un entorno de ONG's preocupadas por el tema y la correspondiente atención de los medios de comunicación.

FINLANDIA

El desarrollo en Finlandia, que no es importante, no responde a mandatos legales sino a las prácticas y la promoción tanto del FinSif como a la iniciativa del UN PRI.

Al igual que los otros países nórdicos, normalmente la ISR está centrada en el filtrado por comportamientos anti-éticos, medioambientales y sociales y alguna exclusión por actividad.

FRANCIA

Las dos normas básicas francesas que afectan a la ISR son la Ley de julio de 2010 sobre la financiación de actividades relacionadas con determinadas armas (Minas anti-persona y bombas racimo) y el artículo 224 de la Ley de julio de 2012²² (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

²² Textos en http://www.frenchsif.org/pdf/textes-de-loi/Grenelle%20Art_224_225_226_texte%20final.pdf

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 indudablemente a desarrollar una política ISR.

En lo que respecta a los Planes de Ahorro Salarial, la ISR ha sido activamente promovida gracias a la implicación de los principales sindicatos franceses organizados en torno al comité "CIES". Este comité otorga labels a los principales Planes desde 2002. En este mismo ámbito, desde 2008 es obligatorio ofrecer entre las opciones de los Planes de Ahorro Salarial un "fondo solidario". Este tipo de fondos incluyen un 10% de inversiones de "impacto" y un 90% en otros activos que, normalmente, también se gestionan con una perspectiva ISR. Así, estos Planes se han convertido en la principal fuente de aportaciones individuales a la ISR en Francia.

Respecto a los planes de futuro, en junio se ha presentado un Informe público al Gobierno de gran interés. El Informe es el relativo a la "Responsabilidad y desenvolvimiento de las organizaciones: 20 propuestas para reforzar la responsabilidad social de las empresas (RSE)"²³.

El Informe consta de cuatro ejes que son:

- Desarrollar una cultura de resultados globales.
- Mejorar la fiabilidad de las informaciones extra-financieras.
- Favorecer la inversión responsable.
- Posicionar internacionalmente a Francia en materia RSE.

Se adjunta en el siguiente cuadro el resumen que hace el propio Informe del eje tercero, sobre ISR, donde entre otras cosas propone condicionar determinados regímenes fiscales del ahorro a la orientación, al menos parcial, hacia la ISR.

3. IMPULSAR LA INVERSIÓN RESPONSABLE

En materia de inversión socialmente responsable se pueden identificar siete enfoques diferentes. El nivel de compromiso responsable varía según el sistema de valores de cada uno de esos enfoques. Ello tiene como consecuencia a la vez una falta de claridad para los ahorradores así como para los inversores y una dificultad constante para evaluar los montantes financieros dedicados a la inversión responsable. Así, los redactores estamos convencidos de la necesidad de promover la creación de un label único y enriquecido y de poner mejor en valor las iniciativas de capital/inversión responsable (propuesta nº 14), tanto más cuando la inversión responsable ha llegado a ser una de las especialidades francesas reconocidas en la gestión de patrimonios.

A fin de acentuar la orientación precedente, es oportuno animar a los inversores institucionales a priorizar los productos de inversión responsable (propuesta nº 15) porque pueden jugar un papel de preparación o arrastre para la difusión de la inversión responsable. Algunos de ellos se han comprometido con esta vía pero sin estar obligados. Es por ello deseable extender formalmente a los inversores institucionales que actúan en Francia, la obligación de transparencia a la cual están sometidos las sociedades de gestión de patrimonios.

²³ Responsabilité et Performance des Organizations. 20 Propositions. Gobierno de Francia (junio 2013)
http://www.gouvernement.fr/sites/default/files/fichiers_joints/rapport_brovelli_-_drago_-_molinie_-_responsabilite_et_performance_des_organisations.pdf

También se podría reforzar la toma en cuenta de las dimensiones extra-financieras en el otorgamiento de ciertos créditos bancarios a las empresas, actividades o proyectos más singulares (propuesta nº 16).

Entre las inversiones a la vez atractivas y con buenos resultados, el seguro de vida merece en sí mismo una atención especial en la medida en que no está suficientemente invertida en los productos de inversión responsable. Con esta finalidad se propone orientar una parte creciente del seguro de vida, en sus inversiones a largo plazo, hacia los productos de inversión responsable (propuesta nº 17). Para conseguir este objetivo, estaría justificado condicionar progresivamente el mantenimiento de un régimen fiscal particular para el seguro de vida a una orientación ISR de una parte de las inversiones.

HOLANDA

En Holanda no hay legislación específica en relación con la ISR.

Desde el uno de enero de este año los fondos de pensiones tienen prohibido la inversión en temas relacionados con las bombas racimo. En concreto, el Decreto de "Dutch Market Abuse" fue modificado para incluir la obligación de "evitar que cualquier institución financiera holandesa preste apoyo directo a cualquier empresa nacional o extranjera que produzca, venda o distribuya bombas racimo". La legislación incluye la prohibición de realizar préstamos y adquirir u ofrecer instrumentos financieros que hayan sido emitidos por una empresa implicada en la producción, venta o distribución de bombas racimo y también la adquisición de activos fuera de mercado del capital de esas empresas. Como se sabe esta prohibición afecta básicamente a empresas norteamericanas, rusas e israelíes que no han firmado la Convención de Dublín sobre Munición de Racimo (CCM).

Por otro lado la organización paraguas de las asociaciones holandesas de sistemas de pensiones, Pensioen Federatie, publicó en 2007 un pionero manual relativo a la inversión responsable.

Más recientemente, la Asociación de Aseguradores de Holanda de ha aprobado un Código de Inversión Responsable²⁴ que es aplicable a todos sus miembros salvo que estos expliquen su particular aplicación.

Básicamente se comprometen a tener en cuenta los temas ASG y a aplicar los principios del Pacto Mundial y del PRI más la exclusión de armas controvertidas. Así, más que en el contenido, lo relevante es la aplicación a todos los aseguradores holandeses asociados que representan más del 95% de las primas de ese mercado.

En este sentido se puede adelantar una de las conclusiones que apunta el Informe 2012 del Eurosif sobre este mercado y es que la ISR puede terminar totalmente integrada en los procesos básicos de inversión de tal manera que no sea una actividad diferenciada al menos, en el mercado institucional y asegurador. Ello instrumentado básicamente por la vía de las exclusiones básicas y, sobre todo, la implicación. Las estrategias de nicho o parciales como las de impacto, parece que tienen menos futuro mientras que la Best-in-Class no ha sido nunca habitual.

²⁴ Asociación Holandesa de Aseguradores. Código de Inversión Responsable. En inglés.
<https://www.verzekeraars.nl/overhetverband/zelfregulering/Documents/Sustainable%20Investing%20Code.pdf>

ITALIA

Tal como afirma la ficha del Informe 2012 del Eurosif, la ISR es también un nicho en el ámbito del ahorro italiano.

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. También, a través de Vigeo Italia, realizan algunas actuaciones de implicación.

Sin embargo, en relación con los fondos retail, que históricamente lideraron este mercado, éstos han visto como perdían patrimonio, reflejando la debilidad de la demanda así como el poco interés de las gestoras de patrimonio en esta área.

El sector de la gestión de patrimonios todavía parece reacio a adoptar la ISR como una estrategia central después de la década de crisis que arrastra. Las buenas prácticas son casos más bien aislados mientras que el conjunto del sector no está invirtiendo realmente en los temas ASG. Habrá que ver qué efectos tiene la Declaración ya mencionada sobre la inversión sostenible y responsable firmada por el conjunto del sector financiero italiano. Reiteramos que esta Declaración conviene que sea analizada para valorar su referencia y oportunidad para el mercado español y su sector financiero²⁵.

En cuanto a la normativa en sí, ésta regula la información pública sobre las prácticas ISR.

Actualmente no existe una obligación legal por parte de las empresas o de los inversores para informar sobre los aspectos ASG en sus negocios y actividades. El Decreto Legislativo 32/2007 habilita la posibilidad para las empresas de integrar indicadores financieros con extra-financieros en relación con su actividad, como pueden ser informaciones relativas al medioambiente o el capital humano. La opción sobre informar de ello es de los administradores, así como su percepción sobre la relevancia de los temas ASG en la actividad empresarial.

Respecto a los fondos de pensiones, en aplicación del Decreto Legislativo 252/2005, éstos están obligados a incluir en su informe anual y en su comunicación a los inversores sobre sí, y en qué medida, se adoptan criterios ASG en la gestión de activos²⁶.

Desde la perspectiva retail y como consecuencia del llamado “escándalo Parmalat”, el Parlamento aprobó una ley por la que, entre otras cosas, se establecía una mayor obligación de informar públicamente en todos los productos denominados éticos o socialmente responsables. Este principio ha sido implementado por la Autoridad de Servicios Financieros, el Consob, mediante la normativa nº 16190/2007. Son los artículos 89 y 90, en el cuadro al final de este punto, que establecen unas detalladas obligaciones de información pública destinadas a toda entidad autorizada y aseguradora que ofrezca productos denominados como éticos o socialmente responsables. Se centra básicamente en la política ISR, los criterios ASG y los derechos de voto.

En gran medida el estándar sigue el contenido de las Recomendaciones de Transparencia del Eurosif de tal manera que los firmantes que lo cumplen están cumpliendo de hecho con la normativa.

²⁵ Op. Cit. http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,147,8413,19/carta-isr-della-finanza-italiana_firmata-2-.pdf

Versión inglesa http://www.finanzasostenibile.it/images/stories/docs/Carta_Fin_Sost_ing_DEF.pdf

²⁶ Legislación http://www.finanzasostenibile.it/index.php?option=com_content&view=article&id=528:rapporti-2003&catid=57:rapporti-con-le-istituzioni-completate&Itemid=169

Por otro lado el Isvap, o Autoridad de Servicios Aseguradores, aprobó una normativa similar (nº 35/2010), aplicable a los productos aseguradores.

Más recientemente el Covip, que es la Autoridad de Pensiones, aprobó una nueva normativa sobre la política de inversiones de los fondos de pensiones por la que ponía en vigor la obligación de comunicar los criterios éticos, ambientales o sociales, si es que hay alguno, en la declaración de principios de inversión.

Por otro lado hay otra rama de la legislación sobre el activismo accionarial, la inclusión de directrices de voto, la inclusión de temas en las juntas, etc.

En cuanto a guías, el Forum per la Finanza Sostenibile, que es el SIF italiano, publicó una para integrar los aspectos ASG en las políticas de inversiones²⁷ de los sistemas de pensiones.

También publicó en 2007 una guía sobre la rendición de cuentas sobre los aspectos ASG por parte de las entidades de pensiones complementarias²⁸.

En un cuadro, el Estudio del Eurosif 2012²⁹ recoge la principal normativa y códigos de Italia. Se encuentra en la página 44 de la versión inglesa.

El FFS hizo la siguiente valoración del mercado ISR retail, con ocasión de la presentación del Informe 2012 del Eurosif "En general, los fondos ISR dirigidos a la clientela retail muestran una tendencia negativa. Frente a una clientela cada vez más atenta a la inversión responsable (según un reciente encuesta realizada por Demos&Pi e Ilvo Diamanti³⁰, el 80% de los italianos desean unas finanzas más éticas y más responsables), los gestores de patrimonios italianos no parecen considerar la inversión sostenible y responsable como una estrategia clave para un nuevo desarrollo del sector (de fondos).

De 16 fondos de inversión activos a final de 2009, se han cerrado dos y otros tantos lo serán en breve.

La creciente conciencia de los inversores en las finanzas sostenibles y responsables tiene reflejo en el óptimo resultado de las aportaciones a fondos ISR que además de una buena metodología de análisis extra-financiero, cuentan con una eficaz comunicación y distribución. Teniendo en cuenta aisladamente estos casos de buenas prácticas, se produjo un incremento del 38% en los activos gestionados en el periodo 2009/2011"³¹.

NORUEGA y SUECIA

En Noruega no hay un marco legal formal sobre la ISR. Sin embargo, el Fondo de Pensiones del Gobierno (NGPF) actúa como una referencia fundamental. De todos modos, otras entidades también realizan aportaciones importantes. Así, la KLP de los funcionarios y que también distribuye seguros, aún cuando siga básicamente los criterios del NGPF, tiene una desarrollada política de

²⁷ Guía de Integración de la ISR. FFS. http://www.finanzasostenibile.it/images/stories/Linee_guida_DEF.pdf

²⁸ Guía para la Rendición de Cuentas. FFS.

http://www.finanzasostenibile.it/images/stories/docs/linee_guida_ASE-FPC_def.pdf

²⁹ Op. Cit. <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012>

³⁰ Encuesta Diamant (2009) http://www.consorzioparsifal.it/public/content/rapporto_integrale_demos_banca_etica_.pdf

³¹ Diapositiva 8 de la presentación.

http://www.finanzasostenibile.it/images/stories/docs/121010_Studio_Eurosif_2012_marchello.pdf

exclusión por comportamientos que publica con ciertos detalles.

En Suecia tampoco hay un marco legal específico donde las grandes instituciones, incluidas las APs que reciben la parte capitalizada de la Seguridad Social, son la referencia.

En concreto los fondos de pensiones públicos en Suecia están obligados a tener en cuenta las consideraciones medioambientales y éticas sin perjudicar el objetivo global de obtener buenos resultados financieros.

En ambos países hay que resaltar no solo la política de exclusión por contravenir los valores de su sociedad. También hay que destacar los esfuerzos de implicación que desarrollan apoyados en los grandes capitales acumulados por el NGPF y porque es una referencia mundial. En ese sentido la agencia de investigación ASG que es GES, presta muchos de estos servicios y es también activa en las propuestas que se hacen en el marco de la Clearinghouse el UN PRI.

La Asociación sueca de Fondos de Inversión tiene una Guía sobre Marketing e Información de los Fondos³². En su apartado 2.10 recoge los siguientes temas que se exponen a continuación.

En enero de 2004, el Comité de Marketing de Fondos Éticos (ENF), a petición del Ombudsman del Consumidor, emitió una declaración aconsejando una serie de requerimientos que deberían ser cumplidos para que un fondo pudiera ser comercializado como "ético". Después ese Comité ha actualizado varias veces su posición con varias declaraciones.

Actualmente su posición estipula que las gestoras de fondos deben observar lo siguiente:

"El ENF considera que los siguientes criterios deben cumplirse si un fondo quiere ser comercializado usando el término "ético" u otra formulación que indique o implique que el fondo orienta sus inversiones en línea con consideraciones ambientales, sociales u otras especiales de similar naturaleza.

- *La sociedad gestora del fondo tendrá un proceso claramente definido para seleccionar sus inversiones. Esto se aplicará tanto si la gestora aplica criterios positivos o negativos en el proceso de selección o si la política de la gestora consiste en intentar influir en la deseada dirección en las empresas en las que invierte.*
- *La gestora tendrá una función o actividad de seguimiento cercano continuo y de garantía del cumplimiento del proceso de selección.*
- *Si la gestora declara que las inversiones del fondo se eligen sobre la base de criterios de selección negativos, un máximo de rotación del 5% en la empresa (vinculada) en la que se invierte, o en el grupo del que la gestora es miembro, puede implicar operaciones que no están a la altura de los requerimientos establecidos por la gestora.*
- *La gestora, sobre la orientación de inversiones del fondo, además de la información que debe darse en las especificaciones del fondo, los KIIDs (documento informativo básico) y los folletos completos, proporcionará claros y fácilmente accesibles detalles sobre:*
 - *La política de inversiones de la gestora para el fondo, incluyendo información sobre los criterios de selección y*

³² Asociación sueca de Fondos de Inversión. Guía sobre Marketing e Información de los Fondos <http://fondbolagen.episerverhosting.com/Documents/Fondbolagen/English/Regulations/Guidelines/pdf/Guidelines%20for%20marketing%20and%20information%20eng%20%20final%202012.pdf>.

- *Límites de rotación de cartera y*
- *El proceso de selección de la gestora para el fondo y la manera en que el cumplimiento del proceso es seguido y garantizado.*
- *La información se proporcionará en la web de la gestora pero también debe estar disponible de forma impresa.*
- *La gestora del fondo describirá en sus Informes Anuales y en los Semestrales en que medida se ha cumplido con la política de inversiones en relación con la orientación de las inversiones basada en las consideraciones específicas (ASG). La gestora, en la medida en que haya habido desviaciones de la política, proporcionará detalles de las medidas que se han adoptado como consecuencia."*

SUIZA

El Artículo 73 de la Constitución Suiza establece que *"La Confederación y los Cantones actuarán para alcanzar una equilibrada y sostenible relación entre la naturaleza, y en especial su capacidad de renovación, y las demandas de su utilización por el ser humano"*.

Por lo demás Suiza ha ratificado el tratado internacional de prohibición de la munición de racimo y la legislación correspondiente 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"³³ que hace obligatorio que los fondos de pensiones suizos establezcan reglas para el ejercicio de sus derechos como accionistas. En este marco vale con informar que los votos no se ejercen o que se hace siguiendo siempre las propuestas del consejo correspondientes.

También el Gobierno suizo invierte una pequeña parte de las inversiones de la seguridad social usando criterios éticos, sociales y ambientales.

En cuanto a su mayor desarrollo retail, ya se comentó que está relacionado con el mayor desarrollo de su sector financiero y una cierta tradición ecológica, como atestigua su propia Constitución.

Así, es el único caso que conocemos que el mercado retail es más importante que el institucional. Los fondos retail representan 22.500 millones de CHF que son el 53% del mercado ISR.

Lo cierto es que es una estructura desarrollada con importantes gestoras con fondos retail (SAM, Pictet, Vontobel, etc.) que aunque no tienen una red de distribución, sin embargo, se apoyan en la gran banca suiza para llegar al ciudadano. Esta gran banca (UBS, Credit Suisse, etc.) distribuye esos productos a través de unos empleados que entienden lo que están ofreciendo.

El ciudadano suizo por otro lado, cuando le ofrecen (porque sigue siendo una iniciativa de la oferta) estos productos ISR, los valora positivamente y los contrata. Sobre todo los ecológicos aunque en los últimos tiempos el debate sobre el buen gobierno, y las retribuciones a los directivos, también han llegado a ser debate popular. En general el ciudadano suizo tiene más cultura financiera

³³ Legislación de Voto. <http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20101318/201201010000/831.435.1.pdf> y en inglés <http://www.admin.ch/ch/e/rs/rs.html>

y llega a ser tema de comentario público estos temas ambientales y de gobierno corporativo.

De todos modos este mercado ISR se fundamenta en fondos temáticos, que se entienden fácilmente (agua, clean tech, forestal, etc.). No se han llegado a popularizar estrategias complejas, o al menos de compleja explicación, como de integración, best-in-class, etc.

Finalmente hay que resaltar que esta posición relativa tan alta del retail también se debe en parte al sorprendente poco desarrollo de la ISR en los fondos de pensiones corporativos.

De todos modos, desde la perspectiva de este Informe, el documento e ideas más interesantes se encuentran en su Libro Blanco sobre el proceso para convertir a Suiza en un centro sostenible financiero mundial³⁴ ya mencionado y del que se recogen varias ideas en el capítulo siguiente sobre otras medidas.

REINO UNIDO

Por la normativa de 2005 sobre Sistemas de Pensiones de Empleo (Inversiones)³⁵ y su extensión posterior a las pensiones “stakeholder” y organizaciones caritativas, se requiere a los sistemas de pensiones de empleo a que expliquen su ISR, si la tienen, en la “declaración de principios de inversión”.

El Reino Unido ratificó, en mayo de 2010, la prohibición de la financiación directa de munición de racimo. De todos modos todavía es probable que se produzca inversión indirecta y para muchos es muy difícil establecer la distinción aunque las armas controvertidas están en general en la agenda de estos inversores.

En todo caso, muy pocos inversores publican su lista de exclusiones por lo que se tienen pocos datos concluyentes sobre este tema mientras que la estrategia de exclusión sigue todavía asociada con los inversores éticos (inversiones y esquemas de la Iglesia y de organizaciones caritativas) que tienen unos valores preestablecidos y conocidos. Incluso dentro de estos hay problemas de aplicación como ha sido el caso reciente del fondo de la Iglesia de Inglaterra invirtiendo en un prestamista de corto plazo y altos tipos de interés.

Aparte de las numerosas normativas y regulaciones sobre el voto y el gobierno corporativo, el Reino Unido ha sido pionero con el UK Stewardship Code que desarrolla las responsabilidades, como inversores, respecto a las compañías en que se invierte, y su control.

La Unión Europea está siguiendo de forma muy similar la orientación del código británico.

A través del Stewardship Code³⁶, al que los gestores, los propietarios de activos (los fondos de pensiones principalmente), y los proveedores de servicios se pueden adherir de forma voluntaria, se establecen las buenas prácticas en la implicación con las empresas en las que se invierte así como temas asociados como los conflictos de interés y la información a suministrar sobre estas actividades.

³⁴ Op. Cit. http://www.whygeneva.ch/media/ecowhygeneva/files/white_paper_path_to_the_sustainable_financial_centre_switzerland.pdf

³⁵ Pensions Act. http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2005/3378/pdfs/ukxi_20053378_en.pdf

³⁶ Stewardship Code. <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

Respecto a los gestores de patrimonios regulados por la Autoridad de Servicios Financieros, ahora dependientes de la Financial Conduct Authority, estos deben señalar públicamente sobre la base “comply or explain” si se adhieren a dicho Código de Stewardship.

Estas reflexiones continúan con el Informe Kay sobre los fallos del mercado de acciones y la inversión a largo plazo. Todavía no ha producido grandes cambios pero la sensación de ser indebidamente cargadas comisiones ha sido poderosa.

Por otro lado, el Financial Reporting Council está preparando instrucciones y recomendaciones sobre la presentación de información corporativa sobre temas ambientales, sociales y de diversidad en la plantilla. También hay bastante actividad en general en el Reino Unido sobre las implicaciones del “reporting integrado” y las nuevas directrices de reporting del GRI.

Por lo demás el gráfico del Eurosif del Estudio 2012³⁷ expone ordenadamente la diferente normativa relevante del Reino Unido. Se encuentra en la página 59 de la versión inglesa.

En cuanto al mercado, el Reino Unido está reconocido como un líder global en finanzas y también en finanzas responsables. Es un centro dinámico de conocimientos profesionales en ISR en todas las áreas y fases. También en inversiones temáticas como el CO2, las inversiones de impacto y las finanzas islámicas.

Además es la sede de importantes organizaciones del sector como el UN PRI, el Carbon Disclosure Project y el Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC)

Por otro lado el UKSIF agrupa a alrededor de 50 gestores de patrimonios asociados. Alrededor de 60 bancos de inversión, agencias de investigación ASG, consultoras y otros proveedores de servicios son también miembros del UKSIF. En cuanto a las estrategias, los grandes fondos y sus consultoras y asesores se han especializado básicamente en la implicación y la integración. También prestan más atención a los temas de gobierno corporativo y a los ambientales que a los sociales, aunque son bastante activos con los temas laborales y de derechos humanos en la cadena de suministro.

Por el contrario, menos de cien asesores financieros pertenecen a la Asociación de Inversiones Éticas (EIA) que es la sección para estos asesores en el UKSIF cuando hay más de 30.000 asesores financieros en el RU.

En los últimos tiempos se ha producido, como en otros mercados, una consolidación y absorción de fondos de inversión retail aunque todavía existen fondos de este tipo en el mercado. Estos fondos son una mezcla de fondos eco/verdes/temáticos/éticos y también con integración de la ASG. La sensación que nos transmiten de los Asesores Financieros Independientes (IFAs titulados) es que las diferencias entre los fondos se entienden mal y hay mucha confusión en los mercados además de que no se sabe cual es el efecto o impacto en el inversor. Así, la tendencia es ofrecer los fondos ASG sólo a aquellos inversores que han dejado muy clara su posición ética.

En todo caso se ha elaborado un Informe sobre la forma de asesorar por parte de estos Asesores Independientes al ciudadano en materia ISR. El Informe³⁸, que se titula Advising Clients on Social Investment, analiza la relación de la ISR y la “adecuación” al inversor y puede ser de interés para

³⁷ Op. Cit. <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012>

³⁸ Advising Clients on Social Investment. Worthstone. <http://www.worthstone.co.uk/wp-content/uploads/2012/03/Advising-clients-on-social-investment.pdf>

estudiar actuaciones en España en relación con las redes comerciales (conjuntamente con otros trabajos en esta línea).

Lo que sí se está produciendo en los últimos tiempos es un interés creciente en la inversión de impacto, y en especial, la inversión social en la comunidad o en el entorno cercano³⁹. Incluso la City of London ha publicado un folleto explicativo⁴⁰. El Gobierno está promoviendo esta línea de actuación⁴¹ y se ha dotado un fondo, el Big Society Capital, con activos durmientes de la banca que colabora en el lanzamiento de estas opciones de inversión y recientemente ha solicitado una ampliación de los incentivos fiscales a los bonos de impacto social⁴².

Por otro lado todavía sigue vivo el debate sobre el deber fiduciario de actuar en exclusivo interés financiero y la ISR. Así, se ha pedido a la Comisión Legal (órgano independiente de revisión de las leyes) que emita recomendaciones al Ministerio de Negocios, Innovación y Aptitudes, para junio de 2014, sobre los deberes fiduciarios y la medida en que las cuestiones éticas y ASG pueden ser tenidas en cuenta dentro de ellos (ya existe alguna habilitación parlamentaria). Habrá un proceso de consulta en octubre antes de las recomendaciones de junio.

Por otro lado, también es cierto que el nivel de desarrollo de la ISR entre los pequeños y medianos fondos de pensiones corporativos es muy bajo. Ahora bien, también es un país donde hay un debate sobre la utilidad social, o no, de la banca que debería ser más sensible a los temas sociales y ASG en general.

En definitiva, es un mercado con poco desarrollo de la ISR retail e, incluso, de poco desarrollo institucional salvo entre las grandes instituciones de pensiones (que, sin embargo, son relativamente numerosas y bastante grandes). Ahora bien, como gran plaza financiera procura, y consigue, ofrecer todos los servicios, también en este área.

En cuanto a los temas de actualidad, se está introduciendo gradualmente y por silencio positivo, con notable éxito, el NEST que es un sistema de pensiones de empleo, por defecto, para aquellos que no tienen acceso a un sistema de pensiones de empresa tradicional. Este sistema puede llegar a cubrir hasta a 11 millones de empleados británicos.

El NEST aplica la ISR a todos sus activos además de ofrecer individualmente una opción ética y otra compatible con la Sharia islámica. Es muy posible que el enfoque del NEST sobre la ISR se convierta en toda una referencia para el sector financiero.

³⁹ OIPE. <http://www.investmenteurope.net/investment-europe/news/2284302/new-fund-targets-uk-social-impact>

⁴⁰ Guía City de Londres. Supporting Local Communities. <http://www.cityoflondon.gov.uk/business/supporting-local-communities/Documents/a-brief-handbook-on-social-investment.pdf>

⁴¹ Growing the Social Investment Market: A vision and strategy. Gobierno Británico (2011) https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/61185/404970_SocialInvestmentMarket_acc.pdf

⁴² IPE http://www.ipe.com/news/big-society-capital-calls-for-tax-support-on-social-impact-bonds_56373.php

OTRAS MEDIDAS DE PROMOCIÓN DE LA ISR

Incentivos Fiscales

Habría que diferenciar los incentivos para toda la ISR y aquellos específicos para determinadas inversiones consideradas especialmente útiles.

En el primer apartado, de incentivar toda la ISR, no hemos encontrado iniciativas, que por otro lado serían difíciles de establecer si el concepto es el general de la ISR. Sin embargo, sí que hay propuestas que vinculan determinado regímenes fiscales existentes, normalmente vinculados al ahorro/pensión, que se consideran especiales, a tener en cuenta los aspectos ASG.

Así, en la propuesta al Gobierno francés se propone expresamente ir vinculando progresivamente la ISR a mantener el régimen fiscal del seguro de ahorro-vida. También los Verdes alemanes responden a las preguntas de foro FNG vinculando los contratos "Riester" (pensiones laborales de contratación individual capitalizadas) a atender a las problemáticas ASG. En última instancia las cláusulas "comply or explain" que se exigen a los sistemas de pensiones de empleo de forma generalizada ya son una determinada forma de vinculación de su "licencia (especial) de operar" con la ISR.

Respecto a los regímenes fiscales especiales, en función de determinadas temáticas, de lo que se trata es de compensar a inversores filantrópicos, compensar rendimientos inferiores o, simplemente, promover determinadas actuaciones. Así, tenemos, al menos, los siguientes:

- En 1995 Holanda introdujo el Esquema de Fondos Verdes que es un incentivo fiscal para que los inversores individuales aporten dinero a proyectos verdes beneficiosos para el medioambiente. La inversión en fondos verdes o ahorrando en "bancos verdes" produce intereses que están por debajo del mercado. Ello es compensado por el incentivo fiscal. Como contrapartida los bancos cobran a los proyectos verdes un tipo de interés inferior.

En 2010 el Ministerio holandés del Medioambiente concluyó que "El Esquema de Fondos Verdes es un éxito indudable. Miles de proyectos, desde invernaderos ecológicos y turbinas eólicas hasta agricultura orgánica y reforestación, se han realizado con fondos aportados por unos pocos cientos de miles de inversores individuales. Todas las partes interesadas, personas físicas, bancos, empresarios y el gobierno, han comenzado a darse cuenta que las inversiones verdes son rentables para la sociedad y para el medioambiente". Los fondos verdes holandeses han instrumentado inversiones del orden de los 15.000 millones €.

- En Luxemburgo las inversiones de impacto, y especialmente las realizadas en microfinanzas, han encontrado en el marco fiscal de los SICAR, SIF y SOPARFI que son vehículos especiales de inversión. Así por esta vía, además se instrumentan también fondos de infraestructuras y otras inversiones de impacto.

En microfinanzas se ha desarrollado el LuxFLAG que es un proceso de labels para los fondos de microfinanzas. Luxemburgo es también el domicilio líder mundial para vehículos de inversión en microfinanzas (MIVs), con una participación del 26% del mercado global y es el segundo mayor domicilio para fondos de CO2 en el mundo.

- En Gran Bretaña el Gobierno acaba de finalizar un proceso de consulta⁴³ sobre las deducciones fiscales por inversiones sociales. La consulta cubrirá los tipos de inversión susceptibles de apoyo fiscal y los propios incentivos fiscales. Solo las personas físicas podrán ser beneficiarias de estas deducciones.

Estos apoyos fiscales están destinados a apoyar que las empresas “sociales” crezcan e innoven mientras que continúan abordando problemas sociales enquistados como las comunidades desestructuradas, las personas sin hogar y las altas tasas de reincidencia penal.

Los Principios para la Sostenibilidad en Seguros

En algunos mercados europeos, donde el seguro tiene una fuerte presencia en el ahorro minorista, están jugando un papel importante los Principios para unos Seguros Sostenibles⁴⁴. Básicamente son cuatro principios que se exponen a continuación. También recogemos algunos puntos de desarrollo del primer principio que tienen una relación directa con los productos ISR:

Principio 1: Integramos en nuestro proceso de toma de decisiones las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (cuestiones ASG) pertinentes a nuestra actividad de seguros.

Desarrollo de productos y servicios

- Desarrollar productos y servicios que reduzcan el riesgo, tengan un efecto positivo sobre las cuestiones ASG y fomenten una mejor gestión del riesgo.
- Desarrollar o apoyar programas de formación en materia de riesgos, seguros y cuestiones ASG.

Venta y comercialización

- Formar al personal de venta y comercialización sobre las cuestiones ASG relacionadas con los productos y servicios, integrando los mensajes fundamentales de manera responsable en las estrategias y campañas.

Gestión de las inversiones

- Integrar las cuestiones ASG en las decisiones de inversión y las prácticas de responsabilidad (por ejemplo, aplicando los Principios de Inversión Responsable).

Principio 2: Colaboraremos con nuestros clientes y socios comerciales para concienciar sobre las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, gestionar el riesgo y desarrollar soluciones.

Principio 3: Colaboraremos con los gobiernos, los reguladores y otros grupos de interés fundamentales, con el fin de promover una acción amplia en toda la sociedad sobre los temas ambientales, sociales y de gobernanza.

⁴³ Consulta del Gobierno Británico sobre la Inversión Social (2013) https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/205414/consultation_on_social_investment.pdf

⁴⁴ Principios para unos Seguros Sostenibles. UNE-FI. (2012) http://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2013/06/PSI-document_Spanish.pdf

Principio 4: Rendiremos cuentas y mostraremos transparencia, divulgando de manera pública y periódica nuestros avances en la aplicación de los Principios.

En cuanto a su relación con otros marcos como los PRI, el propio documento oficial del UNEP FI señala que *los Principios para la Sostenibilidad en Seguros, los PRI y los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas son marcos mundiales, voluntarios, recogen aspiraciones, cuentan con el apoyo de las Naciones Unidas y se centran en los riesgos y oportunidades asociados con las cuestiones ASG.*

Los Principios constituyen un marco para el sector asegurador y su ámbito incluye la gestión de inversiones entre otras cosas. Por su parte, los PRI son un marco de trabajo para el sector de la inversión institucional, compuesto tanto por entidades de seguros como por entidades que no pertenecen al sector del seguro (compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de reserva estatales, fundaciones, legados o donaciones, entidades de depósito, sociedades gestoras de carteras, etc.). Por lo tanto, su ámbito se ciñe a la gestión de inversiones, tratándola de manera más exhaustiva.

Los Principios y los PRI son marcos internacionales dentro del sector financiero. Siguen la línea de los objetivos de los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, que promueven la adopción de prácticas sostenibles en todos los sectores empresariales, y los complementan. Los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas se derivan de los Principios universalmente aceptados en las áreas de los derechos humanos, el trabajo, el medio ambiente y la lucha contra la corrupción.

Los signatarios de los Principios no están obligados a suscribir los PRI o los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, y viceversa

En definitiva los PSI recogen también, aunque no sólo, las actividades de inversión y, en consecuencia, deben recoger los productos de ahorro que se ofrecen a los clientes individuales.

Varios de los promotores, además de MAPFRE, tienen una amplia actividad aseguradora en España donde, sin embargo, no se conoce por los Informantes una actividad especial en este país (aunque normalmente sí en sus casas matrices, y en algunos casos, actuaciones destacadas). Así tenemos que son adherentes Aegon, Allianz, Aviva, AXA, Chartis, Cigna, ING, Munich RE, Scor, Swiss RE, Grupo Willis, etc.

Acuerdos de Asociaciones Sectoriales

Dentro de los Acuerdos Sectoriales nos parecen de especial relevancia los recientemente adoptados en Italia y Alemania. A nuestro juicio, y por lo que parece, son acuerdos adoptados en unos mercados ISR poco desarrollados y en un entorno profesional que podríamos calificar de escéptico por parte de muchos de sus integrantes o miembros de la asociación respectiva.

Por ello no son acuerdos que vayan lejos ni sean demasiado concretos pero tienen la virtud de ser una referencia para el también aparentemente escéptico sector financiero y de la gestión de patrimonios en España.

En el Capítulo 3 de este Informe ya se exponían los principales puntos de estos Acuerdos que reproducimos por razón de una exposición sistemática.

Así, con el Acuerdo italiano⁴⁵, la Declaración se articula en tres Principios, coherentes con la renovada estrategia 2011/2014 de la UE en Responsabilidad Social Corporativa.

El primer Principio destaca la necesidad de admitir la relevancia de los temas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo en las estrategias de inversión, todo ello por razones morales y económicas.

El segundo Principio se centra en la transparencia requiriendo un incremento progresivo en la calidad de la información que se suministra, por un lado por los inversores institucionales y gestores de patrimonio sobre la estrategia ISR, la metodología y los criterios ASG, y, por otro lado, por las empresas sobre sus políticas de sostenibilidad, los objetivos, las prácticas y los resultados.

El tercer y último Principio centra la atención en la dimensión a largo plazo de las estrategias de inversión requiriendo a los inversores institucionales que gestionen sus activos coherentemente con sus deberes fiduciarios, requiriendo a las empresas para que implanten sistemas de incentivos para sus directivos en beneficio interés de las partes interesadas de la empresa y requiriendo a las instituciones financieras a que ofrezcan productos orientados al largo plazo.

La Declaración fue firmada por representantes de la Asociación Italiana de Banca, la Asociación de Aseguradores de Italia, la Asociación Italiana de Gestores de Inversiones (Assogestioni) y su Federación (FeBAF) el 6 de junio de 2012, con ocasión de la primera semana ISR celebrada.

Por otro lado, en un intento más matizado y general, la Asociación Alemana de Gestores de Patrimonios (BVI) ha aprobado un primer posicionamiento sobre la inversión responsable⁴⁶. Entre otras cosas establece que sus miembros excluirán los “productos ilegalizados internacionalmente” y apoya el desarrollo de iniciativas como los Principios Responsables de Inversión de la ONU (UN PRI).

La ISR está menos desarrollada en Alemania que en otros grandes países europeos y, en ese sentido, hay que entender esta Declaración que algunas fuentes han considerado como un documento de “mínimo común denominador”. Así, el documento establece que es sólo el inversor el que decide si un fondo satisface sus valores éticos y morales. No hay mención a los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo bajo el “deber fiduciario”. También al final del documento afirma que los miembros del BVI “se comprometen voluntariamente ellos mismos a informar a sus clientes sobre la medida en que invierten responsablemente” y son los gestores de fondos los que deciden qué fondos denominan “responsables” o “sostenibles”.

También creemos que es muy relevante el Código de Inversión Responsable⁴⁷ de la Asociación de Aseguradores de Holanda, es aplicable, en principio, a todos sus miembros.

Básicamente se comprometen a tener en cuenta los temas ASG y a aplicar los Principios del Pacto Mundial y del PRI más la exclusión de armas controvertidas. El contenido puede no ser, a priori, muy llamativo pero es muy completo ya que los 10 Principios del Pacto Mundial, son muy completo y de su lectura se puede apreciar que bastante exigentes, aunque no cubre el gobierno corporativo.

En este ámbito de los códigos sectoriales no se debe olvidar hacer una breve referencia al Código de Transparencia ISR Europeo del Eurosif.

⁴⁵ Op. Cit. http://www.finanzasostenibile.it/images/stories/docs/Carta_Fin_Sost_ing_DEF.pdf

⁴⁶ Op. Cit. http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Regulierung/Leitlinien_verantwortliches_Investieren.pdf

⁴⁷ Op. Cit. <https://www.verzekeraars.nl/overhetverbond/zelfregulering/Documents/Sustainable%20Investing%20Code.pdf>

Los objetivos del Código son proporcionar a los fondos ISR retail la vía para comunicar su enfoque ISR a los inversores y otras partes interesadas de una forma fácilmente accesible y en un formato comparable. También pretende fortalecer activamente una autorregulación que contribuya al desarrollo y la promoción de los fondos ISR estableciendo un marco de trabajo común de mejores prácticas en transparencia.

En definitiva pretende que el consumidor individual de productos financieros esté informado y entienda las políticas y prácticas ISR del fondo respectivo.

Actuaciones de y sobre los intervinientes en el mercado

Las actuaciones para desarrollar los productos retail no se limitan a la oferta de las gestoras y a la demanda individual en este mercado. Normalmente el desarrollo de la ISR es consecuencia de avances en muchos campos previos y alrededor de esta inversión. Así, hay normativas, códigos y acuerdos que afectan a:

- La propia información ASG que proporcionan las empresas en el marco de la Responsabilidad Social Empresarial.
- El interés de las plazas financieras en promover productos ISR que atraigan capitales, nacionales e internacionales.
- Se incluyen en el apartado anterior los esfuerzos específicos de los mercados de valores creando índices sostenibles, exigiendo información ASG para cotizar, etc.
- La existencia y formación de los asesores financieros en materias ISR.
- La existencia de inversores institucionales que apliquen su política ISR y, en ese sentido, creen una oferta de productos ISR que, luego, pueden ser “clonados” para ser ofrecidos a los clientes individuales, sin costes adicionales relevantes por las economías de escala.
- La propia comunicación que realizan estos inversores institucionales de su ISR que supone un reto, y un riesgo, para la reputación de las gestoras de patrimonios.

De hecho, la promoción de la ISR, y especialmente la retail, que es más difícil, necesitan de planes y actuaciones en diferentes direcciones, coordinadas y con objetivos globales.

Desde el punto de vista conceptual (y también operativo) global las Asociaciones de Sostenibilidad de Zúrich y Ginebra han elaborado un muy interesante documento⁴⁸ sobre la forma de promover Suiza como plaza financiera para la ISR. En este sentido destacan dos principios básicos, además de tres operacionales. Estos son, en términos generales, y con alguna precisión:

⁴⁸ Path to the Sustainable Financial Centre Switzerland. May 2013.

http://www.whygeneva.ch/media/ecowhygeneva/files/white_paper_path_to_the_sustainable_financial_centre_switzerland.pdf

Principios Básicos:

Los clientes y la confianza

Es necesario construir confianza mediante la centralidad del cliente.

“Tu interés es nuestro interés”. Este es el mensaje omnipresente de una institución financiera sostenible. Para llevarlo bien a cabo hace falta solucionar el alineamiento del sector financiero con sus clientes, y se propone que ello incluya:

- Incentivos adecuados y construcción de capacidad amplia en los profesionales de las finanzas
- Transparencia en el valor y el impacto de los productos y servicios para los clientes y la sociedad en su conjunto
- Gran capacidad de liderazgo para incluir los valores de la integridad y la sostenibilidad a través del sector financiero.

Innovación y legislación

Promover la competencia, la innovación y el crecimiento en un marco legal adecuado

La competencia debe ser dura pero limpia, apoyando la entrada de nuevos actores en el mercado pero a la vez, impulsando la innovación y el crecimiento. Creer que a través del diseño de un entorno de riesgo y normativo efectivo, se pueden catalizar muchos de los objetivos específicos de los otros cuatro pilares de la propuesta. Las propuestas incluyen:

- Reforzar la transparencia y la información pública
- Construir los puntos básicos entre los actores del sector para dar forma a un marco normativo de trabajo efectivo orientado hacia el desarrollo del Centro Financiero Sostenible Suizo.

Los **Principios Operacionales** son, en términos generales:

- Adoptar una perspectiva de inversión a largo plazo.
- Integrar los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en el corazón de la gestión y el negocio (teniendo en cuenta también los resultados financieros).
- Liderar las finanzas sociales y ecológicas.

De todo esto se pueden extraer dos grandes conclusiones básicas. Así es necesaria:

- **Una gran simplicidad, normalización y transparencia (y generar confianza) para que la ISR sea comunicable y se entienda por el gran público.**
- **Fundamentada en un gran acuerdo o coordinación de los actores del mercado financiero (con el apoyo público e institucional), alrededor de un plan o compromiso global serio.**

Sobre este último punto, el Informe continúa haciéndose una pregunta: ¿Quién hará que esto ocurra? La respuesta es *"En el largo plazo, todo el mundo: el sector, los clientes y los reguladores. Más a corto plazo, los actores relevantes tiene que unir sus fuerzas para ser el cerebro, la voz y el motor del Centro Financiero Sostenible de Suiza y se requiere un claro liderazgo de los principales actores del sector financiero suizo."*

Esta visión integrada de la forma de desarrollar la ISR también está presente en el PRI. Así en su documento sobre el desarrollo de la integración de la ISR⁴⁹, financiado por la Unión Europea, recoge los siguientes puntos que son indicadores de la globalidad del proceso:

- Cambiando actitudes, valores y creencias.
- Desarrollando aptitudes, conocimientos y práctica.
- Fortaleciendo la demanda de mercado de la inversión responsable.
- Incrementando los recursos de la inversión responsable.
- Mejorando el acceso a la información: información pública por parte de las empresas.
- Mejorando el acceso a la información: información pública por parte de los inversores (y gestores).
- Animando a un enfoque a largo plazo en las inversiones.

Otra idea importante es el papel y la formación de los asesores financieros, formales o informales/bancarios.

En España la mayor parte de la asesoría financiera se presta a través del canal bancario. En este terreno tanto los conocimientos como los incentivos son básicos (como también lo señala el documento sobre la plaza ISR suiza).

Respecto a los conocimientos de los asesores financieros se han desarrollado interesantes trabajos en el Reino Unido, en relación más con las inversiones sociales, que versan tanto sobre su papel fundamental como catalizadores como sobre los aspectos prácticos de asesorar a los clientes en inversiones sociales teniendo en cuenta su adecuación e idoneidad para el cliente⁵⁰.

⁴⁹ Building the Capacity of Investment Actors to Use Environmental, Social and Governance (ESG) Information http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/files/reporting-disclosure/7-building-esg-capacity_en.pdf

⁴⁹ Advising Clients on Social Investments and Deciding on Suitability. <http://www.worthstone.co.uk/wp-content/uploads/2012/03/Advising-clients-on-social-investment.pdf>

Este último Informe recoge sus conclusiones en torno a cinco áreas que son:

- Descubrimiento del Cliente.
- Objetivos de Inversión y Deseos Sociales.
- Enfoque del Patrimonio. Las Inversiones Sociales y el Excedente de Patrimonio.
- Estándares Profesionales y Buenas Prácticas.
- Normativa y Política sobre el tema.

Labels

Probablemente el más conocido es el label de Novethic que ahora, además, se otorga también a fondos de inversión no franceses.

Este Label lanzado en 2009, tiene como objetivo ser una referencia para los inversores individuales a los que se les ofrecen productos ISR. Fue el primero en Europa. Su objetivo es promover una mayor transparencia y mejores prácticas en los fondos ISR a fin de que el inversor individual pueda elegir mejor dentro de la oferta existente.

Tras cuatro años y el examen de 100/200 expedientes al año. Novethic ha constatado el importante progreso en materia de transparencia aunque la oferta de fondos sigue siendo heterogénea. Para más detalle, hay desarrollos en el Informe 2012 del Eurosif y en la web del label de Novethic⁵¹ mientras que aquí expondremos las bases de su metodología.

Los cuatro criterios fundamentales establecidos para la concesión del Label, son los siguientes:

Criterio 1: Análisis Ambiental, Social y de Gobernanza:

Para obtener el label, el gestor del fondo debe tener en cuenta las cuestiones ASG. También se pueden añadirse a este proceso criterios éticos de exclusión de títulos o de sectores. El enfoque ISR del gestor debe instar a los emisores a lo mejor desde un punto de vista extra-financiero. Estas prácticas deben abarcar al menos al 90% de la cartera en términos de activo o volumen (aparte de la liquidez y nicho solidario, en su caso) Y de títulos, teniendo en cuenta todos los activos. Independientemente de la fórmula elegida, las cuestiones Ambientales Y Sociales Y de Gobernanza deben ser analizadas y calificadas, incluso si el enfoque elegido prima a una o varias de estas categorías de cuestiones en relación con las otras.

Criterio 2: Transparencia del Proceso:

El subscriptor o inversor debe poder comprender las características extra-financiera de los fondos y sus impactos sobre la gestión del producto. Para ello, el gestor debe cumplir el Código de

⁵¹ Página 38 de la Encuesta Eurosif 2012 <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012> y label de Novethic <http://www.novethic.fr/novethic/v3/isr-investissement-socialement-responsable-label-isr.jsp>

Transparencia AFG-FIR⁵² (o Eurosif) que debe estar claramente accesible en el sitio Internet de la sociedad de gestión, en la sección ISR e idealmente en las páginas dedicadas a los fondos. Este documento debe presentar información sobre el proceso ISR relativos a los medios Y las etapas de selección ASG de valores.

Criterio 3 : Reporting extra-financiero de calidad:

El Informe mensual y/o trimestral de una institución colectiva de inversión en valores mobiliarios ISR debe tener una dimensión complementaria a la de los informes de los fondos que no son ISR. Debe incluir informaciones cualitativas sobre los elementos ASG que han llevado a las inversiones y desinversiones recientes y/o informaciones cuantitativas sobre las características ASG de los fondos. Esta información debe cubrir al conjunto de los activos y puede ser distinta del informe financiero a condición de que cubra bien los valores de la cartera, que se suministren de una forma regular y con una accesibilidad equivalente. Este Informe no debe estar limitado sólo a los clientes.

Criterio 4: Publicación de la Composición Integral de la Cartera:

Debe publicarse la integridad de la composición de la cartera, al menos semestralmente y con una legibilidad satisfactoria.

Por otro lado la Responsible Investment Association Australasi (RIAA) ha establecido una “Programa de Certificación”⁵³ para los proveedores de productos y servicios ISR. La Certificación implica que la entidad ha puesto en marcha actividades formativas y de información pública adecuadas en función del nivel de la Certificación.

Así existen Certificaciones de gestores de patrimonios, de propietarios o titulares de patrimonios, intermediarios y asesores financieros.

En relación con la Certificación de gestores de patrimonios, ésta comprueba los siguientes aspectos y requerimientos:

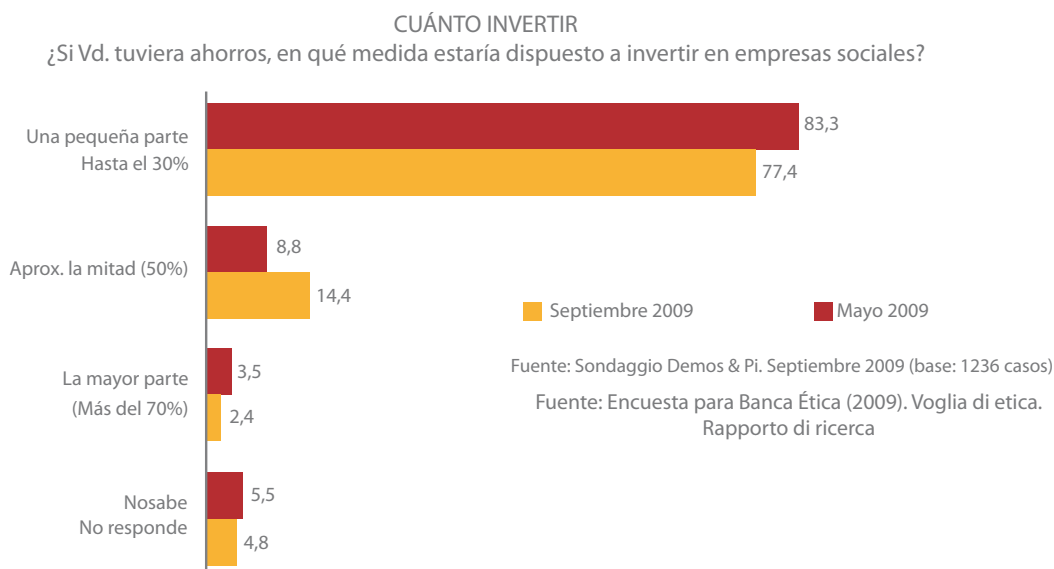
- Aplica una metodología sistemática de inversión responsable en la selección, venta y mantenimiento de inversiones.
- Describe en detalle su metodología de inversión responsable y explica los procesos específicos, los sistemas de gestión y los marcos de reporting aplicados por su producto o productos de inversión responsable.
- Divulga públicamente los resultados financieros pasados y una lista completa de los títulos o inversiones (con seis meses de antigüedad por razones comerciales y de confidencialidad).
- Se han verificado de forma independiente, por Grant Thornton, su metodología y sus procesos de inversión responsable.

⁵³ RIAA. Web sobre la Certificación. <http://www.responsibleinvestment.org/certification-program/>

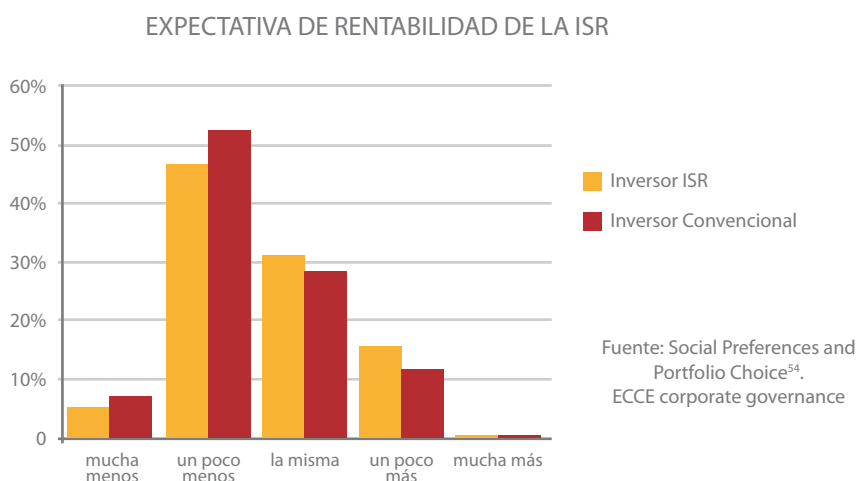
Algunas consideraciones sobre la demanda

Se ha empezado a analizar el por qué algunas personas tienen fondos ISR y otras no. Realmente los resultados no son demasiado concluyentes por ahora pero apuntan en algunas direcciones e, incluso, segmentos.

En la interesante encuesta de Banca Ética de 2009 en Italia, mencionada por el FFS sobre la disponibilidad de los italianos para invertir en empresas “sociales” tenemos que si se está dispuesto a invertir en temas sociales, es sólo en una pequeña parte.



Además lo que parece es que no parece que la rentabilidad preocupe demasiado o que se piensa que la ISR es menos rentable. Es decir, el que quiere invertir en temas ISR parece que no le preocupa demasiado la rentabilidad ya que de hecho espera menos rentabilidad (sólo algo menos del 20% espera que sea algo superior).



⁵⁴ Social Preferences and Portfolio Choice. ECCE. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2318987

De todos modos, también se puede pensar que actualmente la gente piensa que la ISR es menos rentable, y que a pesar de ello, está probablemente dispuesta a invertir en ISR pero sólo en porcentajes relativamente pequeños de su patrimonio.

Lo que sí parece es que la mayoría de la población (en Holanda):

- En concreto, más del 80% está dispuesto en devolver a la sociedad parte de lo que ha recibido.
- Sólo el 26% considera que los fondos SRI son sólo un truco para vender fondos siendo muy mayoritarios los que consideran que o bien aportan algo positivo o, al menos, no perjudican a la sociedad.

En definitiva cabe concluir que es posible un crecimiento importante de la ISR hasta que sea incluso mayoritaria en personas (veremos en patrimonios) y, todo ello, sin que necesariamente tenga que ser percibida como más rentable. Esto último también plantea la conclusión de que los negocios "sucios", aunque sean rentables, pueden tener un futuro crecientemente difícil.

También, según esta línea de estudios, se confirma⁵⁵ el hecho de que existe un pequeño nicho que invierte en ISR cuando se identifica con la institución (y no con un producto dentro de su gama) y que incluso se retira de la misma cuando tiene ventajas fiscales. Así, la banca de nicho parece que tiene su mercado. En definitiva, a este colectivo hay que explicarle más las ventajas ASG de sus inversiones que la rentabilidad financiera de la misma, lo cual puede llegar a ser contraproducente.

Todo ello nos lleva a la necesidad enunciada en la formación británica de asesores financieros, de que hace falta "descubrir" al cliente y ver su perfil relativo a las preferencias sociales y el binomio rentabilidad/riesgo.

⁵⁵ Social Identification and Investment Decisions. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2140856

6/ CONCLUSIONES

Como suele ocurrir con las cuestiones complejas, no parece que haya soluciones rápidas ni mágicas a este tema de desarrollar la inversión ISR retail. Lo que sí hay es una amplia gama de opciones y experiencias que hay que valorar. Por esa compleja valoración, y su aplicación a un mercado diferente como el español, estas conclusiones no pretenden ser definitivas ni las únicas a obtener. Por ello, para una correcta utilización de este Informe, sobre todo por personal cualificado del Spainsif o aquellas personas implicadas profesionalmente en el mercado retail, creemos que debe releerse completamente para apreciar detalles y matizar entornos de las medidas adoptadas en otros mercados.

Desde nuestro punto de vista, creemos que se pueden extraer las siguientes ideas y conclusiones:

- **No existe una demanda espontánea retail/individual en ningún país.** Quizá el país que más cerca esté de ello sea Suiza pero allí hay tradición de gestores, buenas redes de distribución y una favorable acogida, aunque pasiva. Por otro lado, son productos temáticos, normalmente medioambientales, fáciles de entender.

En Francia es un producto aunque grande en términos absolutos, es normal en términos relativos. Gran parte está en fondos monetarios reconvertidos en ISR, sin un origen específico de inversión responsable. Otra parte surge de la adhesión al plan ISR de los sistemas de empleo que se debe ofrecer obligatoriamente (que en realidad son sistemas de empleo y muy inducidos por la regulación).

En Bélgica el factor diferencial es la Asociación de Gestores de Patrimonios con su código y su metodología (además de una cierta tradición).

Finalmente, en línea con lo que ocurre en los planes de empleo franceses, en el Reino Unido y en Suecia está ganando una gran influencia por la ISR que aplican los grandes sistemas de pensiones públicos o por defecto que dan coberturas laborales (con lo cual cabría no considerarlos sistemas retail tal como los entendemos aquí).

- Sin embargo sí existe la certidumbre de que sólo una minoría considera que la ISR es un truco o está vacía. Así, una gran mayoría la recibe o positivamente o, al menos, de forma neutra, luego es probable esperar una generalización, provocada siempre por la oferta, en ciertos mercados.
- Desde el punto de vista de la **normativa**, Francia es el país que puede considerarse que ha tomado más medidas y más enérgicas. Así, la obligación de informar en materia ASG de las empresas, la obligación de ofrecer opciones ISR en las pensiones de empresa, combinado con el impulso de los fondos públicos han desarrollado una gran infraestructura en el sector financiero que se ha extendido fácil y naturalmente a los instrumentos retail más sencillos (y populares). Además las grandes compañías de seguros se han sumado a estas iniciativas.

También se pueden considerar como muy eficaces en términos de extensión medidas cuasi-normativas como las políticas y opciones ISR desarrolladas en el Reino Unido por el NEST, o sistema de pensiones de empleo por defecto, de dirección pública, o la ISR de las APs que reciben la parte capitalizada, obligatoria, de la seguridad social sueca. En definitiva sí hay una gran intervención pública en la forma en que se ins-

trumenta el ahorro/pensión, la ISR se desarrolla substancialmente pero por esa razón previa (y suponiendo que la administración pública y la clase política respectiva haya asumido la ISR).

- En todos los casos se trata de **estrategias y productos sencillos de entender**. Así, se trata de introducir exclusiones sencillas y bastante obvias, o invertir en temas con clara conexión medioambiental, y alguna social con casi exclusivamente las microfinanzas. También puede existir algo de best-in-class, explicada en su forma más básica y clara (“solo invertimos en las mejores empresas ASG”).

En definitiva, mediante estrategias ISR muy sencillas, fáciles de comprender (también por la red comercial) y de comunicar. No conocemos ningún producto ISR retail que se fundamente en la integración o que enfatice las actividades de implicación.

Tampoco nos consta que se utilice generalmente el argumento de obtener mejor rentabilidad aunque sí algo más el de reducir el riesgo.

A esta característica de sencillez de los productos conviene añadirle transparencia en la línea expresada por el Informe sobre la Plaza Financiera suiza que promueve la *“transparencia en el valor y el impacto de los productos y servicios tanto para los clientes como para la sociedad en general”*.

- Fuera del ámbito normativo, hay cuatro **grandes acuerdos sectoriales nacionales** que pueden ser de interés en España. Estos son:
 - El Acuerdo de las Aseguradoras holandesas, aplicable a todas ellas, que es realmente mucho más ambicioso de lo que pudiera parecer.
 - La actividad y metodología del BEAMA belga que ha incentivado claramente a la oferta de las gestoras de ese país.
 - El Gran Acuerdo Italiano sobre la ISR. Desde luego es impecable en cuanto a la representatividad acumulada pero nos quedan las dudas sobre su efectiva puesta en práctica. De optar por esta vía en España sería interesante incluir mecanismos fiables y efectivos para asegurar su cumplimiento, a la vez que se facilita su implantación.
 - El Acuerdo de la Asociación alemana de gestoras, aunque es muy poco ambicioso, reconoce la ISR y puede ser un primer paso importante en un sector escéptico, hasta ahora, de tal manera que las grandes gestoras no van a poder evitar el tema, probablemente. En definitiva es otra manera de abrir el camino a la generalización.
- De lo que cabe poca duda es de que el éxito de la ISR retail depende del liderazgo del sector financiero. Ahora bien, ello con tres matices. A veces ese sector financiero ha podido desarrollarse inicialmente por la exigencia de la inversión institucional o por la influencia directa (normativa) o indirecta (fondos de reserva y de funcionarios y banca pública) de los poderes públicos.

Además del liderazgo, o papel activo del sector financiero, es necesario que se apoye en otros actores y en actuaciones conjuntas. Así, los inversores institucionales, los

organismos ISR, la propia administración, las plazas financieras, los consultores y asesores financieros, etc. deben integrarse en ese proceso. También las empresas en las que se invierten deben hacer explícita su RSC.

- Por otro lado, simplemente con que los signatarios de los **Principios de la Sostenibilidad en Seguros** los aplicaran en España, se produciría un importante salto en el mercado retail. Probablemente, además, obligarían al resto del sector financiero a ser más activo. Sin embargo, desde hace años llevamos apreciando una notable descoordinación sobre la ISR en el ámbito asegurador multinacional entre las centrales internacionales y sus sucursales, al menos en España.
- **Desde el punto de vista fiscal** sólo es previsible el incentivo para determinadas inversiones temáticas, normalmente ambientales. También aquellas inversiones sociales ligadas a la comunidad, aunque poco comunes en España. Así mismo hay alguna propuesta que va en la línea de vincular la ISR con formas de ahorro que tienen un régimen fiscal diferenciado. En este sentido, existe una propuesta al Gobierno Francés en relación con los seguros de ahorro-vida y en Alemania, el Partido de los Verdes lo propone respecto a las pensiones laborales más comunes (pensiones “Riester”).
- **Los Labels y Certificaciones** pueden ser también un elemento clave de desarrollo de la ISR retail. Los vemos ya presentes en Francia, Austria, Australia, etc. además del peso que está tomando el código del Eurosif.

Su influencia puede venir no solo por la vía tradicional de facilitar la identificación de estos productos por parte del ciudadano sino por el efecto de imitación y seguimiento entre las diferentes instituciones financieras.

Como se ha indicado en el Informe, no hace falta el desarrollo propio de esos códigos. De hecho Novethic ha empezado a reconocerlos a nivel internacional a la vez que el RIAA australiano está abierto a estas actividades.

- Finalmente es clave que en cualquier solución se cuenta con la red comercial del sistema financiero. En España más de dos tercios de la asesoría de inversión individual la proporciona la red bancaria y aseguradora.

Si esa red comercial no tiene los adecuados conocimientos (con algunas claves esbozadas en este Informe) y también los correctos y competitivos incentivos, es probable que todo lo demás, desde la perspectiva del mercado estrictamente individual, no tenga éxito.