



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**Evolución de las inversiones socialmente responsables en
España**

Trabajo Fin de Grado presentado por Dña. Triana Tirado Míguez, siendo la tutora del mismo la profesora Dra. M. Teresa Duarte Atoche.

Vº. Bº. de la Tutora:

Alumna:

Dra. M. Teresa Duarte Atoche

Dña. Triana Tirado Míguez

Sevilla. Junio de 2019



DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO 2018-2019**

**TÍTULO:
EVOLUCIÓN DE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES EN ESPAÑA**

**AUTORA:
Dña. TRIANA TIRADO MÍGUEZ**

**TUTORA:
Dra. M. TERESA DUARTE ATOCHE**

**DEPARTAMENTO:
CONTABILIDAD Y ECONOMÍA FINANCIERA**

**ÁREA DE CONOCIMIENTO:
ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD**

RESUMEN:

Este trabajo se enfoca en determinar la evolución que ha sufrido las inversiones socialmente responsables en España, desde la época anterior a la crisis hasta la actualidad, centrándose en dos perspectivas diferentes: la regulación y la evolución en el mercado financiero. Por tanto, el trabajo se desarrollará principalmente en tres bloques, contando cada uno de ellos con un apartado dedicado a la legislación aplicable en España con respecto a este tipo de inversiones, y un segundo bloque que muestra la situación del mercado financiero en la época correspondiente. Nuestro objetivo ha sido demostrar que la evolución de estas inversiones ha sido favorable, concluyendo que debido a la cada vez mayor concienciación de la sociedad por la responsabilidad ética y medioambiental, las inversiones socialmente responsables muestran una evolución con tendencia creciente, favorecida también por el desarrollo normativo que ha demandado este crecimiento.

PALABRAS CLAVE:

Inversiones socialmente responsables; normativa; mercado financiero; crisis financiera; bonos verdes.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.	7
2. LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES.	
2.1. ¿Qué son las inversiones socialmente responsables?	9
2.2. Clasificación de las inversiones socialmente responsables.	10
2.3. Estrategias de inversiones sostenibles y responsables.	10
2.4. Los índices de sostenibilidad.	11
A) Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI).	12
B) FTSE (Financial Times Stock Exchange) 4Good Index.	13
3. LAS ISR EN EL PERIODO ANTERIOR A LA CRISIS (1999-2007).	
3.1. Normativa aplicable durante este periodo.	15
A) Circular sobre la utilización de inversiones colectivas de la denominación "ética", ecológica o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social.	15
B) Otras publicaciones de INVERCO.	16
C) Norma de calidad elaborada por AENOR.	16
3.2. Iniciativas del Gobierno.	17
3.3. Situación del mercado financiero español durante este periodo.	18
4. LAS ISR EN EL PERIODO TRANSCURRIDO DURANTE LA CRISIS (2008-2014).	
4.1. La crisis financiera de 2008 a 2014.	23
4.2. Normativa aplicable durante este periodo.	23
A) Leyes que han regulado aspectos de responsabilidad social en los fondos de pensiones.	24
B) Circular sobre la aplicación de criterios ASG en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva.	24
4.3. Iniciativas europeas y españolas.	27
4.4. Situación del mercado financiero español durante este periodo.	28
5. LAS ISR EN EL PERIODO POSTERIOR A LA CRISIS (2015-2018).	
5.1. Normativa aplicable durante este periodo.	31
A) Directiva 2014/65/UE del parlamento europeo y del consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.	31
B) Reglamento (UE) 600/2014 del parlamento europeo y del consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.	32
C) Real decreto-ley 18/2017 de 24 de noviembre, sobre modificaciones en materia de información no financiera y diversidad.	32
D) Real decreto-ley 21/2017 de 29 de diciembre, sobre medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.	33
E) Circular 1/2018 de la comisión nacional del mercado de valores.	33
F) Plan de acción: financiar el desarrollo sostenible.	34

G) Real decreto-ley 14/2018 de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la ley del mercado de valores.	35
5.2. Situación del mercado español durante este periodo.	37
A) Inversiones socialmente responsables en el mercado financiero español.	37
B) Bonos verdes en el mercado financiero español.	41
6. TRATAMIENTO FISCAL DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS SOCIALMENTE RESPONSABLES.	
6.1. Incentivos fiscales a las inversiones socialmente responsables en España. ...	43
6.2. Incentivos fiscales a las inversiones financieras socialmente responsables en Europa.	43
7. CONCLUSIONES.	47
Bibliografía.	51

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

Hace ya más de una década que la crisis financiera puso de manifiesto la absoluta falta de ética con la que se funcionan los mercados financieros (hipotecas subprime, inversiones preferentes...). Sin embargo, existen prácticas que muestran la posibilidad de actuar de forma ética y estas son la emisión de inversiones socialmente responsables.

Estas inversiones tienen el mismo funcionamiento en el mercado que las inversiones tradicionales, la diferencia surge en cuanto al destino de esta inversión, pues debe cumplir con una serie de criterios que han sido más o menos restrictivos en función del espacio temporal en el que se realizaba. Además, a pesar de ser un concepto conocido, muy pocos inversores particulares conocen la existencia de este tipo de inversiones, y menos aún son conocidas por personas que no suelen invertir en los mercados financieros (Fernández García, 2009).

En este contexto, las inversiones socialmente responsables han experimentado un importante crecimiento sin la existencia de regulación específica al respecto. El crecimiento experimentado en los mercados financieros de la UE ha puesto de manifiesto la necesidad de regulación, que lejos de frenar su emisión y negociación las ha favorecido tanto a nivel nacional como internacional.

El objetivo que busca este trabajo es analizar las inversiones socialmente responsables, que son un producto viable y consolidado en otros países de nuestro entorno, y que puede ser una alternativa de inversión que mejore la calidad de vida, sobre todo que favorezca el respeto al medioambiente en nuestro entorno.

La finalidad de este trabajo se puede concretar en:

- Estudiar la regulación que permite el desarrollo de las inversiones socialmente responsables.
- Estudiar la evolución en el mercado financiero español de estas inversiones, comparándolo brevemente con la situación del mercado europeo.
- Descubrir las causas que han provocado el desarrollo tardío de las inversiones socialmente responsables, y determinar las tendencias futuras de las mismas.
- Mostrar brevemente el surgimiento de un tipo concreto de inversiones socialmente responsables, como son los bonos verdes.

El estudio se ha desarrollado mediante tres bloques o capítulos principales, junto con uno de introducción al concepto de inversiones socialmente responsables y otro final sobre incentivos fiscales relacionados con estas inversiones, tanto a nivel nacional como europeo.

Los capítulos principales se centra en el estudio de las inversiones socialmente responsables en los tres periodos en los que se divide las últimas dos décadas (anterior a la crisis, durante la crisis y posterior a la crisis), centrándonos en la normativa aplicable y en la situación del mercado financiero. Además, debido a su

relevancia en los últimos años también hemos incluido un apartado relativo a los bonos verdes en la parte referente a lo acontecido con posterioridad a la crisis.

CAPÍTULO 2

LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES

2.1. ¿QUÉ SON LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES?

Las inversiones socialmente responsables (ISR) recogen un conjunto extenso de productos financieros que se definen por ser éticos, socialmente responsables o ecológicos. Por tanto, estas inversiones consisten en productos de ahorro-inversión, que junto las variables tradicionales de riesgo, rentabilidad y liquidez, contemplan otras variables como las sociales y/o medioambiental para considerar la inversión como socialmente responsable (De la Cuesta González y Galindo García, 2005).

Los requisitos que debe cumplir la inversión para ser considerada socialmente responsable son al menos tres de los siguientes (De la Cuesta González y Galindo García, 2005):

- Facilita a los ahorradores posicionar sus excedentes en instrumentos que cumplan con sus convicciones éticas.
- Influye en la política y estrategia de empresas y Gobiernos para favorecer el desarrollo sostenible.
- Financia proyectos pequeños y microempresas que no tienen posibilidad de obtener créditos mediante entidades financieras tradicionales.
- Disminuya la pobreza.
- Busque la integración de colectivos en riesgo.
- Desarrolla mecanismos locales de financiación.

Por otro lado, es interesante diferenciar entre lo que se considera un fondo de inversión ético y uno solidario, pues ambos son inversiones socialmente responsables pero no funcionan de la misma forma.

Los fondos éticos se basa en instituciones de inversión colectiva¹, que tienen como objetivo trasladar el ahorro hacia empresas que cumplen con un ideario basado en criterios valorativos y/o negativos sobre lo que consideran ético, buscando de esta forma mejorar las condiciones de vida y el desarrollo sostenible (De la Cuesta González y Galindo García, 2005).

Los fondos solidarios solo tienen como objetivo trasladar parte de la rentabilidad obtenida por sus propias inversiones hacia organizaciones benéficas o proyectos sociales o de desarrollo. Por tanto, la diferencia es que a estos últimos fondos no se les exige el cumplimiento de criterios socialmente responsables, sólo se trata de un mecanismo diferente de financiar ONG o proyectos sociales y de desarrollo.

Por tanto, ambos fondos son instrumentos de inversión socialmente responsable, cuyo destino son la mejora del desarrollo sostenible y la calidad de vida de la sociedad, pero la forma de hacer llegar la inversión a estos destinatarios se diferencia en que los fondos éticos cumplen con un ideario ético y los fondos solidarios no.

¹ Las instituciones de inversión colectiva buscan la captación de fondos para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores y otros instrumentos, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos. Definición otorgada por INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones).

Con objeto de analizar la evolución de la normativa y la negociación de los fondos éticos en el mercado financiero, se ha seguido para su identificación su ideario ético y el cumplimiento de una serie de criterios Ambientales, Sociales y de buen Gobierno (en adelante, ASG).

2.2. CLASIFICACIÓN DE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES.

Para las inversiones socialmente responsables (ISR) no existe una clasificación aceptada de forma generalizada, pues se puede realizar desde diferentes puntos de vista. En este trabajo pretendemos clasificar productos financieros en el que se manifiesta este tipo de inversiones (De la Cuesta González y Galindo García, 2005):

- Fondos de Inversión o de Pensiones Éticos. Este producto traslada el ahorro hacia empresas que han superado ciertos estándares éticos, según una agencia especializada, o por lo establecido por una comisión ética.
- Fondos de Inversión Solidarios. Este producto se basa en donar una parte de las comisiones a entidades sin ánimo de lucro o proyectos de desarrollo.
- Fondos Rotatorios. Este producto se utiliza básicamente para otorgar préstamos a bajo tipo de interés a colectivos que carecen de posibilidad para acceder a éste.
- Fondos de Garantías. Este producto se encargan de avalar a empresas de reducida dimensiones que no cuentan con suficientes garantías para poder ser beneficiarias de un crédito.
- Los microcréditos. Estos productos se basan en programas de concesión de créditos pequeños a los colectivos más necesitados, para que de esta forma puedan poner en marcha pequeños negocios que les permitan obtener unos ingresos suficientes para mejorar su nivel de vida.
- Sociedades de Capital Riesgo. Estas sociedades invierten para adquirir capital social en PYMES que se caracterizan por ser innovadoras, pero que carecen de recursos suficientes para llevarlas a cabo.
- Cuentas corrientes y Depósitos de ahorro ético y solidario. Estos productos son ofrecidos por las entidades bancarias, las cuales garantizan que el destino de estos fondos será para financiar proyectos que cumplan con ciertos criterios éticos, estando también supervisado por un comité ético.
- Bancos Éticos. Estas entidades se rigen por el principio de transparencia, garantizando que el dinero depositado se invierte cumpliendo con criterios sociales y medioambientales, junto con los criterios tradicionales de rentabilidad.
- Establecimientos Financieros de Crédito. Estas entidades atraen los fondos mediante la emisión de capital social o títulos de renta fija y los invierten bajo unos principios éticos.

2.3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE.

Las estrategias desarrolladas por las diferentes entidades inversoras para clasificar a una inversión como sostenible y responsable son muy diferentes, dividiéndose en función de su complejidad y en el avance que supone con respecto a la anterior, al buscar cada vez un mayor compromiso social. Por tanto, las estrategias de inclusión de los criterios sostenibles en la gestión de los activos financieros, reconocidas de forma generalizada, son las siguientes:

- Exclusión. Esta estrategia es la más sencilla, la cual busca entidades para incluirlas en una cartera de inversión, siempre que su actividad no se incluya dentro de las establecidas por la política de inversión (armamento, tabaco, pornografía...). Por tanto, debe considerarse una estrategia de mínimos, en la que cada entidad financiera establece su propio listado, y si la empresa no desarrolla una de esas actividades (consideradas poco éticas), podrá incluirse dentro de la cartera que la entidad vaya a crear.
- Screening o cribado basado en normas. Esta estrategia clasifica la inversión como socialmente responsable si cumple con ciertas normas externas, las cuales suelen ser internacionales referente al medioambiente, derechos laborales, anticorrupción o derechos humanos.
- Best in Class. Esta estrategia se basa en incluir dentro de la cartera a las entidades que representan los mejores resultados socialmente responsables con respecto a su sector y mercado. Este mecanismo necesita un elevado compromiso de la entidad gestora de los activos, porque se tienen que establecer los criterios que considerarían a la empresa como socialmente responsable y la forma en la que se medirán estos criterios, lo cual supone una mayor carga de trabajo para la calificación de las inversiones como socialmente responsables.
- Integración ASG. Esta estrategia incluye un análisis de criterios ASG en el análisis financiero que lleva a cabo la entidad para tomar las decisiones. Por tanto, este método se utiliza en las entidades que poseen el conocimiento y la experiencia suficiente para medir y establecer los criterios socialmente responsables de la anterior estrategia, y de esta forma desarrollan indicadores comparables a los utilizados en el análisis financiero de las inversiones tradicionales.
- Engagement o diálogo de los inversores. Esta estrategia se denomina diálogo activo, basada en la negociación anterior al ejercicio de los derechos accionariales o a la desinversión por no aplicar criterios socialmente responsables. Por tanto, este método permite la comunicación entre la empresa y el inversor, y de esta forma evitar posibles conflictos.
- Voting o voto activo. Esta estrategia se basa en la capacidad de los accionistas de votar en las Juntas de Accionistas. Este método surge por el aumento de la concienciación de que estos criterios éticos inciden en la reputación de la empresa, concretamente frente al inversor y frente a la rentabilidad.
- Inversiones temáticas. Esta estrategia se basa en seleccionar las inversiones que buscan una temática relacionada con los criterios ASG. Por ejemplo, inversiones temáticas son aquellas que solo se destinan a bonos verdes, fondos que eligen a empresas vinculadas con la gestión del agua de forma responsable...
- Inversiones de impacto. Esta estrategia busca obtener una rentabilidad suficiente y producir un impacto ambiental y social favorable, el cual debe de cuantificarse para conseguir cambios significativos en la solución de estos problemas.

2.4. LOS ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD.

Desde hace varios años, el creciente interés por la información no financiera en la toma de decisiones de inversión y la inclusión de criterios ASG en la gestión de las carteras de acciones de los inversores institucionales, ha provocado la creación

de índices globales que seleccionan a las mejores empresas de cada sector con respecto a su actuación éticamente responsable.

Los índices de sostenibilidad son indicadores bursátiles donde las empresas que cotizan en bolsa demuestran que su gestión es responsable, en función de criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno. Por ser los índices más conocidos y los utilizados como indicadores para analizar la evolución de estas inversiones por Spainsif, a continuación desarrollaremos: Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) y FTSE4Good. Además, estos índices han demostrado que las empresas más involucradas en la medición e información de la contribución social y medioambiental que realizan, obtienen mejores cotizaciones en los mercados financieros, en comparación con el resto de empresas (De la Cuesta González y Galindo García, 2005).

A) Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI).

Este índice de 1999 se compone de empresas que cotizan en las bolsas de los países que van a entrar a formar parte de un índice concreto (mundial, países nórdicos, zona euro...), siendo éstas las que mejor cumplen con los criterios medioambientales, sociales y económicos. La selección de las empresas a incluir en este índice la realiza la agencia Sustainability Asset Management (SAM), cuya sede se encuentra en Suiza.

Los criterios utilizados para seleccionar a estas empresas son:

- Dimensión económica: gobierno corporativo, planificación estratégica, código de conducta...
- Dimensión medioambiental: actuación y gestión medioambiental de las actividades, políticas de reciclaje...
- Dimensión social: indicadores de capital humano, políticas de implantación en el desarrollo social de las comunicaciones...
- En 2014 se incluyeron tres criterios más: política fiscal (comprueba que la compañía cuenta con esta política y si ésta se encuentra publicada de forma accesible para los posibles inversores), declaración de impuestos (comprueba la transparencia de la compañía en cuanto a su contribución impositiva) y riesgos fiscales² (comprueba si la compañía cuenta con sistemas de control que eviten estos riesgos asociados a la tributación).

Por otro lado, en 2001 se creó el **DJSI STOXX** que aplica el mismo método de estudio que el anterior, pero con respecto a empresas europeas, o el **DJSI EURO STOXX** solo para empresas de la zona euro.

Por otro lado, para formar parte de este índice se deben cumplir unos requisitos:

- Cotizar en bolsa, siendo esta cotización superior al mínimo establecido por la entidad encargada de realizar este índice.
- Alcanzar suficientes puntos en los diferentes criterios a analizar para incluirse dentro del mejor 10% de la industria. Además, los criterios tenidos en cuenta para establecer estas puntuaciones son ambientales, sociales (desarrollo del

² Los riesgos fiscales son eventos inesperados que afectan adversamente el marco fiscal establecido (OECD, 2008), sería los posibles errores que puede cometer la empresa y que a consecuencia de ellos sean objeto de una inspección o comprobación por parte de la Agencia Tributaria.

capital humano e imagen corporativa) y económicos (gestión de crisis y códigos de conductas).

Finalmente, en septiembre de 2018 se incluían en este índice 15 empresas españolas³, las cuales son: Amadeus, BBVA, Banco Santander, Bankinter, CaixaBank, Enagás, Endesa, Ferrovial, Siemens Gamesa Renewable Energy, Naturgy, Iberdrola, Inditex, Indra, Mapfre y Red Eléctrica. Además, ciertas compañías destacaron en sus sectores: Naturgy en el sector del gas e Inditex en la distribución.

En cuanto a los índices europeos⁴, en 2018 se incluyeron 13 empresas, que son Amadeus, BBVA, Banco Santander, Bankinter, CaixaBank, Enagas, Ferrovial, Siemens Gamesa Renewable Energy, Naturgy Energy Group, Iberdrola, Inditex, Red Eléctrica y Telefónica.

B) FTSE (Financial Times Stock Exchange) 4Good Index.

Este índice de 2001 se basa en seleccionar las empresas cotizadas de todo el mundo que, superado los criterios de exclusión, demuestran ejercer las mejores prácticas en tres ámbitos: respeto de los derechos humanos, relaciones con las partes interesadas y sostenibilidad medioambiental en el desarrollo de su actividad.

En cuanto a la selección de las empresas que forman parte de este índice se basan en las empresas que obtienen los puntajes más elevados en el análisis que realizan sobre empresas cotizadas. Los datos necesarios para la obtención de este índice son recabados por fuentes públicas disponibles de las empresas sobre actividades ambientales, sociales y de buen gobierno. Por tanto, el objetivo es dar transparencia a un análisis sobre la información publicada de diferentes empresas.

En España ha surgido el **FTSE4Good IBEX** que se compone de valores pertenecientes al IBEX 35 que cumplen con los criterios de responsabilidad social corporativa. Este índice se ha transformado en una herramienta que:

- Posibilita a los inversores destinar sus ahorros a inversiones que sean coherentes con sus estándares éticos.
- Concede a los gestores de activos información sobre inversiones socialmente responsables.
- Facilita a las entidades gestoras de fondos de pensiones el cumplimiento de la ley, pues le exige a estos fondos que sean públicos invertir un 10% de los mismos en inversiones socialmente responsables.
- Fomenta la idea de que las compañías deben ser socialmente responsables.

En lo sucesivo, el trabajo se centrará en desarrollar la evolución de las inversiones socialmente responsables en el marco normativo y en el mercado financiero español, con respecto a las diferentes etapas en las que se ha dividido el trabajo (anterior a la crisis, durante la crisis y posterior a la crisis).

³ Estos datos han sido obtenidos de la página web oficial de Spainsif: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>

⁴ Estos datos han sido obtenidos de la página web oficial de Spainsif: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>

CAPÍTULO 3

LAS ISR EN EL PERIODO ANTERIOR A LA CRISIS (1999-2007)

3.1. NORMATIVA APLICABLE DURANTE ESTE PERIODO.

En primer lugar hay que tener en cuenta la normativa que estaba vigente durante el periodo anterior a la crisis para entender su evolución durante el mismo.

Este periodo se caracteriza por la ausencia de información e incentivos, debido a la falta de un marco regulatorio sobre las inversiones socialmente responsables. A pesar de esta ausencia, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (en adelante INVERCO) ha llevado a cabo la elaboración de una circular y la publicación de diferentes notas informativas, para aclarar los puntos más conflictivos a la hora de comercializar este tipo de inversiones socialmente responsables. Junto con la circular y las diversas publicaciones de INVERCO, la Asociación Española de Normalización y Certificación (en adelante AENOR) publicó su norma de calidad y el Gobierno llevó a cabo diferentes actuaciones con el objetivo de establecer un posible marco regulatorio.

A) Circular sobre la utilización de inversiones colectivas de la denominación “ética”, ecológica o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social.

Esta Circular fue publicada el 15 de noviembre de 1999, tras un periodo de investigación, redactada por la Comisión Ética y aprobada por la Junta Directiva de INVERCO. Además, esta circular fue la respuesta a la demanda de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) para la autorregulación del sector, por tanto fue aprobada por esta Comisión tras haberse publicado.

El punto principal de este instrumento normativo es que las instituciones de inversión colectiva podían usar cualquier denominación que se refiriera a aspectos de responsabilidad social. Así que, cada institución de inversión colectiva ética establecería criterios éticos, ecológicos y de responsabilidad social propios, los cuales se reflejarán a la hora de seleccionar la cartera de inversión.

Por otro lado, la circular establece que pueden existir instituciones de inversión colectivas éticas, ecológicas o que cumplan criterios de responsabilidad social, y que al mismo tiempo sean solidarias. Pues estas entidades podrían combinar los criterios de responsabilidad social en la selección de la cartera y ceder parte de la comisión de gestión a organizaciones benéficas o a ONG.

En definitiva, los puntos destacados de esta circular son:

- Establece tres tipos de fondos éticos: éticos, solidarios y ecológicos.
- Los criterios utilizados para clasificar las inversiones deben recogerse en el folleto que será depositado en la CNMV.
- El uso de la denominación “ética” no hace referencia a que el resto de las inversiones son no éticas, solo significa que ciertos criterios de responsabilidad social deben ser cumplidos para la selección de las inversiones al incluirlo en la cartera.
- Cada institución de inversión colectiva tendrá su propio ideario ético y será diferente al resto, porque cada inversor tiene su propio concepto de ética.

- Las inversiones colectivas éticas y las instituciones de inversión colectiva solidarias no son lo mismo, pues las primeras deben cumplir con ciertos criterios para seleccionar la inversión (ya mencionados) y las últimas ceden una comisión de gestión a ciertas entidades (ya mencionadas).

B) Otras publicaciones de INVERCO.

La Comisión de Ética de INVERCO fue publicando diferentes aclaraciones que deberían de cumplir los Fondos o Sociedades de Inversión⁵, para que junto con su nombre comercial pueda aparecer la palabra “ético”, “ecológico” o cualquier otra referente a aspectos de responsabilidad social. El objetivo de estas publicaciones es acabar con la publicidad engañosa, para lo cual desarrolla ciertos requisitos para el uso de esta denominación, los cuales son:

- Criterios en la política de inversiones. El folleto en el que se recoge las características de cada inversión establecerá el ideario ético, el cual incluirá criterios de valoración positivos y negativos que cumplirían los valores recogidos en la cartera de la institución de inversión colectiva, o al menos los cumpliría la mayoría de los valores (los que no lo cumplan deberá reflejarlo expresamente en el folleto).
- Determinación de los valores aptos para la inversión. El folleto deberá regularlo una Comisión de Ética, la cual tendría que determinar los valores que se incorporarán a la cartera. Los miembros de esta comisión deberían de ser independientes, que tengan experiencia con el ideario de la institución de inversión colectiva. La Comisión se encargaría de realizar una lista, en la cual se incluya los valores emitidos de acuerdo con el ideario. Aunque esta obligación podría ser evitada si: invierte en valores que aparezcan en índices éticos publicados por terceras entidades o inviertan en valores definidos como éticos por una agencia especializada.
- Advertencia en los mensajes publicitarios. Los mensajes publicitarios deberán de incluir la mención a que se consulte el folleto informativo de los criterios éticos, y deberá hacer una referencia al ideario ético.
- Información sobre el ideario ético y la Comisión de Ética. El Informe de Gestión tendría que incluir cierta información sobre el ideario ético, referente a lo ocurrido durante el trimestre, junto con la estructura y diferentes decisiones de la Comisión.

C) Norma de calidad elaborada por AENOR.

La Norma PN165001 fue elaborada en 2002 por AENOR, la cual solo vinculaba a las Gestoras que querían poseer el certificado de calidad con respecto a sus actuaciones en este tipo de inversiones, es decir, que la certificara como Gestora que aplica criterios éticos en la creación de sus carteras de inversiones.

Esta certificación se obtenía cuando se cumplía una serie de requisitos:

- Contar con una Comisión de Ética, compuesta por personas (jurídicas o físicas) independientes, las cuales deben establecer los criterios y asegurar

⁵ Los Fondos de Inversión son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una Sociedad Gestora. Las Sociedades de Inversión son sociedades anónimas, cuyo objeto es captar fondos del público para gestionarlos e invertirlos en otros instrumentos financieros o no, siendo el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos.

su cumplimiento. Esta Comisión será la última responsable frente a los participantes y ante la gestora.

- Publicar información de forma frecuente, sobre los resultados económicos del producto, los resultados sociales y los filtros que se han utilizado.
- El precio, las comisiones y la forma en que se comercializa estos productos deben seguir un funcionamiento ético.

En definitiva, esta norma obliga a la Gestora a elaborar un informe de los resultados económicos, sociales y medioambientales de las empresas en las que se invierte, ofreciendo al inversor una forma de resolver el riesgo moral, al tener toda la información necesaria para tomar una decisión acorde con sus principios morales. Por tanto, valora el resultado de la Gestora como consecuencia de su esfuerzo, pero no podrá conocer si la cartera que ha obtenido es la óptima en lo referente a la perspectiva social y ética.

Tabla 1: NORMATIVA EN EL PERIODO ANTERIOR A LA CRISIS	
Circular de INVERCO de 1999	Las instituciones de inversión colectiva éticas deberían establecer criterios ético o ecológicos propios, para considerar las inversiones como éticas.
Otras publicaciones de INVERCO	El folleto que recoge las características del producto financiero contendrá el ideario ético.
	La Comisión Ética deberá controlar la inclusión de los valores en la cartera de negociación, para que cumplan con el ideario ético.
	Los anuncios publicitarios deberán remitir al folleto, que debe hacer referencia al ideario ético.
	El Informe de Gestión deberá incluir información referente al ideario ético.
Norma de AENOR PN165001	Para obtener la certificación, como Gestora que intenta aplicar criterios éticos, deberá de cumplir unos requisitos basados en la publicación de información frecuente sobre las inversiones.
<i>Fuente: Elaboración propia</i>	

3.2. INICIATIVAS DEL GOBIERNO.

Las actuaciones llevadas a cabo por el Gobierno para favorecer el crecimiento de los comportamientos socialmente responsables de las empresas fueron diversas, las cuales podrían haberse trasladado al comportamiento en el mercado financiero, pero la llegada de la crisis no lo permitió.

El 9 de febrero de 2005 se creó la Subcomisión Parlamentaria de Responsabilidad Social Empresarial, en el Congreso de los Diputados. El objetivo de este órgano consistía en elaborar un informe que impulsara en el Gobierno la línea estratégica de apoyo a la gestión ética de las empresas, tras haber escuchado a diferentes colectivos en un foro multilateral.

El 17 de marzo de 2005 se creó el Foro de Expertos de Responsabilidad Social Empresarial, bajo las órdenes del Ministerio de Trabajo. El objetivo de este foro era discutir políticas que fomentaran la ética social y medioambiental.

Por tanto, aunque el Gobierno llevó a cabo diferentes propuestas y actuaciones, éstas no pudieron presentar un verdadero desarrollo por la aparición de la crisis económica, pues las prioridades cambiaron y la responsabilidad ética y medioambiental fue sustituida por el intento de solucionar los problemas macroeconómicos existentes, como fueron los detectados en el Informe Anual publicado por el Banco de España en el año 2008 (paro, caída del PIB...).

3.2. SITUACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL DURANTE ESTE PERIODO.

La situación del mercado financiero español con respecto a las inversiones socialmente responsables, durante el periodo anterior a la crisis (1999-2007), fue de escasa relevancia, debido a que en estos momentos este tipo de inversiones eran escasas y el marco normativo, anteriormente expuesto, no ayudaba a favorecer su comercialización.

Las ISR surgen en nuestro país a finales de los noventa, comenzando a mostrar interés en estas inversiones tras su lanzamiento y comercialización. Así, el primer fondo gestionado y domiciliado en España fue el Iber Fondo 2020, creado en 1997 y dirigido a inversores que buscaban que sus inversiones cumplieran con los principios católicos.

Posteriormente en 2002 surgen otros fondos, provenientes de la comercialización en nuestro país de fondos europeos, ya que las instituciones que gestionan estos fondos consideraron el mercado español como una oportunidad favorable de negocio para ellos.

La siguiente tabla muestra los principales fondos existentes en España en el año 2000, mostrando la existencia de fondos pertenecientes a las principales entidades financieras, como son Caixa Bank, Banco Santander o BBVA. Pero entre todos estos fondos destaca el procedente de UNICEF, tanto en número de partícipes como en patrimonio invertido, lo que da a entender que en esta época destacan los fondos solidarios, como una forma de financiar a las ONG.

Figura 1: Fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España (año 2000)

	Patrimonio (miles de euros)	Participes
BCH SOLIDARIDAD, FIM	11.872	568
BNP FONDO DE SOLIDARIDAD, FIM	7.979	205
FONCAIXA COOPERACIÓN, FIM	13.727	994
FONDO ÉTICO, FIM	10.121	331
FONDO SOLIDARIO PRO-UNICEF, FIM	19.059	1.995
RENTA 4 ECOFONDO, FIM	4.117	189
SANTANDER SOLIDARIO, FIM	6.483	132
AHORRO CORPORACIÓN ARCO IRIS, FIM	6.442	572
BANKPYME GREEN FUND	5.930	685
DB ECOINVEST, FIM	3.978	97
BBVA SOLIDARIDAD, FIM	9.502	82
CAIXA CATALUNYA SOLIDARI, FIM	3.173	71
EL MONTE SOLIDARIO, FIM	3.338	22
TOTAL	105.721	5.943

Fuente: ESADE

Por tanto, muestra la tendencia de la sociedad española de optar por fondos solidarios, al destacar el papel de organismos sin ánimo de lucro para dar a conocer un comportamiento responsable en el mercado financiero. Pues según ESADE, “*la sociedad española visualiza la inversión en este tipo de activos como una donación*”.

Pero estos fondos fueron evolucionando y desarrollándose de forma cuantitativa, como muestra la figura 2. La conclusión a la que se llega con la observación de estos datos es un aumento tanto en el número de fondos como en participes a lo largo de los años, desde el 2000 hasta el 2005.

Figura 2: Evolución de los fondos ISR y fondos solidarios en España (2000-2005)

Año	Número de Fondos	Participes	Volumen de Patrimonio (en miles de euros)
2005	31	48.291	1.064.247
2004	33	51.673	1.036.789
2003	24	32.501	876.877
2002	25	4.923	79.008
2001	15	5.556	87.560
2000	15	5.943	105.721

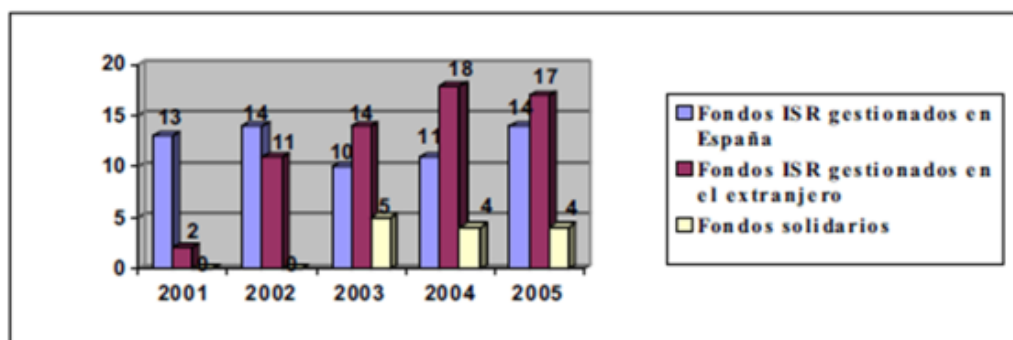
Fuente: “El desarrollo de la inversión socialmente responsable en España”, Doctora Balanguer Franch

Además, estos datos son el resultado de sumar el número de fondos domiciliados y gestionados en España y los fondos extranjeros comercializados en nuestro país, por ello la evolución favorable que aparece en la tabla hay que matizarla, ya que se debe principalmente al aumento de fondos extranjeros comercializados en España y no a la creación de nuevos fondos domiciliados y gestionados en nuestro país. Por tanto, se puede deducir que nuestro mercado no crecía en experiencia y competitividad, pues eran fondos gestionados en el extranjero los que dominaban nuestro mercado.

Si analizamos la procedencia de los fondos invertidos en nuestro país, la comparación se realiza con referencia al porcentaje de fondos gestionados en España⁶ con respecto a los gestionados en el extranjero.

El siguiente gráfico muestra que en el período de 2001 a 2005 los países europeos en su mayoría detectaron en España una oportunidad de negocio, debido al escaso desarrollo de este tipo de inversiones y a la tendencia creciente que mostraba (pues esta tendencia se había producido en sus propios países de origen). Por tanto, aunque al principio los fondos españoles eran más numerosos, con los años los fondos extranjeros comenzaron a aumentar, hasta que en 2005 el número de fondos extranjeros fue mayor. Además, el gráfico muestra el número de fondos solidarios, siendo nula al principio pero creciendo imperceptiblemente y manteniéndose con el trascurso de los dos años siguientes a su aparición.

Figura 3: Evolución del tipo de fondos ISR y solidarios en España (2000-2005)



Fuente: Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España

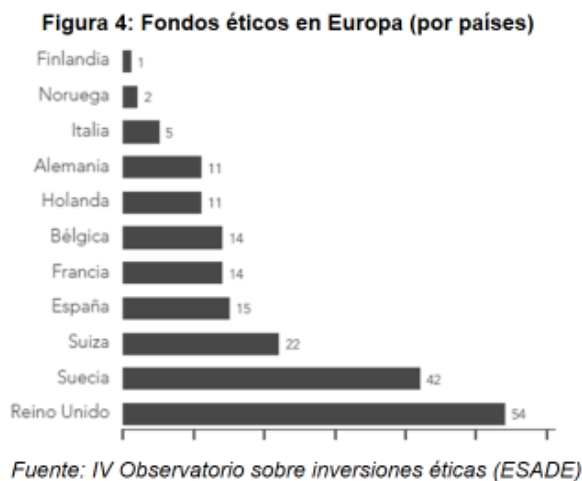
Por tanto, aunque la evolución durante este periodo fue positiva, el gran crecimiento se debió principalmente a la entrada de fondos extranjeros, que mejoraron nuestro mercado. Por otro lado, esta entrada supuso una gran competencia para los fondos existentes, que debieron mejorar su gestión para alcanzar a los nuevos fondos extranjeros, los cuales poseían una experiencia obtenidas en sus países de origen y que aplicaron en nuestro país.

Si comparamos la situación de las inversiones socialmente responsables en España con países de nuestro entorno durante este periodo, se caracteriza por un escaso desarrollo. En cambio en el resto de Europa la tendencia era de crecimiento, la diferencia procede principalmente de la escasa variedad de productos de inversión en España. Por tanto, las inversiones socialmente responsables eran un sector marginal dentro del financiero, mostrando un retraso con respecto al resto de países más cercanos.

El retraso de España se debía tanto a la demanda como a la oferta de este tipo de valores en el mercado, ya que, según datos del VI Observatorio elaborado por ESADE, las inversiones socialmente responsables en España suponían un 0,49% del patrimonio total invertido en los fondos de inversión mobiliarios en nuestro país en 2005 (1.013 millones de euros), lo cual daba lugar a un crecimiento de un 2,3% respecto a 2004, alejado del crecimiento del 27% de los países europeos. Sin embargo, 21 de los 35 fondos de este tipo, comercializados en nuestro país, contaban con una rentabilidad mayor a los valores tradicionales.

⁶ La gestión llevada a cabo en España hace referencia a que la sociedad encargada de comercializar y gestionar el fondo tenga su sede social establecida en nuestro país.

La comparación en el número de fondos entre los diferentes países de Europa se muestra en la Figura 4, en el cual se muestra que España se encuentra en una situación intermedia con el resto de Europa, pero muy por debajo de los países punteros en esta época como fueron Suecia y Reino Unido.



En definitiva, durante este periodo el VI Observatorio sobre ISR estableció las posibles razones del estancamiento de las inversiones socialmente responsables en nuestro país:

- Escasa demanda por parte de las Instituciones de Inversión Colectiva, lo que generó una información escasa para el inversor español para exigir que sus inversiones respeten una serie de criterios éticos o medioambientales.
- No existía un marco normativo que favorezca la comercialización de este tipo de inversiones.
- Las cajas de ahorro, los bancos y las entidades de gestión no optaron por publicitar estos fondos, pues no apostaron de forma decidida por ellos. La inversión de los inversores institucionales fue nula, lo que generó una desventaja para España porque en otros países fue muy relevante para el desarrollo de este tipo de inversiones.
- Ausencia de canales de información entre los interesados en la transacción.
- Los fondos ISR no se comercializaron de forma adecuada, pues el inversor los consideraba como una donación y las técnicas utilizadas para dar a conocer estos productos no fueron las adecuadas.
- Los productos de este tipo eran nuevos, por lo que contaban con menor experiencia en el mercado. El desconocimiento por parte de los inversores restringió la demanda y como consecuencia la oferta.
- Escasa cultura de invertir en acciones en nuestro país.
- Las administraciones públicas, las fundaciones, las instituciones religiosas y las ONG no optaron por estos valores, por lo que no se dio a conocer al público masivo.
- Los gestores de carteras crearon fondos de este tipo de escaso atractivo para el mercado.

A pesar de la mala situación de estas inversiones, los últimos datos existentes de este periodo son los obtenidos por Economistas Sin Fronteras, referentes a España en el último trimestre de 2007, que parecen suponer una evolución futura positiva de este tipo de productos y son datos referentes a las inversiones socialmente responsables desde diferentes perspectivas:

- El 64% de los inversores venderían las acciones que posee de una empresa por participar ésta en un desastre ecológico o por incumplir los derechos humanos. Estos inversores estarían incluso dispuestos a perder rentabilidad en estas transacciones.
- El 57% de los españoles querrían obtener más información del ámbito social y medioambiental de las compañías antes de ser destinatarias de su inversión, pero el problema es que solo el 2,8% de estas personas reciben este tipo de información.
- Las inversiones socialmente responsables españolas suponen un 1,43% del total de fondos éticos de Europa, pero este porcentaje podría aumentar por la perspectiva de crecimiento de estas inversiones en nuestro mercado.
- El 50% de los encuestados han manifestado que no han invertido en fondos socialmente responsables porque desconocían su existencia.

Por tanto, el resultado durante el periodo anterior a la crisis es que las inversiones socialmente responsables eran escasas, presentando desventajas en comparación con el resto de países de Europa, pero con perspectivas de crecimiento en un futuro cercano si se opta por fomentar su comercialización y darlas a conocer al público masivo. Además, son los inversores institucionales extranjeros los que han impulsado este tipo de inversiones en nuestro país, debido a que han detectado en España una buena oportunidad de negocio para sus productos financieros éticos, por lo que era una oportunidad que España no estaba aprovechando de forma adecuada.

CAPÍTULO 4

LAS ISR DURANTE LA CRISIS FINANCIERA (2008-2014)

4.1. LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 A 2014.

La crisis financiera surgió a mediados de 2007, afectando también a la economía real, su origen se debe a la valoración inadecuada de los riesgos imputados a los productos financieros que se comercializaban por parte de la banca de inversión. Esto provocó que, junto con la ausencia de transparencia del sistema y la falta de cultura financiera, se creara un espejismo de estado de bienestar que no se correspondía con la situación real que se vivía.

Esta crisis tuvo importantes consecuencias sobre el mercado bursátil como indican los datos y expone Castells (2017), ya que comenzó siendo una crisis financiera. En primer lugar, se produjo la estafa de las hipotecas subprime⁷, pues se considera el inicio de la crisis al ser hipotecas incobrables. Además, esta estafa supuso la caída de Lehman Brothers⁸, que presentaba una calificación por las agencias de rating de triple A, esta compañía titularizó los créditos incobrables que poseía de sus clientes y lo mezcló con otros activos convirtiéndolo en paquetes muy atractivos para el inversor, a la vez que complejos. Estos paquetes se vendieron en mercados de todo el mundo (incluso se vendieron a personas mayores jubiladas cuyos asesores financieros convencían para realizar inversiones internacionales), por lo que cuando comenzaron a acumularse los impagos, esto afectó a todos los mercados a nivel mundial, cayendo de esta forma el sistema financiero. En segundo lugar, el American International Group Inc., compañía que aseguraba a la mayoría de los bancos del mundo, no fue capaz de cumplir con sus obligaciones con la caída de la bolsa, por lo que el gobierno estadounidense la nacionalizó para evitar el colapso, acabando con la creencia de que los mercados financieros podían autorregularse.

En definitiva, la falta de respeto por las reglas de buenas prácticas en los mercados financieros internacionales, junto con la falta de regulación al respecto, supone la raíz de la crisis financiera que surgió en 2008, pues los bancos utilizaron instrumentos financieros de manera arriesgada y crearon un entorno financiero vulnerable. Esta desacreditación del mercado financiero provocó que durante la crisis las inversiones financieras se vieran gravemente mermadas, lo cual también afectó a las inversiones socialmente responsables.

4.2. NORMATIVA APLICABLE DURANTE ESTE PERIODO.

La normativa en el periodo durante la crisis tampoco fue muy relevante para la regulación de las inversiones socialmente responsables, pues la crisis provocó que las inversiones en bolsa disminuyeran, desembocando en que no se produjera el crecimiento de las inversiones socialmente responsables que se había previsto.

⁷ Las hipotecas subprime son hipotecas de alto riesgo, denominadas así en Estados Unidos, y utilizadas para la adquisición de vivienda. Los destinatarios de estas hipotecas eran clientes con escasa solvencia, por lo que su nivel de riesgo por impago era superior al resto.

⁸ Lehman Brothers fue una compañía internacional que comercializaba servicios financieros, fundada en Estados Unidos en 1850.

Por tanto, la normativa de este periodo se basa en un par de leyes que regulan puntualmente las inversiones socialmente responsable con respecto a los fondos de pensiones, una nueva circular publicada por INVERCO referente a estas inversiones, y una serie de iniciativas tanto europeas como españolas que se verán reflejadas en el periodo posterior a la crisis.

A) Leyes que han regulado aspectos de responsabilidad social en los fondos de pensiones.

Durante el periodo de la crisis financiera, en España surgen dos leyes en 2011 que, a pesar de no regular las inversiones socialmente responsables como tal, contempla una breve regulación sobre este tipo de inversiones de forma subsidiaria en otro tipo de instrumento financiero, los fondos de pensiones.

En primer lugar, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, sobre economía sostenible. Esta ley en la disposición final 31^o establece que *“reglamentariamente se desarrollarán las condiciones para la difusión de la información sobre el uso de criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno en la política de inversión de los fondos de pensiones”*, lo cual se asemeja a la regulación de los fondos de inversión que pueden ser considerados como éticos. Por tanto, aunque la ley regula concretamente los fondos de pensiones es un primer paso para la regulación de los fondos de inversión socialmente responsables en general.

En segundo lugar, la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de seguridad social. Esta ley en su artículo 14.7 establece que *“La comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad. En esta declaración, en el caso de fondos de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extra-financieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones. De la misma manera, la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, o en su caso la entidad gestora, deberá dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento.”* Por tanto, como la anterior también presenta un primer vestigio de lo que podría ser una regulación sobre los fondos de inversión socialmente responsables, pues en este caso ha regulado un tipo de fondo muy concreto, pero que podría aplicarse también a los fondos de inversión socialmente responsables.

Estas leyes son importantes porque dentro del mercado bursátil, las inversiones socialmente responsables están evolucionando a partir de instrumentos de inversión colectiva, como son los fondos de inversión y los planes de pensiones socialmente responsables.

B) Circular sobre la aplicación de criterios ASG en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva.

Esta circular fue publicada por INVERCO (con la colaboración de Spainsif) el 8 de abril de 2014 tras su aprobación por la Junta Directiva, sustituyendo a la anterior circular de 1999, como consecuencia del desarrollo de las políticas de inversión

socialmente responsables en todo el mundo, tanto por ser una nueva tipología de inversión como por los avances de la legislación europea. Esta circular tiene como objetivo establecer los requisitos para que un fondo pueda denominarse ético, ecológico o con algún término análogo.

La novedad es que ahora se refiere a aplicaciones de criterios ASG, pues antes solo hacía referencia a criterios éticos. Además, establece cuándo una institución de inversión colectiva se puede considerar que tiene una política de inversión socialmente responsable, es decir, cuándo los valores de la cartera cumplen con los criterios anteriores, y el cumplimiento de estos criterios debe aparecer en la documentación obligatoria que deben entregar a los participantes.

Por otro lado, incluye la obligación de las instituciones de inversión colectiva de incluir la denominación ISR en el documento simplificado de información (DFI o KID), a diferencia de la circular anterior donde esta obligación no existía. Por ello, estas instituciones deben incluir un apartado denominado "Objetivo y Política de Inversión" donde se establezca expresamente que estos valores aplican los criterios socialmente responsables en su política de inversión.

Otra novedad es que el cambio de los criterios ISR realizado por la institución de inversión colectiva no tienen por qué ser comunicados, mientras que no sean un cambio sustancial de la política de inversión.

En cuanto a lo establecido en esta circular, sin compararla con la anterior, se desarrolla en dos puntos: los criterios de clasificación y los requisitos exigibles a las instituciones de inversión colectiva.

En primer lugar, los criterios de clasificación se pueden dividir en dos tipos:

- Criterios negativos: son los que excluyen las inversiones en empresas que no cumplen con el ideario ISR del inversor. Esta exclusión puede deberse a comportamientos que incumple la normativa de derechos humanos e internacionales, o por el simple hecho de realizar una determinada actividad (alcohol, armamento, tabaco...).
- Criterios valorativos: son las que favorecen a empresas que apoyan positivamente al desarrollo del ideario ISR. Estos criterios son: valoraciones destacadas o Best-in-Class (aquellas que tras el análisis financiero presentan una mejor valoración de los criterios ASG utilizados), diálogo con las empresas o engagement accionarial (aquellas que favorecen el cumplimiento de los criterios ASG mediante un procedimiento de diálogo) e integración ASG (aquellas que incluyen en el análisis financiero tradicional estos criterios).

En segundo lugar, los requisitos exigibles a las instituciones de inversión colectiva son:

- Criterios en la política de inversiones. Las instituciones de inversión colectiva presentan políticas socialmente responsables de inversión cuando los valores incluidos en la cartera cumplen los criterios ASG, dicha información debe incluirse en el folleto informativo que estas instituciones están obligadas a facilitar a los partícipes.
- Determinación de los activos elegibles para un producto ISR. La selección de los activos incluibles en la política de inversión ISR se basa en la elaboración de dos análisis que se complementan entre sí: análisis financiero (activos más atractivos desde este punto de vista) y análisis extra-financiero (los aspectos a analizar son: conocimiento de las cuestiones más importantes

para las empresas en sus respectivos sectores de actividad, valorar el cumplimiento de los criterios ASG desde diferentes fuentes de información, para los Organismos públicos se tendrán en cuenta el cumplimiento de los criterios ASG desde el punto de vista de las políticas públicas).

- Advertencia de los mensajes publicitarios. La advertencia de estos mensajes es evitar la publicidad engañosa, por lo cual deberá incluirse en estos mensajes la coetilla “consulte en el folleto informativo los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo del Fondo o Sociedad”.
- Información a suministrar. Esta información deberá ser otorgada por las instituciones de inversión colectivas, incluyendo: el DFI (en los documentos a entregar a los participantes deberá incluirse un punto sobre el objetivo y la política de inversión que deberá incluir que “esta institución de inversión colectiva aplica criterios ISR en su política de inversión”), el folleto informativo (es un documento legal que se entrega al partícipe y que debe incluir la información más importante sobre la inversión, como los criterios ASG aplicados y cómo se estructurará el análisis a realizar) y el informe trimestral o semestral (es obligación de las entidades gestoras elaborar estos informes sobre lo ocurrido durante ese periodo) y el cambio de los criterios ISR no debe de comunicarse a los partícipes previamente (salvo que esta modificación genere un cambio relevante sobre las política de inversión).
- Utilización de la denominación ISR o ASG. Las instituciones de inversión colectiva que cumpla con todos los requisitos expuestos podrán denominarse con la mención ISR, ASG u otra análoga.

Tabla 2: NORMATIVA APLICABLE DURANTE LA CRISIS	
Ley 2/2011 sobre economía sostenible	Los fondos de pensiones deben divulgar información referente a los criterios ASG que deben presentar este tipo de fondos.
Ley 27/2011 sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de seguridad social	La comisión de control del fondo debe informar sobre los principios de la política de inversión.
	Los fondos de pensiones de empleo deben informar si tiene en cuenta los criterios no financieros en la formación de dicho fondo.
	La Comisión de control del fondo de pensiones de empleo debe hacer constar en el Informe de Gestión los criterios socialmente responsables utilizados.
Circular de INVERCO de 2014	Aplicación de criterios ASG frente a los anteriores criterios éticos.
	Las instituciones de inversión colectiva están obligadas a incluir la denominación ISR en el documento simplificado de información, incluyendo el apartado “Objetivo y Política de Inversión”.
	Las instituciones de inversión colectiva deben cumplir una serie de requisitos para utilizar la denominación ISR o ASG: los valores incluidos en la cartera deben cumplir criterios ASG, determinación de los activos elegibles tras la realización de un análisis financiero y

	extra-financiero, cumplir con las advertencias publicitarias y suministrar toda la información requerida.
<i>Fuente: Elaboración propia</i>	

4.3. INICIATIVAS EUROPEAS Y ESPAÑOLAS.

La Comisión Europea en 2013 propuso la “European Social Entrepreneurship Funds”, con la cual pretendía establecer fondos especializados que serán fáciles de identificar por los inversores en empresas que presenten un carácter social.

Por otro lado, en Europa existían lagunas en cuanto a la transparencia de la información sobre los aspectos sociales, ambientales y de buen gobierno corporativo que suponen los fondos ISR. Por ello, surgió una propuesta de Directiva sobre reforzamiento de la norma de transparencia de voto y relación de inversores institucionales con las empresas, lo cual explicaremos en el periodo posterior a la crisis porque es cuando se produce su desarrollo normativo en España.

En cuanto a España, desde 2008 se ha publicado FTSE4Good Ibex, por lo que consigue dar más visibilidad a este tipo de inversiones. Este índice incluye a empresas españolas que cotizan en la bolsa y que cumplen los criterios de selección establecidos para su elaboración. Por tanto, a finales de diciembre de 2009 el índice estaba compuesto por 30 empresas del mercado bursátil español.

Por otro lado, durante este periodo se creó en 2008 Spainsif (Foro de Inversión Socialmente Responsable de España), el cual es una institución multi-stakeholder compuesta por diversos grupos de interés que trabajan en aspectos relacionados con las inversiones socialmente responsables, como son las instituciones financieras, gestores de fondos, proveedores de servicios profesionales de ISR, ONG, universidades y sindicatos. Esta institución creó su Plan Estratégico 2010-2012 para establecer los puntos en los que se basará su actuación. Los objetivos de este plan fueron:

- Promover la ISR mediante la organización de un evento anual de referencia para la documentación en este campo.
- Investigar sobre el grado de integración entre los aspectos de responsabilidad social corporativa en la gestión llevada a cabo por las empresas.
- Conceder seminarios para ofrecer información general o concreta a los analistas.
- Crear mesas de debate sobre aspectos de ISR, estableciendo cooperaciones con EUROSIF y otras SIF nacionales de Europa.

Por tanto, Spainsif ha tomado el papel de lobby (como ha hecho Eurosif para potenciar las inversiones socialmente responsables), abriendo el debate para regular este tipo de inversiones. La actuación de este lobby se ha convertido en muy relevante para el fomento de estas inversiones, porque, por ejemplo, ha provocado que en julio de 2011 se incluyera una enmienda al proyecto de ley sobre la modernización del sistema de seguridad social, por lo que establece que la comisión de control del fondo de pensiones de empleo debe informar si los fondos cumplen con los criterios ASG.

Finalmente, se prevé a la conclusión de la crisis la creación de una normativa referente a inversiones socialmente responsables en fondos de pensiones del

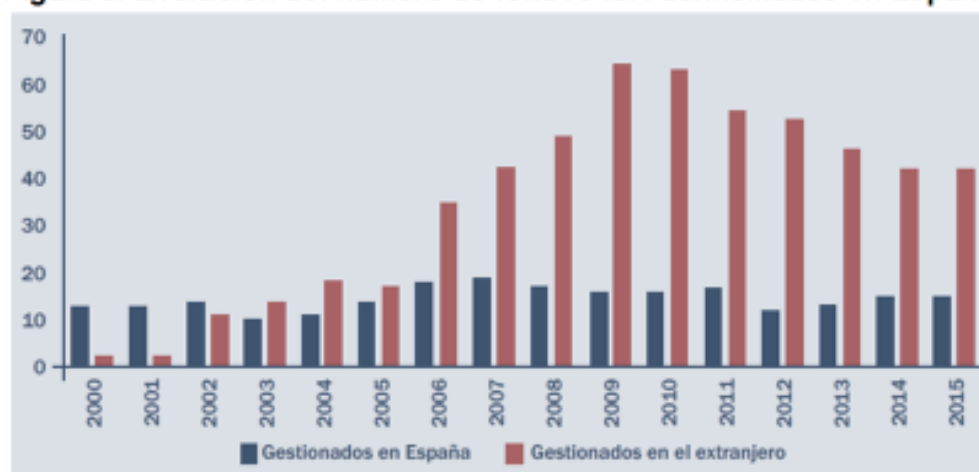
sistema empleo, pues las bases se establecieron con las dos leyes de 2011, ya mencionadas en el segundo apartado de este capítulo.

4.4. SITUACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL DURANTE ESTE PERIODO.

La situación del mercado financiero español en el periodo transcurrido durante la crisis se basa en el incumplimiento de las perspectivas de crecimiento surgidas a finales de la etapa anterior, ya que al producirse la crisis financiera el mercado bursátil se vio muy perjudicado.

En cuanto a las consecuencias provocadas por la crisis en esta etapa, hay que tener en cuenta que el crecimiento de los fondos domiciliados en España se vio perjudicado, aunque no afectó a los primeros años de la misma. Por ello, durante los primeros años de la crisis los fondos ISR no dejaron de crecer, fue en el año 2009 cuando apareció la caída de los fondos gestionados en el extranjero, mientras que los gestionados en España se mantuvieron relativamente constantes, por lo que la crisis no afectó a estos fondos de forma relevante.

Figura 5: Evolución del número de fondos ISR domiciliados en España



Fuente: Spainsif y CNMV

Así, el patrimonio invertido en nuestro país en 2009 es de 14.053.875 miles de euros, lo que da lugar a un crecimiento de un 9,8% con respecto al año anterior, y originando un incremento de 1.858 partícipes (Fernández Izquierdo, 2011). Pero a partir de ese momento, el decrecimiento se debió a que en ese año empezaron a caer los fondos gestionados en el extranjero, que eran los de mayor importancia en nuestro país.

A pesar de ello, existieron fondos con buenos resultados en aspectos relacionados con la eficiencia en España, como fueron Bankinter sostenibilidad o Sabadell inversión ética y solidaria (Ríos Manso y Ferruz Agudo, 2016).

Los datos cuantitativos referentes a este tipo de inversiones se obtienen a partir del Observatorio de la ISR elaborado por ESADE, pues realiza un estudio para determinar la situación de los fondos ISR en España en 2010.

Figura 6: Inversión socialmente responsable en España (2008-2009)

Tipología	2008		2009	
	Patrimonio (miles euros)	Participes	Patrimonio (miles euros)	Participes
Fondos de pensiones de empleo con política ISR	11.200.704	182.927	12.881.585	194.373
Fondos de pensiones con activismo accionarioal	859.454	592.808	1.029.480	608.847
Fondos de pensiones individuales con política ISR	6.577	3.466	8.303	2.719
TOTAL MERCADO INSTITUCIONAL	12.066.735	779.201	13.919.368	805.939
TOTAL MERCADO RETAIL	729.129	33.707	134.507	8.827
TOTAL IS EN ESPAÑA	12.795.864	812.908	14.053.875	814.766

Fuente: Observatorio de la ISR (2009, 2010)

En la tabla anterior se muestran los fondos en los que España tiene invertido los valores socialmente responsables, como son: fondos de pensiones de empleo con política ISR (instrumento financiero que invierte para cumplir con un plan de pensiones de sistema empleo que promueve la empresa, en este caso la inversión que realiza es en valores socialmente responsables), fondos de pensiones con activismo accionarioal (fondos de pensiones donde los accionistas intervienen para seleccionar los valores en los que invertirá dicho fondo) y fondos de pensiones individuales con política ISR (fondo de pensión contratado por un particular, donde los activos financieros en los que se invierten cumplen con criterios de responsabilidad social).

Además, la existencia de estos diferentes fondos suponen que la mayor parte de la inversión procede del mercado institucional (bancos, compañías de seguros, compañías financieras...), pues en 2008 suponía un 95% del total de la inversión socialmente responsable en España y en 2009 un 99%. Por tanto, la inversión minorista (mercado retail) es escasa y disminuye en un año con respecto al anterior, pues la crisis financiera afectó más al pequeño inversor que al mercado institucional.

Por ello, en cuanto a la distribución de estos fondos en nuestro mercado, como ya he comentado, la inversión socialmente responsable corresponde en su mayoría a inversiones institucionales, pues supuso un 99% del total en 2009, lo que deriva en que estas instituciones cuenten con el liderazgo en el mercado, y además estos datos suponen un incremento del 15,35% con respecto al año anterior (Muñoz y Pintó, 2011).

Así, el mercado retail se limita a los fondos que comercializan las instituciones de inversión extranjera, quedándose estancado tanto el capital invertido como el número de nuevos participes. Además, según Spainsif en 2010, la ISR en nuestro país se impulsa debido a la existencia de fondos de pensiones de empleo.

Los fondos institucionales se convirtieron en un punto de apoyo para impulsar las inversiones socialmente responsables. Además, estos productos se comercializaban tanto desde la Banca ética como la tradicional; la diferencia es que

en la ética toda su oferta de intermediación financiera se basa en los criterios de sostenibilidad, mientras que la tradicional solo tiene en cuenta estos criterios para diseñar ciertos productos financieros concretos.

En comparación con otros países de Europa, según Eurosif, España es el que menos invierte en ISR, y la inversión que se produce se da sobre todo en el mercado institucional, concretamente en los fondos de pensiones.

En cuanto a la estrategia más utilizada en esta época era la exclusión básica, aunque las estrategias más complejas empezaron a implantarse pero en menor medida, según establece el informe de Spainsif de 2010. Por tanto, este dato muestra el estancamiento que sufre este tipo de inversiones al no tener un sistema complejo para seleccionar los valores en los que invertir para considerarlo socialmente responsable. A pesar de ello presentaba perspectivas de futuro al optar (aunque escasamente) por estrategias más complejas que reflejaran de forma más adecuada sus valores éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno.

En definitiva, durante el periodo de la crisis financiera los resultados de crecimiento esperado en la etapa anterior no se produjeron, aunque su desarrollo no se vio perjudicado gravemente. En cuanto a las perspectivas de futuro, el informe de Spainsif de 2010 recogía un conjunto de razones por las que creía que el desarrollo de las inversiones socialmente responsables sería positivo:

- Existía información ASG accesible, lo que permitió que se consolidase las posibles estrategias de actuación y la creación de foros de colaboración.
- Los principales fondos y entidades han decidido estudiar e implantar políticas ISR.
- La relevancia otorgada por los sindicatos a este tipo de inversiones en lo relacionado con los planes de pensiones.
- Consolidación en el entorno institucional de estas políticas en España.

Por tanto, a pesar de que la crisis financiera no fue una etapa muy complicada para las inversiones socialmente responsables, las perspectivas de futuro eran muy favorables de nuevo.

CAPÍTULO 5

LAS ISR EN EL PERIODO POSTERIOR A LA CRISIS (2015-2018)

5.1. NORMATIVA APLICABLE DURANTE ESTE PERIODO.

La normativa en relación a las inversiones socialmente responsables se recoge en diversos instrumentos, desde directivas y reglamentos elaborados por la Unión Europea, hasta reales decretos elaborados por el Gobierno español que desarrollan estas directivas. Pues en este periodo se desarrollan las iniciativas ya planteadas en el periodo relativo a la crisis financiera, donde se buscaba una mayor regulación de este tipo de inversiones debido a las perspectivas de crecimiento en el mercado financiero.

Por tanto, la elaboración de este apartado se basará en destacar la regulación sobre las inversiones socialmente responsables dentro de cada normativa, teniendo en cuenta que la normativa que regula estas inversiones recoge diferentes aspectos que se centran en: la protección del inversor, el buen gobierno y sus normas éticas, los programas de inclusión financiera, el análisis de la información no financiera, y la lucha contra el cambio climático.

A) Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Esta directiva⁹ empezó a aplicarse en España en enero de 2018 (la trasposición fue publicada mediante el Real Decreto-ley 21/2017) para fortalecer la protección de los inversores y otorgar más transparencia a la comercialización de productos bancarios (intenta evitar el conflicto de intereses en la venta).

Esta Directiva, que modifica una anterior, regula y normaliza la información que se concedía al cliente como asesoramiento, buscando mayor protección para el inversor porque pueden surgir conflictos de intereses entre las empresas que prestan estos servicios y sus clientes. También, regula la información que se concede a los inversores no minoristas y que tienen un conocimiento previo del mercado, debido a que en ocasiones no son conscientes del riesgo que asumen.

Otra novedad de esta Directiva es que los datos básicos que se presta a los clientes con respecto a sus inversiones presentes y futuras deberán haber sido autorizados y reglamentados con el objetivo de que alcancen los niveles de calidad necesarios.

En definitiva, esta Directiva en lo referente a las inversiones (incluyendo las socialmente responsables) busca mejorar la transparencia de los mercados financieros y aumentar la protección del inversor. El objetivo principal es que el partícipe reciba una información más detallada.

⁹ Una directiva es un instrumento normativo elaborado por la Unión Europea, el cual no tiene alcance general. Además, la directiva determina los objetivos que se deben alcanzar, siendo los destinatarios los que deben establecer la forma y los medios con los que lo alcanzarán mediante la trasposición a su normativa interna.

B) Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros.

Este Reglamento¹⁰ tiene eficacia directa, es directamente aplicable en todos los Estados miembros por todo particular o autoridad, comenzando a aplicarse a partir del 3 de enero de 2018 (sin ser necesaria su trasposición).

El objetivo de esta norma se basa en regular la transparencia de la negociación y en las obligaciones de los proveedores de los servicios de datos, es decir, permite a los entes reguladores de cada mercado (en nuestro caso es la CNMV y el Banco de España) intervenir y limitar la publicidad, distribución o venta de ciertos productos financieros que no cumplan determinadas condiciones.

Por tanto, los objetivos de esta reforma que afectan a las inversiones socialmente responsables son los siguientes:

- Aumentar la protección del inversor, legislando sobre el asesoramiento en la comercialización de los instrumentos financieros.
- Mejorar la transparencia en los mercados, tanto en la negociación como en relación con los bonos para controlar el establecimiento de los precios.
- Regular y armonizar la supervisión y las sanciones a disposición de las autoridades competentes y evitar el arbitraje regulatorio.

En definitiva, la Directiva regula sobre lo que tienen permitido o prohibido los mercados financieros que operan en la UE, y el Reglamento se encargará del cumplimiento de estas normas.

C) Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, sobre modificaciones en materia de información no financiera y diversidad.

Esta norma ha sido publicada por el Gobierno español con el objetivo de establecer un marco de referencia para la elaboración de la información no financiera, buscando mejorar la coherencia y la comparabilidad de este tipo de información.

En primer lugar modifica al Código de Comercio y a la Ley de Sociedades de Capital, pues obliga a las sociedades que sean consideradas de interés público y que están obligadas a formular las cuentas anuales a incluir en el informe de gestión consolidado el estado de información no financiera consolidado, siempre que concurren una serie de requisitos. Esta información deberá de hacer referencia a *“la evolución, los resultados y la situación del grupo, y el impacto de su actividad respecto, al menos, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno”*¹¹.

En segundo lugar modifica a la Ley 22/2015 de Auditoría de Cuentas, debido a que el auditor deberá de comprobar que este estado de información no financiera se encuentra incluido en el informe de gestión o separadamente como establece la ley, y en el caso de que este estado no aparezca recogido el auditor deberá de indicarlo en su informe. Por otro lado, el Instituto de Auditores Internos ha publicado

¹⁰ Un reglamento es un instrumento normativo elaborado por la Unión Europea, el cual tiene alcance general y es directamente aplicable. Además, el reglamento obliga en todos sus elementos desde el momento de su entrada en vigor, sin necesidad de una previa trasposición.

¹¹ Nueva redacción del artículo 49.6 del Código de Comercio.

la guía “auditoría interna y la información no financiera” que recoge las actuaciones a seguir para supervisar esta información.

Por último, con este Real Decreto la normativa española incorpora la Directiva 2014/95/UE de 22 de octubre, que modifica a una Directiva anterior en lo que respecta a la divulgación de información no financiera (disposición final segunda).

D) Real Decreto-ley 21/2017 de 29 de diciembre, sobre medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores.

El objetivo de esta norma es legislar sobre ciertas cuestiones del régimen jurídico de los centros españoles encargados de la negociación de instrumentos financieros para asegurar la completa homologación con el marco de referencia recogido en la Directiva 2014/65/UE, ya mencionada.

En primer lugar, esta norma en su artículo 17.2 establece que los mercados deberán disponer de mecanismos eficaces para:

“a) Comprobar que los emisores de instrumentos financieros negociables admitidos a negociación en el mercado cumplan todas sus obligaciones legales con respecto a la difusión de información.

b) Facilitar a sus miembros el acceso a la información publicada según la normativa vigente en materia de mercado de valores.

c) Comprobar periódicamente que los instrumentos financieros admitidos a negociación cumplen los requisitos de admisión.”

Además, el artículo 21.1 permite a la CNMV suspender la negociación de ciertos instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados regulados que estén sujetos a supervisión cuando existan condiciones que afecten el desarrollo normal de las operaciones referentes a estos productos financieros.

Finalmente, los artículos 57 y 61 recogen como infracción muy grave y grave “*la comercialización, distribución o venta de un determinado instrumento financiero o la realización de un tipo de práctica o actividad financiera cuando haya sido prohibida o restringida por la AEVM, EBA o CNMV en virtud de los poderes de intervención otorgados*”. También, se incluye en esta norma en el capítulo IV las sanciones que se impondrán en el caso de producirse estas infracciones.

E) Circular 1/2018 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Esta nueva circular de la CNMV intenta aumentar la protección del inversor y mejorar la transparencia en la comercialización financiera, y el Ministerio de Economía ha comunicado la creación de una autoridad para proteger al ahorrador. Por tanto, las entidades estarán obligadas a dar detalles sobre los gastos de los fondos de inversión, debiendo dar la información con anterioridad y posterioridad a contratar el fondo.

El objetivo sería que los asesores financieros estuvieran homologados a nivel europeo, formándose de manera continua y cumpliendo con un código ético.

F) Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible.

Este Plan de Acción ha sido publicado por la Comisión Europea en marzo de 2018, el cual recoge las recomendaciones para establecer una estrategia de la UE en materia de finanzas sostenibles. El objetivo de este Plan es conseguir una sociedad y una economía más competitiva, productiva, sostenible e integradora; desde el punto de vista financiero se basará en favorecer las inversiones socialmente responsables proponiendo cuatro medidas concretas:

- Realizar una guía de buenas prácticas en esta materia.
- Favorecer la confluencia entre emprendedores e inversores socialmente responsables.
- Propiciar a que las entidades gestoras de fondos de inversión y planes de pensiones trabajen con criterios financieros y extra-financieros en las decisiones sobre inversión.
- Favorecer la inversión en estos productos a través de los fondos de pensiones de empleo.

Las acciones que plantea este Plan de forma generalizada son las siguientes:

Acción 1: Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles.

Acción 2: Crear normas y etiquetado aplicables a los productos financieros verdes.

Esta acción busca crear una norma de la UE que permita a los participantes en el mercado dirigir un mayor número de inversiones hacia proyectos ecológicos y ser la base para crear un etiquetado fiable de los productos financieros.

Acción 3: Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.

Esta acción se llevará a cabo mediante las actuaciones de asesoramiento, concretamente para desarrollar proyectos de infraestructura sostenibles, y la Comisión tomará nuevas medidas que mejoren la eficiencia y el impacto de los productos destinados a favorecer las inversiones sostenibles en la UE y en los países socios de ésta.

Acción 4: Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.

Acción 5: Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.

Esta acción se basa en intentar elaborar ciertos parámetros de referencia de sostenibilidad, los objetivos serían: llevar a cabo actos delegados referente a la transparencia de los métodos y las características de los parámetros de referencia y los clientes puedan examinar fácilmente la calidad de los parámetros de referencia de sostenibilidad; y presentar una iniciativa para conjugar parámetros de referencia que tengan en cuenta a los emisores de bonos hipercarbónicos.

Acción 6: Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.

Acción 7: Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.

Esta acción hace referencia a los factores de sostenibilidad, donde los objetivos son: exigir a los inversores institucionales y los gestores de activos que integren los factores de sostenibilidad en la toma de decisiones, y mejorar la transparencia hacia

los inversores finales en cuanto a los efectos de estos factores sobre sus decisiones financieras.

Acción 8: Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.

Acción 9: Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.

Para llevar a cabo esta acción las propuestas son las siguientes:

- La Comisión llevará a cabo un control de adecuación de la legislación de la UE relativa a la publicación de información corporativa, para evaluar si los requisitos de publicación de información de las sociedades cotizadas y no cotizadas son adecuados para los fines establecidos.
- Se creará un Laboratorio Europeo de Información Corporativa en el marco del Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG), a fin de fomentar la innovación y el desarrollo de las mejores prácticas en los informes corporativos, como la contabilidad ambiental.
- En lo que respecta a la divulgación de información por parte de los gestores de activos y los inversores institucionales, se les pedirá que expliquen cómo toman en consideración los factores de sostenibilidad en sus estrategias y en la toma de decisiones de inversión, en particular lo referente al cambio climático.
- La Comisión solicitará al EFRAG que evalúe el impacto de las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera) nuevas o revisadas en las inversiones sostenibles.
- La Comisión evaluará también aspectos pertinentes del Reglamento relativo a las normas internacionales de contabilidad.

Acción 10: Fomentar un Gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.

En definitiva, la Comisión Europea considera que el sector financiero debe de favorecer la creación de una economía más respetuosa con el medio ambiente y más sostenible. Con estas acciones, la UE pretende tomar decisiones para orientar el capital privado hacia inversiones más sostenibles, lo que dará lugar a un cambio integral en la forma en que funciona el sistema financiero.

G) Real Decreto-ley 14/2018 de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Este Real Decreto-ley se encarga de trasponer la Directiva 2014/65/UE, mencionada anteriormente. Así, esta norma refuerza la protección al inversor, pues aumenta el nivel de exigencia y determinación en las obligaciones de información al cliente, y concede nuevas potestades de supervisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y define las obligaciones de cooperación con las autoridades nacionales supervisoras de la UE y la Agencia Europea de Mercados y Valores (AEVM).

Tabla 3: NORMATIVA APLICABLE AL PERIODO POSTERIOR A LA CRISIS	
Directiva 2014/65/UE sobre los mercados de instrumentos financieros	Regula y normaliza la información que se le concederá a los inversores, tanto minoristas como institucionales. Esta información deberá ser autorizada para que alcancen ciertos niveles de calidad.
Reglamento (UE) 600/2014 sobre los mercados de instrumentos financieros	Permite a los entes reguladores de cada mercado intervenir en la publicidad, distribución o venta de ciertos productos financieros.
	Se encargará de hacer cumplir las prohibiciones recogidas en la Directiva.
Real Decreto-ley 18/2017 sobre modificaciones en materia de información no financiera y diversidad	Las sociedades consideradas de interés público y que formulan las cuentas anuales deberán publicar información sobre aspectos medioambientales y sociales, en el Informe de Gestión consolidado.
Real Decreto-ley 21/2017 sobre medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la UE en materia del mercado de valores	Los mercados deberán de establecer mecanismos eficaces que comprueben que los emisores de instrumentos financieros cumplen con sus obligaciones de información.
	La CNMV podrá suspender la negociación de los valores cuando pueda afectar al normal desarrollo del mercado, considerando infracción grave la negociación de estos valores cuando han sido prohibidos.
Circular 1/2018 de la CNMV	Los asesores financieros deben estar homologados a nivel europeo, formándose continuamente y cumplir con un código ético.
Plan de Acción: financiar el desarrollo sostenible	La Comisión Europea considera que el sector financiero debe favorecer la creación de una economía respetuosa con el medioambiente y más sostenible, y para ello desarrolla 10 acciones a llevar a cabo.
Real Decreto-ley 14/2018 sobre modificación de la Ley del Mercado de Valores	Trasposición de la Directiva 2014/65/UE, la cual refuerza la protección del inversor, otorga nuevas potestades a la CNMV y establece obligaciones de cooperación con las autoridades nacionales supervisoras de la UE.
<i>Fuente: Elaboración propia</i>	

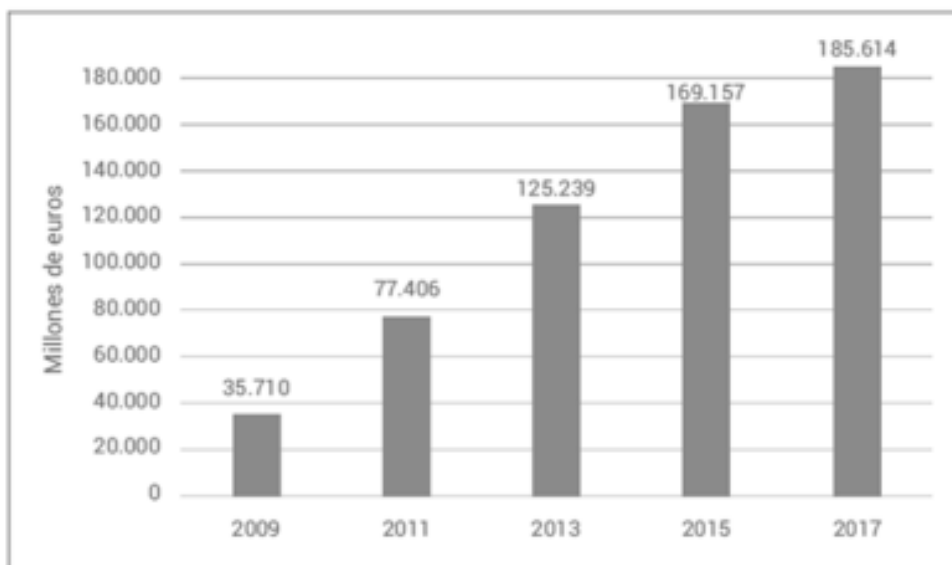
5.2. SITUACIÓN DEL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL DURANTE ESTE PERIODO.

El análisis de la evolución de las inversiones financieras socialmente responsables en el mercado español se llevará a cabo a través de dos apartados. En primer lugar determinaremos el volumen de inversiones socialmente responsables en nuestro mercado durante el periodo de 2015 a 2018 aproximadamente, centrándonos en los datos obtenidos a partir del informe de Spainsif de 2018 sobre este tipo de inversiones. Y en segundo lugar, nos centraremos en el caso especial de los bonos verdes en nuestro mercado, debido a las últimas noticias sobre emisión de este tipo de producto financiero en grandes compañías domiciliadas en España, y por sus perspectivas de crecimiento.

A) Las inversiones socialmente responsables en el mercado financiero español.

Las inversiones socialmente responsables en España en este periodo empezaron a ser relevantes, con una tendencia futura de crecimiento, pues éste era de un 10% según los datos registrados entre 2015 y 2017, alcanzando los 185.614 millones de euros. Además hay que tener en cuenta que como muestra el siguiente gráfico los activos gestionados con criterios ASG no se vieron realmente perjudicados durante la crisis, pero el mayor aumento se produjo a partir de la finalización de la misma.

Figura 7: Evolución de los activos gestionados con criterios ASG de entidades financieras nacionales



Fuente: Spainsif

Este crecimiento se debe a dos motivos principalmente:

- Mejora que experimentó la económica española en los últimos años, desde el final de la recesión en 2014, pues el PIB creció un 1,4% y el desempleo bajó hasta alcanzar un 23,78%. La mejora completa se produjo en 2017 cuando España recuperó todo el PIB que perdió durante la crisis y registró un crecimiento del 0,9%.¹²
- El informe de Spainsif ha realizado una encuesta concluyendo que el 81% de los inversores encuestados han manifestado su mayor compromiso con las

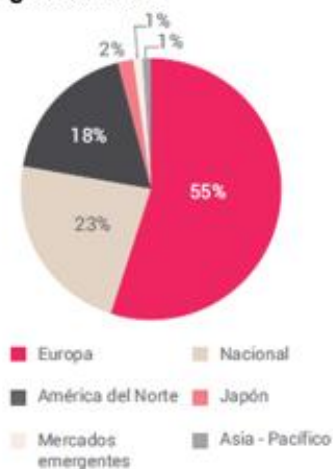
¹² Datos obtenidos del INE (Instituto Nacional de Estadística): <https://www.ine.es/>

inversiones responsables y sostenibles que hace unos años. De entre estos encuestados, el 61% han aumentado su inversión en este tipo de producto financiero y el 35% invierten con frecuencia en ellos.

Además, en referencia al crecimiento de otros indicadores españoles, los activos bajo la gestión de este tipo de inversiones que ha crecido un 10%, suponen un 2,4% más que el crecimiento sufrido por la economía española y un 3,7% mayor que el crecimiento experimentado por el IBEX35 (índice bursátil de referencia en España).

En comparación con el resto de inversiones, hay que destacar que las inversiones de activos que utilizan criterios ASG realizadas en España representan un 23% del mercado total.

Figura 8: Asignación de activos gestionado con criterios ASG distribuidos geográficamente



Fuente: Spainsif

Este resultado es consecuencia de que el 78% de los activos gestionados de esta forma a nivel mundial proceden de inversiones realizadas en Europa. A pesar de ello, estos resultados son muy favorables para España porque supone un mayor interés y conocimiento de este tipo de inversiones, que podrá ocasionar un aumento de la demanda nacional de los mismos si ven que tienen buenos resultados a nivel global.

Los fondos de inversión colectiva españoles han ido adquiriendo relevancia y, actualmente, comercializan 23 fondos de inversión, todos ellos inversiones ASG. Por tanto, el mayor interés de estas instituciones por las inversiones socialmente responsables podrá dar lugar a una mayor demanda nacional, pues estas instituciones serán capaces de ofrecer productos más atractivos para los inversores del mercado retail, pues irán adquiriendo experiencia en la comercialización de fondos ISR.

Las estrategias de inversión más utilizadas en la creación de fondos socialmente responsables durante el periodo posterior a la crisis son las siguientes:

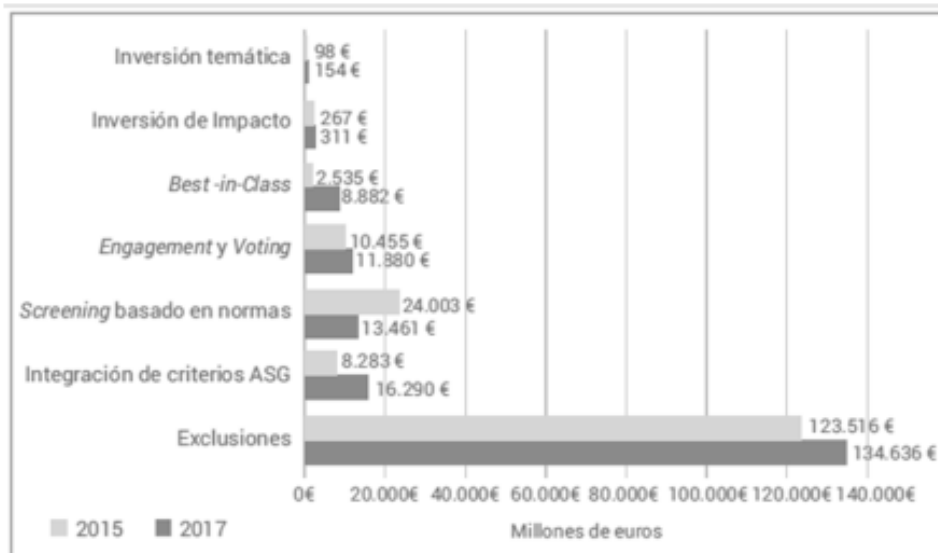
- Exclusión. La tasa de crecimiento de esta estrategia con respecto a 2015 es de un 9% (2017). Aunque anteriormente era la más utilizada, esta tendencia se ha modificado al empezar a optarse por estrategias más avanzadas. A pesar de ello, esta estrategia supone el 36% del total de activos gestionados

con criterios ASG a escala global, y es también la más utilizada en nuestro país.

- Best-in-Class. La tasa de crecimiento con respecto a 2015 es de un 250% (2017). Aunque a escala global supone un 2% del total de activos gestionados con criterios ASG, la tendencia de crecimiento de este tipo de estrategia hace pensar que se convertirá en la predominante con los años.
- Integración de criterios ASG. La tasa de crecimiento con respecto a 2015 es del 97% (2017), siendo la segunda estrategia más utilizada a nivel global, tras la exclusión, suponiendo un 25% del total de activos gestionados por criterios ASG.
- Screening o cribado basado en normas. La tasa de crecimiento con respecto a 2015 es del -44% (2017), siendo la única estrategia que no ha seguido la tendencia positiva de las anteriores, pues se ha optado por estrategias más avanzadas.

La siguiente gráfica muestra la evolución de las estrategias utilizadas para la gestión de activos de inversión socialmente responsables en España entre los años 2015 y 2017:

Figura 9: Activos gestionados por estrategias ISR

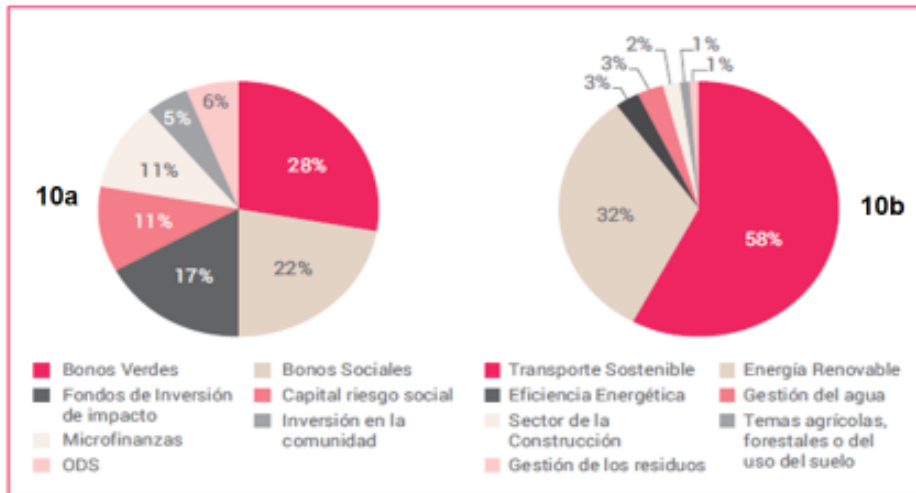


Fuente: Spainsif

Por otro lado, los resultados negativos de la estrategia Screening son consecuencia de la metodología utilizada por el informe Spainsif para dar lugar a estos resultados. Así que, para evitar la duplicidad de imputar activos en varias estrategias, los activos que utilizan varias estrategias se imputan a la más avanzada. Por tanto, no es que los activos gestionados por esta estrategia hayan disminuido, sino que junto con esta estrategia también se han empezado a utilizar otras más avanzadas.

En cuenta al tipo de activos que son estas inversiones y a cuál es el destino de las mismas se muestran en la siguiente gráfica:

Figura 10: Porcentaje de activos gestionados por clase de inversión de impacto (10a) y porcentaje de activos gestionados por temática de inversión en productos de inversión temática (10b)



Fuente: Spainsif

En esta gráfica aparecen una serie de inversiones impactos las cuales son: bonos verdes (producto financiero cuyos fondos se destinan exclusivamente a financiar proyectos verdes elegibles, como energías renovables), fondos de inversión de impacto (producto financiero formado por inversiones realizadas con la intención de generar un impacto social, medioambiental y retorno financiero), micro-finanzas (tipo de prestación de servicios financieros destinado a personas o grupos cuyo acceso a los sistemas bancarios tradicionales es limitado, debido a su condición socioeconómica), ODS (iniciativa de las Naciones Unidas para hacer posible el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo del Milenio, por lo que son Objetivos de Desarrollo Sostenible), bonos sociales (descuento de la factura de la luz, regulado por el Gobierno¹³ para proteger a los hogares vulnerables), capital riesgo social (instrumento financiero que consiste en la participación temporal y minoritaria en el capital social de una empresa mediante una entidad de capital riesgo) e inversión en la comunidad (actuación de las compañías para que su actividad contribuya al progreso económico y social de las comunidades en la que están presentes, de forma responsable y sostenible).

Por tanto, el tipo de inversión es muy variado lo que podría mostrar el intento de las instituciones financieras de crear productos financieros que satisfagan los diferentes tipos de inversión en los que los clientes quieren depositar su dinero. Por otro lado, el destino de estos fondos es principalmente el transporte sostenible y las energías renovables, pues es el ámbito medioambiental donde la sociedad está más centrada en los últimos años, buscando mejorar la calidad del aire de las principales ciudades (transporte sostenible) y disminuir el impacto medioambiental de las formas de producción de energía tradicionales (energías renovables).

Estas inversiones proceden principalmente de fondos de inversión socialmente responsables extranjeros, suponiendo una media del 85% de los fondos totales invertidos en España a lo largo de los últimos años, creciendo en gran medida en

¹³ El Gobierno aprueba estos bonos con la entrada en vigor en 2017 del Real Decreto 897/2017, de 6 de octubre, por el que se regula la figura del consumidor vulnerable, el bono social y otras medidas de protección para los consumidores domésticos de energía eléctrica.

2015, mientras que los fondos nacionales han tenido una evolución constante sin grandes altibajos desde 2009.

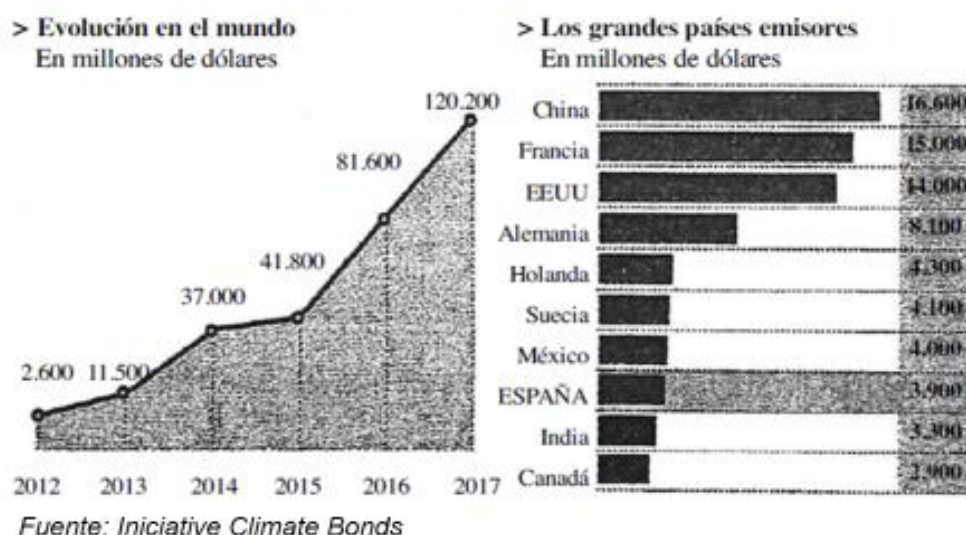
En definitiva, las inversiones sostenibles y responsables en España han consolidado su crecimiento. En cuanto a la calidad de estas inversiones, según el crecimiento de las estrategias utilizadas para su comercialización, ha mejorado dando lugar a un mercado español más maduro con respecto a periodos anteriores.

B) Bonos verdes en el mercado financiero español.

Los bonos verdes se pueden definir como títulos de créditos emitidos por organismos públicos o privados bajo la obligación de invertir en un proyecto verde o sostenible. Las ventajas de este producto son: oportunidad de diversificarse, oportunidad de diferenciación con respecto a otras empresas del sector, y mejora de la imagen y reputación del emisor.

En cuanto a la evolución de estos bonos, su crecimiento ha sido exponencial desde 2015 y China es el país que más emite este tipo de producto financiero, conclusiones a las que llego tras observar los datos del siguiente gráfico.

Figura 11: El mercado de los bonos verdes (datos a 16 de noviembre de 2017)



Además, este gráfico muestra que España no es uno de los países más relevantes en la emisión de bonos verdes, pero según las estimaciones de diferentes expertos la tendencia será de crecimiento (Arruti y Bruzón, 2018).

En cuanto a los datos cuantitativos del mercado español, el informe de Spainsif de junio de 2018 determinó la existencia de una mayor importancia en la emisión de estos productos en las compañías energéticas, como Iberdrola que emitió bonos por valor de 2.750 millones de euros en 2017 y lidera el mercado con 7.200 millones de euros en financiación verde, habiendo emitido desde 2014 (año de la primera emisión) en seis ocasiones este tipo de bonos. Por otro lado, Gas Natural¹⁴ realizó

¹⁴ Información obtenida de la nota de prensa publicada por Naturgy el 8 de noviembre de 2017. Esta nota de prensa puede consultarse en: prensa.naturgy.com/emisión-bonos-verdes/

una emisión por 800 millones de euros y Repsol¹⁵ se convirtió en la primera petrolera en optar por este tipo de productos con un valor de 500 millones de euros.

En otros sectores destaca Adif¹⁶ con la emisión de 600 millones de euros en 2017. En la Administración Pública sobresale la Comunidad de Madrid¹⁷ que emitió 700 millones de euros en bonos verdes para financiar iniciativas sociales y ambientales relacionadas con la salud, la pobreza, las ciudades sostenibles... Y el Ayuntamiento de Barcelona¹⁸ se unió a esta tendencia en 2017 emitiendo bonos sostenibles para financiar inversiones ambientales y sociales.

En cuanto a las emisiones de 2018, ACS¹⁹ y BBVA²⁰ emitieron por primera vez bonos verdes, lo cual refleja la tendencia creciente de estos bonos, ya que cada vez son más las grandes empresas españolas que optan por ellos.

En definitiva, la emisión de bonos verdes se ha convertido en los últimos años en la inversión socialmente responsable más conocida y destacada. Por ello, la inversión socialmente responsable ha empezado a considerarse a partir de los bonos verdes, pues son las inversiones financieras que aparecen publicadas en los medios de comunicación. Por todo ello, los bonos verdes presentan una previsión de crecimiento muy positiva, lo cual permitirá la comercialización de forma generalizada de estos bonos y el conocimiento por los inversores minoristas de la inversión en otro tipo de productos financieros que puedan satisfacer su código ético personal, al poder elegir entre una variedad de inversiones socialmente responsables.

¹⁵ Información publicada por la página web oficial de Repsol, se puede consultar en: inside.repsol.com/invertir-en-un-futuro-sostenible-con-el-bono-verde/

¹⁶ Información publicada por Adif en su página web oficial, formando parte de la publicación sobre su marco de emisión de bonos verdes, se puede consultar en: www.adifaltavelocidad.es/es_ES/empresas_servicios/portal_del_inversor/informacion_medioambiental/marco/marco.shtml

¹⁷ Información obtenida de la página web oficial de la Comunidad de Madrid, formando parte de la deuda sostenible de dicha comunidad, se puede consultar en: www.comunidad.madrid/inversion/relacion-inversores/deuda-sostenible

¹⁸ Información obtenida de la página web oficial del Ayuntamiento de Barcelona, como una noticia publicada en 26 de diciembre de 2017, se puede consultar en: ajuntament.barcelona.cat/ecologiaurbana/es/noticia/primer-emision-de-buenos-verdes-y-sociales-embargada-26d_594918

¹⁹ Información publicada en la página web oficial del Grupo Cobra (desarrollador principal y contratista de la división industrial del Grupo ACS), publicado en 24 de abril de 2018, se puede consultar en: www.grupocobra.com/aacs-servicios-comunicaciones-y-energia-coloca-en-el-mercado-una-emision-de-bonos-verdes-con-calificacion-bbb/

²⁰ Información obtenida de la página web oficial de BBVA, publicado en 3 de mayo de 2018, se puede consultar en: www.bbva.com/es/bbva-lanza-mercado-primer-bono-verde/

CAPÍTULO 6

TRATAMIENTO FISCAL DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS SOCIALMENTE RESPONSABLES

6.1. INCENTIVOS FISCALES A LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES EN ESPAÑA.

Una vez definido el marco normativo en el que se desarrolla las inversiones socialmente responsables en los últimos años, parece lógico que debido a su mayor conocimiento y regulación se opte por fomentarlas mediante incentivos fiscales, pero este no ha sido el caso.

Los incentivos fiscales a las inversiones socialmente responsables en el mercado financiero español son nulas, tanto para las tradicionales inversiones de este tipo como para los novedosos “bonos verdes”. Por tanto, diferentes estudios de Spainsif han mostrado su acuerdo en que tanto Europa y, concretamente, España deberán llevar a cabo una política de incentivos para este tipo de inversiones financieras, pues el problema que surge en su crecimiento es la falta de demanda. Sin embargo, aún no se vislumbra ningunas propuestas que parezcan ir encaminadas para conseguir este objetivo.

Por otro lado, aunque no existen incentivos para las inversiones financieras, en España se ha incentivado la inversión en activos de las empresas, es decir, las empresas que invierten en nuevos activos que favorezcan la protección del medioambiente o inviertan en proyectos socialmente responsables obtiene incentivos fiscales en varios impuestos (impuesto de actividad económica, impuesto de sociedades e impuesto sobre bienes inmuebles)²¹.

Por tanto, las inversiones socialmente responsables que no sean financieras obtienen incentivos fiscales, siendo los destinatarios de estos incentivos aquellas empresas que realizan la inversión.

6.2. INCENTIVOS FISCALES A LAS INVERSIONES FINANCIERAS SOCIALMENTE RESPONSABLES EN EUROPA.

A pesar de que España carezca de incentivos fiscales a estas inversiones financieras, éstos son posibles, ya que Holanda ha mostrado un precedente al crear el Sistema de Fondos Verdes Holandés (“Green Funds Scheme”). Este sistema tiene como objetivo las inversiones en proyectos innovadores, en aquellos sectores que supongan un impacto medioambiental favorable (agricultura ecológica, energías renovables...). Así, mediante este sistema, el inversor presta sus fondos para financiar estos proyectos con un tipo de interés reducido, lo cual es compensado con ciertos incentivos fiscales.

Otro ejemplo de estos incentivos se produce en Reino Unido, pues se establece en 2003 una desgravación fiscal a la inversión en la comunidad (Community Investment Tax Relief). Esta desgravación se basa en que el inversor deposita sus

²¹ Estos incentivos están regulados en la Ley Reguladora de Haciendas Locales (impuesto de actividades económicas) y en el Real Decreto-ley de medidas de reforma económica que modificó la Ley del Impuesto de Sociedades y la Ley Reguladora de Haciendas Locales (impuesto sobre bienes inmuebles).

fondos a través de una institución acreditada por el Estado (CDFI), y a cambio obtiene una exención fiscal del 25% del importe invertido.

Para finalizar el análisis realizado sobre las inversiones socialmente responsables en el transcurso de las dos últimas décadas aproximadamente, concluimos con un cuadro resumen sobre toda la información aportada:

TABLA 4: ANÁLISIS SOBRE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES (1999-2018)	
PERIODO ANTERIOR A LA CRISIS (1999-2007)	
Regulación	Situación en el mercado financiero
Las institución de inversión colectiva éticas deberán establecer criterios propios para calificar una inversión como ética.	Aparece el primer fondo gestionado y domiciliado en España (Iber Fondo 2020), abriendo el camino para otros fondos posteriores.
Los folletos que muestran las características de la inversión deberán de tener un ideario ético (información que se deberá incluir en el Informe de Gestión).	Durante este periodo el número de fondos aumentaron, debido principalmente a que empañaron a comercializarse fondos extranjeros.
	España presenta un desarrollo tardío con respecto a otros países europeos, pues su crecimiento es mucho menor.
PERIODO PARALELO A LA CRISIS (2008-2014)	
Regulación	Situación en el mercado financiero
Los fondos de pensiones deben divulgar información referente a los criterios ASG, debiendo la Comisión de Control del fondo recoger en el Informe de Gestión los criterios socialmente responsables utilizados.	Los años de crisis no afectaron a los fondos gestionados en España pero en 2009 comenzaron a disminuir los fondos gestionados en el extranjero.
Las instituciones de inversión colectiva están obligadas a incluir la denominación ISR en el documento simplificado de información.	La mayor parte de la inversión procede del mercado institucional, aumentando en 2009 hasta ser casi en su totalidad.
PERIODO POSTERIOR A LA CRISIS (2015-2018)	
Regulación	Situación en el mercado financiero
La información que se da a los inversores se normaliza y regula.	Las inversiones empezaron a crecer, sin verse perjudicados gravemente por la crisis.

<p>Los entes reguladores de cada mercado podrán intervenir en la comercialización de los productos financieros.</p>	<p>Las inversiones realizadas en España suponen un 23% del mercado global, pues la mayoría de estas inversiones se localizan en Europa.</p>
<p>Las sociedades de interés público deberán incluir en las cuentas anuales información de aspecto medioambiental y social.</p>	<p>El tipo de activo que conforma estas inversiones es muy variado, destacando los bonos verdes y los bonos sociales. El destino de estas inversiones es principalmente el transporte sostenible y, en menor medida, la energía sostenible.</p>
<p>Los mercados deberán de establecer mecanismos eficaces que comprueben que los emisores de instrumentos financieros cumplen las obligaciones de información.</p>	<p>Los fondos comercializados en España se gestionan principalmente en el extranjero, siendo la media del 85% en los últimos años.</p>
<p>Los asesores financieros deberán homologarse a nivel europeo y cumplir con un código ético.</p>	<p>Los bonos verdes presentan un crecimiento exponencial, empezando a ser relevante en España en los últimos años con la emisión de este producto por multinacionales españolas.</p>
<p><i>Fuente: Elaboración propia</i></p>	

CAPÍTULO 7

CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo se han presentado los elementos que han permitido el desarrollo de las inversiones socialmente responsables. Se ha estudiado la situación del mercado en el momento de su aparición en España y como ha ido evolucionando este mercado desde ese momento hasta la actualidad. Todos estos acontecimientos han determinado que las inversiones socialmente responsables se hayan establecido en nuestro mercado en los últimos años y sus previsiones de futuro sean muy favorables.

La conclusión más importante a la que hemos llegado es que el marco normativo se ha convertido en un indicador clave para el desarrollo de este tipo de inversiones. Las inversiones socialmente responsables han presentado una evolución favorable, con pequeños desequilibrios durante la crisis financiera, lo que ha provocado la aparición de nueva normativa que permite la continuación de este crecimiento.

Así que el marco normativo y la situación del mercado financiero se encuentran realmente complementados, pues el desarrollo de uno permite la del otro. La aparición de las inversiones socialmente responsables generó la aparición de cierta normativa que empezaba a regularlas, y con el desarrollo favorable de estas inversiones empezó a surgir nueva normativa para hacer frente a su crecimiento. Por tanto, el crecimiento de estas inversiones genera una mayor preocupación por su regulación, lo cual desemboca a su vez en un mayor conocimiento y como consecuencia en un mayor crecimiento.

En este trabajo han aparecido diferentes conceptos para hacer referencia a inversiones socialmente responsables, como son éticas, solidarias, bonos verdes... Todos estos conceptos se refieren al mismo tipo de inversión, pero el destinatario al que va dirigido la inversión puede variar y de ahí las diferentes denominaciones.

La conclusión a la que se llega con este trabajo es que toda inversión que tenga como destinataria el desarrollo de actividades responsables, ya sean sociales (incluyendo las destinadas a ONG) o medioambientales, se consideraban inversiones socialmente responsables. Por tanto, se ha tenido que regular el procedimiento para denominar a los fondos que incluyen estas inversiones, con el único objetivo de proteger a los inversores, otorgándoles información para que inviertan de acuerdo con su ideario ético.

A partir de esta regulación que permite a los inversores identificar los fondos donde invertir para respetar sus principios éticos, surge el dilema de si toda inversión que cumpla con la normativa para usar esta denominación es realmente socialmente responsable. El dilema parte de que compañías que emiten este tipo de activos no llevan a cabo en el desarrollo de su propia actividad un comportamiento ético, es decir, si una compañía que desarrolla su actividad en países donde los costes son más bajos (incumpliendo con los derechos laborales) y en nuestro país forma parte de un fondo de inversión socialmente responsable, la inversión no es realmente, ya que, aun cumpliendo con la normativa española para utilizar esta denominación, la inversión se destina a una compañía que incumple los derechos humanos en otros países aunque el uso particular de la inversión se

destine a mejoras sociales en su comunidad, por ejemplo. Por tanto, la solución a este dilema sería crear un marco normativo más exhaustivo que el actualmente existente, pues al regular estas inversiones evita las posibles lagunas que puedan utilizar las compañías para emitir estos productos financieros, los cuales le dan una buena imagen frente a la sociedad.

Actualmente, la denominación de inversión socialmente responsable solo puede tenerla aquella que cumplan con los criterios ASG que hayan establecido cada institución de inversión colectiva para la creación de sus fondos. Aunque pueden existir inversiones que por sus características puedan considerarse socialmente responsables, si no cumple con la normativa vigente no puede incluir esta denominación en su folleto informativo, y por tanto no puede ser considerada a nivel comercial como inversión socialmente responsable. Además, para evitar que, incluyendo la denominación de inversión socialmente responsable, la compañía que emite este tipo de productos financieros no cumpla con unos principios éticos básicos. Por tanto, la conclusión a la que llegamos es que el marco normativo actual debería cambiar.

Las inversiones socialmente responsables presentan una perspectiva de futuro realmente favorable, por lo que podrían convertirse en el primer paso para cambiar el modelo productivo, pero este cambio se produciría a largo plazo.

El cambio del modelo productivo se producirá cuando las inversiones que se consideren socialmente responsable realmente sean así, pues la regulación se deberá de desarrollar hasta llegar el momento en el que las inversiones que tengan esta denominación lo sean realmente en todos sus aspectos, por lo que deberán superar el dilema antes expuesto.

Por tanto, para conseguir el cambio del modelo productivo se deberá de legislar con el objetivo de que los fondos de inversión socialmente responsables no puedan incluir inversiones que no lo sean (como las emitidas por compañías que no actúan con los principios éticos básicos como son el respeto de los derechos humanos). Por esto, actualmente no parece que se vaya a producir un cambio del modelo productivo, pues incluso se están empezando a comercializar productos financieros similares a los productos que dieron lugar a la crisis financiera, y esto es provocado por la falta de interés del legislador español para regular la comercialización de este tipo de productos en el mercado financiero, a pesar de conocer el daño que hicieron a la economía y a la bolsa española en 2009.

Así, el crecimiento de estas inversiones dará lugar a nuevas regulaciones y políticas que tengan como objetivo potenciar el crecimiento de estos activos. Una vez que las inversiones socialmente responsables adquieran cierta competitividad en el mercado y los emisores de las mismas exijan un marco normativo para que no aparezcan inversiones que utilicen esta denominación y no lo sean, se producirá un cambio social, cuyo objetivo será favorecer una economía sostenible como un modelo de vida generalizado, y el modelo productivo también habrá cambiado para adaptarse a esta nueva realidad, donde lo relevante será el desarrollo sostenible y la búsqueda del beneficio social junto con el económico.

En definitiva, las inversiones socialmente responsables aparecen en España a finales de los años 90 y desde ese momento ha presentado un crecimiento favorable, mermado un poco con la aparición de la crisis financiera pero siempre

presentando una tendencia creciente. Así que, este tipo de inversiones se convertirán en el futuro en una parte importante del mercado financiero, porque la sociedad presenta cada vez una mayor concienciación por el medio ambiente y las prácticas socialmente responsables.

Por tanto, una vez que estas inversiones hayan adquirido relevancia en el mercado financiero (siendo tan competitivas como los activos tradicionales) y se haya creado un marco normativo que la regule de forma adecuada y exhaustiva, se producirá una modificación del sistema financiero y de la economía tal y como la conocemos.

BIBLIOGRAFÍA

Arruti, F., y Bruzón, A. (2018). “Bonos verdes y bonos sociales como motores de cambio”. *Boletín de Estudios Económicos*, volumen 73.224, páginas 233–250.

Balaguer Franch, M.R. (2007). “El desarrollo de la inversión socialmente responsable en España”. *Documentación social*, volumen 146, páginas 63-78.

Biggeri, U., y Sasía P.M. (2014). *El valor del dinero: banca, finanzas y ética más allá del mito del crecimiento*. Santander: Sal Terrae.

Castells, M. (2017). *Otra economía es posible: cultura y economía en tiempos de crisis*. Madrid: Alianza.

CEPES: Centro de Estudios Persona, Empresa y Sociedad (2001). “Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España”. Informe de ESADE (Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas).

Circular sobre la aplicación de criterios ASG en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva; Comisión Ética de INVERCO (8 de abril de 2014).

Circular sobre la utilización de inversiones colectivas de la denominación "ético", ecológico o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social; Comisión Ética de INVERCO (15 de noviembre de 1999).

De la Cruz del Río Rama, M., Martínez Carballo, M., Guillén Solórzano, E., Barbeito-Roibal, S. (2007). “Evolución y tendencias en la inversión socialmente responsable”. *Anales de economía aplicada*, volumen 10 (Área XI: Economía española y europea), páginas 2-22.

De la Cuesta González, M., y Galindo García, A. (2005). *Inversiones socialmente responsables*. Salamanca: Universidad Pontificia de Salamanca.

Department for Business, Energy and Industrial Strategy (2019). “Community Investment Tax Relief”. Recuperado de: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/775315/Community_Investment_Tax_Relief__CITR__Material_Concerning_the_accreditation_of_Community_Development_Finance_Institutions.pdf

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo; 15 de mayo de 2014.

Fernández García, R. (2009). *Responsabilidad social corporativa: una nueva cultura empresarial*. S.I: Editorial Club Universitario.

Fernández Izquierdo, M.A. (2011). “La inversión socialmente responsable; situación actual en España”. Instituto de Información Financiera, Nota Técnica número 11.

Fernández Izquierdo, M.A., Muñoz Torres, M.J. (2009). “La inversión socialmente responsable”. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, número 85, páginas 24-28.

Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO). “Qué son los fondos y sociedades de inversión”. Recuperado de: <http://www.inverco.es/20/22/25>

- Isidro Núñez, F. y Zión Bier, R. (2018). "La Inversión Socialmente Responsable". EAE Business School.
- Iturrioz del Campo, J., Matéu Gordon, J., Valor Martínez, C. (2007). "Productos y servicios financieros socialmente responsables: situación actual y previsiones de crecimiento en las entidades financieras de economía social". Universidad San Pablo (CEU).
- Ley 2/2011 de economía sostenible; 4 de marzo de 2011.
- Muñoz, E.C. (2018). "Impacto de la regulación financiera europea en materia de inversión". Boletín de Estudios Económicos, número 73(224), páginas 275-295.
- Muñoz, E.C., y Pintó, C. T. (2011). "La inversión socialmente responsable en el escenario financiero". Boletín De Estudios Económicos, número 66(202), páginas 95-117.
- Murillo, D. (coordinador), Rosario Balaguer, M. y Albareda, L. (2010). "Observatorio 2010 de la Inversión socialmente Responsable". ESADE, Instituto de Innovación Social y BBVA.
- Norma PN165001; AENOR (2002).
- Novaster. "Informe sobre la Inversión Socialmente Responsable en España". Spainsif, 2010. Recuperado de: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- Parra, C., y Ruiz, C. (2012). *Instrumentos solidarios en tiempos de crisis*. Barcelona: J. M. Bosch Editor.
- Parra, C., y Porta, F. (2014). *Emprendeduría social: alternativa sostenible para una nueva economía*. Barcelona: J.M. Bosch Editor.
- Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible; 8 de Marzo de 2018.
- Ramos Pérez Torreblanca, E. (2007). Mitos y realidades de la responsabilidad social corporativa en España: un enfoque multidisciplinar. En: Ramón Pérez Torreblanca, E; *La inversión socialmente responsable y el desarrollo de la responsabilidad social corporativa*. Capítulo XIV.
- Real Decreto-ley 14/2018; 28 de septiembre de 2018.
- Real Decreto-ley 18/2017; 24 de noviembre de 2017.
- Real Decreto-ley 21/2017; 29 de diciembre de 2017.
- Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo; 15 de mayo de 2014.
- Ríos Manso, C., Ferruz Agudo, L. (2016). "Fondos de Inversión Socialmente Responsables en Europa". Análisis Financiero, volumen 132, páginas 6-17.
- Sánchez, P., Rodríguez, M.A. y Ricart, J. E. (2003). "La inversión socialmente responsable: Evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas". Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, número 54, páginas 46-59.
- Spainsif (2017). "La fiscalidad como criterio de inversión sostenible y responsable". Recuperado de: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- Spainsif (2018). "La Inversión Sostenible y Responsable en España 2018". Recuperado de: <https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- Valor, C. y Palomo, R. (2003). "Las empresas de participación y la inversión socialmente responsable: efectos de los criterios de regulación y asimetrías de

información". Revista de Estudios Cooperativos (REVESCO), volumen 80, páginas 107-115.