

spainSIF

La Inversión Sostenible
y Responsable en España

2023

ESTUDIO DE MERCADO



CON EL PATROCINIO DE:



Título

La inversión sostenible y responsable en España - Estudio Spainsif 2023

Edita

Spainsif - Foro español de inversión socialmente responsable
C/ Velázquez, 157 – Planta 1ª. 28002 Madrid
www.spainsif.es

© Spainsif

Edición en línea: ISSN 2695-4206

Edición impresa: ISSN 2660-4248

Depósito legal: M-29202-2023

Madrid, 2023

AVISO LEGAL

La lectura de este documento implica la conformidad con este aviso y la aceptación de las siguientes condiciones:

La información contenida en el presente documento (el "Estudio") está dirigida exclusivamente a su destinatario y la puesta a disposición del Estudio no implica en modo alguno la cesión de derechos de propiedad intelectual y/o industrial. La información que incluye el Informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables (encuestas, fuentes públicas y testimonios de expertos) y no supone el posicionamiento de la asociación ni de los asociados. En ningún caso los contenidos del Estudio se han compartido con los patrocinadores ni participantes en el mismo previo a su lanzamiento. El usuario o lector del Estudio asume su propia responsabilidad derivada del empleo de éste o de la información contenida; y se compromete expresamente a no destruir, alterar, modificar, inutilizar o, de cualquier otra forma, dañar los datos, imágenes o textos del mismo. La traducción y/o reproducción total o parcial del Estudio por cualquier medio ha de realizarse citando siempre a Spainsif como fuente. La presencia de cualquier artículo, libro o documento que incluya contenido del Estudio no implica la aprobación ni la conformidad con el contenido por parte de Spainsif.

spainSif

La Inversión Sostenible y
Responsable en España 2023



ESTUDIO DE MERCADO

CON EL PATROCINIO DE:



MIEMBROS ASOCIADOS

ÍNDICE

Carta del patrocinador.....	7
Carta de la Presidencia y la Dirección.....	10
Resumen ejecutivo	12
1. Introducción.....	16
2. Objetivo y metodología	27
3. El mercado de la ISR en España	30
3.1. Análisis por estrategias ISR	38
3.2. Análisis de los activos ASG	50
3.3. Análisis ASG de las entidades.....	52
3.4. Valoraciones cualitativas: percepción del mercado	58
4. Las finanzas sostenibles en América Latina y el Caribe.....	62
5. Conclusiones	67
6. Actores relevantes en el mercado de la ISR en España.....	70
7. Bibliografía.....	83
8. Apéndice	85
8.1. Glosario.....	85
8.2. Acrónimos	87
8.3. Listado de gráficos, figuras y tablas	89
8.4. Enlaces de interés	90
8.5. Créditos.....	91



Michael Lewis
DWS Head of ESG Research

CARTA DEL PATROCINADOR

EL CAMINO HACIA LA TRANSFORMACIÓN EUROPEA

Los cimientos sobre los que se han construido la prosperidad y la seguridad europeas durante los últimos setenta años ya no son aptos para el futuro y, en consecuencia, Europa debe transformarse. Las razones por las que la transformación se ha vuelto tan urgente reflejan un mayor riesgo geopolítico, la dependencia del continente en las importaciones de productos básicos, críticos para la transición climática, una competitividad industrial débil y una demografía adversa. Por lo tanto, nuestro trabajo en DWS se centra no solo en los sectores y las oportunidades de transformación de la clase de activos, sino también en el papel que la industria de la gestión de activos puede desempeñar en la financiación

de esta transformación.

Cualquier transformación es un proyecto ambicioso que requiere un importante despliegue de capital, así como acciones para abordar la falta de dinamismo en Europa. Por ejemplo, se estima que el sector del capital riesgo en todo el continente representa solo el 0,1 % del PIB europeo¹. La ausencia de grandes empresas relacionadas con la tecnología en los valores europeos es un indicador de que la inercia y el incrementalismo han supuesto un alto coste. De hecho, la diferencia de 200 puntos porcentuales en el rendimiento entre Europa y los EE. UU. durante la última década es, por lo tanto, una brecha lo suficientemente grande como para resaltar los riesgos de no embarcarse en proyectos de transformación².

En nuestra opinión, la naturaleza de largo plazo de las inversiones enfocadas en la transformación significa que algunas de las inversiones más apropiadas se encuentran actualmente en mercados privados donde los inversores pueden tener un horizonte temporal más amplia. Vemos oportunidades específicas, por ejemplo, en eficiencia energética y en la modernización del sector inmobiliario residencial, en inversiones ligadas a la infraestructura europea, como son los puntos de carga de vehículos eléctricos (EV), y en todo el sector de generación de energía. Tales inversiones pueden ayudar a generar beneficios significativos.

Por ejemplo, los edificios representan el 40 % del uso de energía en Europa y generan alrededor del 36% de las emisiones de gases de efecto invernadero de Europa³. La Comisión Europea ha propuesto que para 2030 todos los edificios nuevos sean de cero emisiones. Esto nos dejará con una cantidad de edificios existentes, en torno al 85 % que probablemente sigan en pie en 2050, que requerirán una hoja de ruta para eliminar gradualmente los combustibles fósiles en calefacción y refrigeración para 2040, como muy tarde⁴. La aceleración generalizada de las medidas de eficiencia energética para hacer verdes los edificios europeos existentes tiene múltiples beneficios, ya que reduce la demanda de combustibles fósiles, mejora la seguridad energética, reduce las emisiones de gases de efecto invernadero, aumenta las valoraciones de los activos y reduce los riesgos de impago de las hipotecas⁵.

¹ European Commission (July 2022) CMU Progress List of indicators to monitor progress towards the CMU objectives (europa.eu)

² DWS analysis (Diciembre 2022). La marca de tiempo se refiere al rendimiento en los últimos 10 años hasta diciembre de 2021.

³ European Commission (Febrero 2023). Energy performance of buildings: climate neutrality by 2050

⁴ European Commission (Diciembre 2021) Proposal to boost renovation and decarbonisation of buildings

⁵ IEA (Marzo 2019) www.iea.org/reports/multiple-benefits-of-energy-efficiency; CBRE (2022). Is sustainability certification in real estate worth it? Evidence from European office markets

Si miramos con detalle el transporte, este es el único sector en Europa donde las emisiones de carbono han aumentado en las últimas tres décadas⁶. Por lo tanto, la conversión del transporte terrestre a eléctrico se ha convertido en una prioridad urgente. Afortunadamente, en comparación con otras partes del mundo, Europa se ha establecido como un importante centro de producción de vehículos eléctricos y de la expansión de la infraestructura para los puntos de carga, lo que representa un tercio de la flota mundial de vehículos eléctricos y una quinta parte de las estaciones de carga a nivel mundial⁷. Para salvaguardar este liderazgo, Europa debe embarcarse en un programa radical de inversión en infraestructura que se extienda a través de tres áreas: infraestructura de carga, actualizaciones de los sistemas de distribución de energía y transformadores para fines de movilidad eléctrica y, finalmente, mayor capacidad de generación de energía renovable.

La generación de energía es el mayor sector emisor de gases de efecto invernadero en Europa en la actualidad⁸. Se necesita una descarbonización completa del sector eléctrico para cumplir el objetivo de la UE de convertirse en el primer continente climáticamente neutral para 2050⁹. Para alcanzar los objetivos climáticos y energéticos europeos, se necesita de cinco a ocho veces la cuota de mercado actual de energía eólica y solar en tierra para 2050. España puede jugar un papel importante en esta transformación dada su condición de líder en generación de energía eólica y solar. España produce casi el 50 % de su generación de energía a través de la energía eólica y solar, la mayor parte de cualquier país europeo importante¹⁰.

Para acelerar el capital hacia inversiones enfocadas en la transformación, las principales empresas de Europa deberían considerar nuevos tipos de colaboración con las compañías de gestión de activos con el fin de descarbonizar. Los organismos gubernamentales europeos tienen un papel que desempeñar a la hora de proporcionar un entorno que apoye la financiación de esta transformación. Por ejemplo, el año pasado, una gran empresa estadounidense de semiconductores llegó a un consenso con gestoras de activos norteamericanas sobre el financiamiento de una planta de semiconductores en Norteamérica¹¹. Esto fue posible gracias a las estructuras de financiamiento eficientes desde el punto de vista fiscal, que actualmente solo están disponibles en los EE. UU.

Por lo tanto, sería muy positivo ver tales mecanismos también introducidos en Europa. Esto estaría en consonancia con el espíritu de la Unión de los Mercados de Capitales, especialmente para algunos de los principales proyectos de infraestructura cuya financiación deberá estar a cargo de empresas que cotizan en bolsa. Por lo tanto, este tipo de financiación innovadora puede adoptar muchas formas, incluidos los fondos de financiación combinados, la financiación de la renovación de viviendas ecológicas a través de la financiación vinculada a la propiedad y con inversiones privadas a través de préstamos directos.

⁶ WEF (Septiembre 2022). La Unión Europea ha reducido las emisiones de gases de efecto invernadero en todos los sectores, excepto en este.

⁷ IEA (Mayo 2022). Global electric car stock; IEA (Octubre 2022). Trends in charging infrastructure

⁸ European Environment Agency (Agosto 2020) <https://www.eea.europa.eu/data-and-maps/data/co2-intensity-of-electricity-generation>

⁹ McKinsey & Co. (Agosto 2023). Five key action areas to put Europe's energy transition on a more orderly path

¹⁰ Ember (Junio 2023). Wind and solar overtake fossil generation in the EU <https://ember-climate.org/press-releases/wind-and-solar-overtake-fossil-generation-in-the-eu/>

¹¹ Intel-Brookfield invertirá hasta 30 mil millones de dólares en fábricas de chips en Arizona (Agosto 2022)

Esta información está sujeta a cambios en cualquier momento, según consideraciones económicas, de mercado y otras, y no debe interpretarse como una recomendación. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros. Las previsiones no son un indicador confiable del rendimiento futuro. Las previsiones se basan en suposiciones, estimaciones, opiniones y modelos hipotéticos que pueden resultar incorrectos. Las inversiones alternativas pueden ser especulativas e implicar riesgos significativos, como la falta de liquidez, un mayor potencial de pérdida y falta de transparencia. Las inversiones alternativas no son adecuadas para todos los clientes.

CRC 096780 / Julio 2023

Para inversores profesionales (MiFID Directive 2014/65/EU Annex II)



Joaquín Garralda
Presidente



Andrea González G. Vega
Directora General

CARTA DE LA PRESIDENCIA Y LA DIRECCIÓN

Estimados lectores,

En representación de Spainsif, la entidad que congrega a los principales actores interesados en el desarrollo de las finanzas sostenibles en España, y cuyo propósito es promover el consenso en pos de una mayor integración de las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones financieras, reconocemos la relevancia de comprender y analizar en profundidad las tendencias y desafíos que caracterizan este ámbito en constante evolución. En consonancia con este objetivo, nos complace presentar el Estudio anual "La Inversión Sostenible y Responsable en España" del año 2023.

A lo largo del año 2022, se ha observado un avance continuo en la regulación de las finanzas sostenibles, con el desarrollo tanto de nuevas normativas europeas como nacionales, así como la implementación y consolidación de requisitos relacionados con la divulgación y comercialización de productos financieros con características de sostenibilidad. Se registraron avances significativos en áreas como la cooperación entre organizaciones internacionales en los estándares de divulgación de información corporativa sobre sostenibilidad, el papel del sector financiero en la debida diligencia y la cadena de valor de las empresas, además de las tendencias hacia la prudencia en las reclasificaciones conforme al Reglamento de Divulgación SFDR en Europa. Estos ejemplos ilustran el impacto y la eficacia de los organismos reguladores y supervisores que se han comprometido a orientar los flujos de capital hacia objetivos de sostenibilidad durante el último año.

A nivel global, a pesar de las dificultades asociadas con un creciente cuestionamiento político sobre los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que proviene del otro lado del Atlántico, se han logrado avances notables en los compromisos de propietarios y gestores de activos en relación con la deforestación o la biodiversidad, en la financiación del subsector de las energías renovables, que se presenta como una tendencia imparable, y en la reconquista de terreno de los criterios sociales en las prácticas de inversión sostenible.

Las conclusiones de este estudio nos ayudarán a alcanzar una comprensión más profunda de las necesidades y expectativas de los inversores en términos de sostenibilidad. Además, contribuirán a brindar una imagen más clara y detallada de los procesos de inversión sostenible, lo cual servirá de guía, revalidación e inspiración para la comunidad financiera en su conjunto. En cuanto a los datos de mercado, este estudio ofrece la oportunidad de analizar la evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España a través de una metodología que se ha aplicado desde 2010. Al mismo tiempo, marca el inicio de una transición hacia un nuevo sistema de seguimiento de la inversión sostenible y responsable, que tomará

en cuenta los nuevos marcos de identificación de activos sostenibles, así como información sobre la contribución del inversor a los objetivos ASG y sus procesos asociados.

La transformación metodológica que se avecina en los estudios de mercado de inversión sostenible representa simultáneamente un desafío y una oportunidad. Constituye un reto en la medida en que implica la incorporación de una red de buenas prácticas en los procesos de inversión sostenible y la adaptación a un marco regulatorio en constante cambio y diversificado en distintas regiones del mundo. Para ello, la metodología debe ser capaz de proporcionar información sustancial acerca de la evolución del mercado y, al mismo tiempo, mantener una estabilidad a lo largo del tiempo que permita desarrollar análisis evolutivos con capacidad explicativa de la realidad en el ámbito de las finanzas sostenibles. Debemos prepararnos para la adopción de enfoques que, aunque pueden incorporar cierta terminología asociada a las estrategias de inversión sostenible monitorizadas en el presente estudio, consideren factores adicionales en la ecuación; como el enfoque de doble materialidad, las evidencias del impacto o los grados de ambición del inversor. Este enfoque genera una oportunidad de generación de información actualizada para interpretar tendencias, prácticas y aportaciones finales de la inversión sostenible como filosofía de inversión.

Por último, destacar la apuesta que se hace desde Spainsif por la fuerza de la colaboración y el intercambio de conocimientos. Este estudio es un testimonio del compromiso de nuestros socios en fomentar el diálogo y la acción en aras de un sector financiero que acelere y facilite la consecución de los objetivos de sostenibilidad. No podemos concluir esta comunicación sin expresar nuestro sincero agradecimiento a todos los profesionales que, desde los órganos directivos, las entidades colaboradoras y el equipo de la asociación, han contribuido a la elaboración de este documento. Confiamos en que resulte de su interés y sirva como un llamado a la acción para transformar los desafíos en oportunidades, cuestionar nuestras prácticas habituales y adoptar nuevas formas de pensar y actuar.

RESUMEN EJECUTIVO

El año 2022 se vio notablemente influenciado por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania. Este suceso, apenas dos años después de la llegada del Covid-19 y tras el breve periodo de recuperación que fue 2021, generó considerables desafíos en términos humanitarios, económicos y sociales, agravando las secuelas dejadas por la pandemia. En este sentido, destacan las dificultades en las cadenas de suministro con la consiguiente disponibilidad limitada de ciertas materias primas y recursos energéticos, y la consolidación del aumento significativo del nivel de precios, que repuntaba ya en 2021.

Para tratar de controlar la inflación, los bancos centrales de todo el mundo implementaron aumentos de tipos de interés a una velocidad y magnitud sin precedentes en tiempos recientes. En este contexto, los mercados financieros experimentaron un año sumamente complejo, caracterizado por la pérdida en el valor de distintos activos de inversión.

Durante 2022, la inversión sostenible y responsable (ISR), definida como aquella filosofía de inversión que incorpora algún criterio ambiental, social o de buen gobierno (en adelante ASG), ha sido objeto de nuevos desarrollos legislativos dentro del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE. Entre la normativa que más avances ha protagonizado en 2022, destacan la entrada en vigor en enero de 2022 de la Taxonomía Ambiental de la Unión Europea, el desarrollo de la normativa de nivel 2 de la SFDR, la aprobación a finales de 2022 de la Directiva de información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD) o la puesta en marcha en agosto de 2022 de la evaluación de idoneidad dirigida a conocer e integrar las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista, entre otras regulaciones.

Es en este contexto para los mercados financieros y para la economía en general, acompañado de un profundo desarrollo normativo en materia de finanzas sostenibles, en el que se circunscribe este estudio, y en que se encuadran los datos presentados a lo largo del mismo.

El estudio de mercado de Spainsif de 2023 “La inversión sostenible y responsable en España” se ha elaborado a partir de una muestra mayor en cuota de mercado respecto al año anterior, con 60 respuestas recibidas, 33 de entidades nacionales y 27 de entidades internacionales, al cuestionario en base a la metodología de Eurosif. Los datos detallados a lo largo del mismo se basan en las respuestas de estas entidades de acuerdo a sus activos a fecha de cierre del año 2022.

Los participantes en el estudio acumulan un total de 491.136 millones de euros, el 72 % del mercado, sobre el cálculo del total de la inversión colectiva, de los que 338.589 millones son gestionados por entidades nacionales, lo que supone el 77 % del mercado nacional, y 152.539 millones de euros son comercializados por entidades internacionales, representando el 62 % del patrimonio comercializado en España por estas entidades en 2022.

Según los datos aportados por las entidades que responden a la encuesta, los activos gestionados con algún criterio ASG comercializados en España alcanzan los 374.758 millones de euros; de los cuales, 272.909 millones corresponden a entidades nacionales y 101.849 millones a organizaciones internacionales, lo que supone el 62 % del mercado local y el 42 % del mercado internacional. En el caso de las entidades nacionales, dado el aumento en la representatividad de la muestra, se da un incremento de dichos activos ASG. En el caso de la composición de la muestra para las entidades internacionales, el número de respuestas había aumentado de manera significativa en ediciones anteriores del estudio, pasando de un

del 42 % al 62 % de representatividad en el periodo 2018-2021; mientras que para el presente estudio se ha mantenido estable. La composición de la muestra, unida a la situación generalizada de los mercados en 2022, resulta en una disminución relativa del peso de los activos ASG comercializados por parte de las entidades internacionales en España.

Los activos ASG totales comercializados en España disminuyen un 1 %, frente a un descenso total del mercado del 9 % para el mismo periodo. Esto se traduce en un aumento del peso en 4 puntos porcentuales de la ISR en España, del 51 % en el año 2021 al 55 % en el año 2022.

Los datos derivados del análisis de respuestas a la encuesta anual de Spainsif corresponden a los activos gestionados con algún criterio ASG comercializados en España, y están orientados a monitorizar la incorporación de información de sostenibilidad a los procesos y toma de decisiones de inversión. Este análisis, por tanto, muestra una naturaleza complementaria y diferente a las aproximaciones a la definición de inversión sostenible que se desprenden de piezas regulatorias europeas en finanzas sostenibles, como pueden ser el Reglamento de divulgación SFDR, la Taxonomía Ambiental o la Directiva MiFID II.

La monitorización del reparto de activos por estrategias de inversión sostenible en este estudio presenta una leve variación metodológica, puesto que muestra los resultados agregados de aquellas estrategias que están más generalizadas o se perciben como menos sofisticadas tanto en la práctica de mercado como desde la configuración del marco regulatorio. Es el caso de los procesos centrados en un enfoque de selección, tanto positiva como negativa.

El cribado negativo de entidades y proyectos a través del uso de Exclusiones Simples o el *Screening* basado en normas, se divulga de forma unificada bajo la denominación de "*Screening* negativo". En el caso de las estrategias dedicadas a invertir en valores que destaquen en sus características ASG (*Best-in-class*) y vinculadas a temáticas de sostenibilidad concretas (Inversión temática), se incorporan a los resultados bajo la designación "*Screening* positivo". El resto de estrategias (Integración ASG, Políticas activas de *engagement* y voto e Inversión de impacto) se mantienen respecto a los estudios anteriores. Siguiendo con la metodología establecida por Eurosif, en caso de multiestrategia para un mismo activo, el volumen se asigna a la que se considera de mayor complejidad.

El *Screening* negativo está presente en 21.156 millones de euros en 2022 como estrategia única, suponiendo el 6 % del peso total de activos ASG. Continúa constituyendo una de las estrategias más extendidas en la gestión de activos (un 80 % de las entidades encuestadas cuentan con una política formal al respecto), ya que suele usarse como filtro básico en todas las carteras, sobre el que se van añadiendo criterios adicionales para la definición de productos ASG.

La temática de exclusión más presente entre las organizaciones encuestadas es la de inversión en bombas de racimo y minas antipersona, seguida de las armas de destrucción masiva. El 37 % de las organizaciones encuestadas evita cualquier tipo de actividad relacionada con la producción y comercio de armas, aunque con diferencias significativas según el origen de las entidades.

En lo que respecta a las normas más utilizadas por las entidades participantes en este estudio que aplican la estrategia de *Screening* Basado en Normas, destacan, como cada año, los principios de Pacto Mundial de Naciones Unidas; seguidos de las Directrices de la OCDE para empresas multinacionales y los Principios Rectores de Naciones Unidas.

Por su parte, el *Screening* positivo alcanza en 2022 los 28.997 millones de euros, aumentando respecto a los años anteriores, en contrapeso con la disminución de la estrategia de *Screening* negativo. El peso

de este enfoque respecto al total de activos ASG es del 8 %. Las principales temáticas en torno a las que se aglutinan estas estrategias son medioambientales, entre las que destacan las energías renovables, la gestión del agua, la eficiencia energética, la economía circular o la movilidad sostenible. La temática de salud y bienestar se sitúa como la segunda más popular para el total de entidades participantes del estudio.

En orden creciente de complejidad, la estrategia de Integración ASG, es decir, la consideración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, junto con el análisis de rentabilidad/riesgo de las carteras, alcanza 105.686 millones de euros; pasando a ser la segunda en volumen de activos ASG, tanto para las entidades nacionales como internacionales, con un peso del 28 % sobre el total de activos ASG en España.

En relación con esta estrategia, el 82 % de las entidades afirma integrar los riesgos ASG en el análisis de riesgos tradicionales, mientras que el 63 % publica la metodología de análisis e integración de los riesgos ASG. Las entidades de origen internacional muestran valores mayores de forma generalizada.

La disminución del peso de la Integración ASG viene acompañada del aumento de la estrategia de Políticas activas de *engagement* y voto, que viene presentando incrementos significativos en los últimos años y se consolida, en 2022, en el primer puesto, alcanzando los 202.137 millones de euros, con un peso del 54 %. El aspecto más destacable respecto a dicha estrategia es la diferencia en la aplicación del activismo accionario y el grado de desarrollo y sofisticación de las políticas de *engagement* y voto entre las entidades de origen nacional e internacional. Las entidades internacionales, de manera general, aplican más temas en sus iniciativas de *engagement* y voto y presentan una mayor variedad de prácticas de *engagement* y voto.

Por último, la Inversión de impacto, definida como aquella realizada con intención de generar un impacto social y ambiental positivo y medible a la vez que genera un retorno financiero para los inversores, alcanza en 2022 los 16.802 millones de euros, representando la estrategia con un menor peso sobre el total de activos ASG. Esta disminución relativa de los activos declarados bajo la estrategia de Inversión de impacto debe interpretarse en el contexto de creciente complejidad y rápidos desarrollos en el marco teórico que la rodea; así como la influencia de la entrada en vigor de distintas piezas del marco regulatorio que, en general, llaman a un mayor sentido de prudencia en las declaraciones de sostenibilidad basadas en resultados ASG finales de la inversión. Este volumen, según las entidades encuestadas, está canalizado principalmente a través de fondos en mercados cotizados, en su mayoría en el caso de las entidades internacionales. Por su parte, las entidades nacionales presentan una mayor variedad de instrumentos de inversión y señalan la presencia de vehículos de *venture capital* y productos de deuda como bonos verdes y sociales.

Si se observa el reparto por estrategias en función del origen de las organizaciones, las diferencias que se identificaban el estudio pasado se mantienen, si bien la distancia de aplicación de estrategias ISR entre las entidades nacionales y las internacionales se va reduciendo. En términos de valoración de las respuestas, se continúa apreciando una mayor sofisticación en los procesos de inversión sostenible entre las entidades internacionales.

Respecto al análisis de los activos ASG, destaca el peso de la renta fija y, en el caso de los activos de renta fija/mixta, la inversión en bonos verdes, presente en más de la mitad de las respuestas de entidades que participan en la encuesta. Los bonos verdes continúan siendo los más populares entre los distintos tipos de bonos con alguna etiqueta de sostenibilidad.

Por otro lado, los principales sujetos como inversores institucionales son, para las entidades nacionales, los fondos de pensiones de empleo y las organizaciones benéficas y religiosas, mientras que para las entidades internacionales, lo son las mutuas y compañías de seguros y los fondos de pensiones de empleo.

En lo que respecta al inversor minorista, la mayoría afirma realizar algún tipo de test para conocer sus preferencias de sostenibilidad; sin embargo, solo un tercio de los encuestados considera que el inversor *retail* comprenda de manera suficiente las cuestiones ASG como para contestar al test de idoneidad de manera adecuada.

Los ODS más relevantes en el proceso de selección de activos de las entidades continúan siendo aquellos más cercanos a aspectos medioambientales, junto con los ODS 3 (Salud y Bienestar), 5 (Igualdad de género) y 8 (Trabajo decente y crecimiento económico).

En lo que respecta a los equipos de análisis ASG de las organizaciones, la mayoría de las entidades afirma contar con ellos y de forma integrada con el resto de equipos de análisis. Este grado de integración de los equipos ASG está más desarrollado en las entidades internacionales, entre las que igualmente existe una mayor integración transversal del área ASG a lo largo de toda la entidad.

En paralelo, entre las principales fuentes de información ASG utilizadas por las entidades, destacan los proveedores de datos ASG, las agencias de *ratings* ASG y los informes de sostenibilidad de las empresas. En el caso de los informes y marcos de divulgación de sostenibilidad de las empresas y la gestión de activos se encuentran los de PRI, el TCFD, GRI, CDP, Pacto Mundial y SASB.

En una nota más cualitativa, las valoraciones recogidas en la encuesta apuntan, en su mayoría, a la regulación como factor principal que afectará al desarrollo de la demanda ISR en los próximos tres años, seguida de la percepción y demanda de los inversores institucionales. Entre las diferentes normativas, destaca el Reglamento de Divulgación SFDR como la pieza más relevante para las entidades, seguido de la Taxonomía Ambiental, la CSRD y MiFID II.

En cuanto a las percepciones sobre el crecimiento esperado de la ISR en España destaca una visión optimista, aunque a largo plazo las expectativas de crecimiento son mayores que a corto plazo, tanto desde la perspectiva de las entidades nacionales como de las internacionales.

1. INTRODUCCIÓN

El año 2022 ha sido, como viene siendo costumbre en los últimos ejercicios, un tiempo de avances regulatorios significativos en materia de finanzas sostenibles; y de igual modo lo está siendo 2023. La Unión Europea ha ido adoptando diversas iniciativas en concordancia con el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de 2018 (Comisión Europea, 2018) y la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles de 2021 (Comisión Europea, 2021a), que es la hoja de ruta que revisa y actualiza el anterior Plan, con el objetivo de dar claridad al mercado, canalizar los flujos financieros hacia inversiones sostenibles y fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones de inversión.

Destaca en este periodo la entrada en funcionamiento en enero de 2022 de la Taxonomía Ambiental, así como los actos delegados, ya en 2023, de los cuatro objetivos medioambientales no climáticos. Asimismo, son relevantes los avances en materia de divulgación de sostenibilidad de los productos financieros, con el desarrollo de la normativa de nivel 2 de la SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) y su entrada en vigor en 2023; en la divulgación de la información de sostenibilidad por parte de las empresas, con la aprobación a finales de 2022 de la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) y el desarrollo de sus primeros estándares por parte de EFRAG en los denominados ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*); la puesta en marcha en el segundo semestre de 2022 de la evaluación de sostenibilidad dirigida a conocer e integrar las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista en el marco de la directiva europea que regula la prestación de servicios de inversión (*Markets in Financial Instruments Directive II - MIFID II*); o los diferentes avances en otras regulaciones tan relevantes como la futura Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad, el Estándar Europeo de Bonos Verdes o la propuesta de reglamento sobre calificaciones ASG (Ambientales, Sociales y Gobernanza).

En el plano macroeconómico, el año 2022 ha estado marcado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, ocasionando grandes dificultades relativas a la escasez de materias primas y de energía; y por unos niveles elevados de inflación, llegando a alcanzar su máximo para España en julio de 2022 con un 10,8 %, de acuerdo con los datos del INE (Instituto Nacional de Estadística). A partir de este punto, el IPC (Índice de Precios de Consumo) disminuye progresivamente, siendo el último dato disponible del 2,6 % en agosto de 2023 (INE, 2023).

Como reacción a la elevada inflación, a lo largo de 2022 el BCE (Banco Central Europeo) pone en marcha políticas de subida de los tipos de interés. A finales de 2022, los tipos de interés marcados por el BCE se ubicaban en el 2,5 %, en el año 2023, la política monetaria restrictiva ha continuado, encontrándonos en la actualidad con unos tipos de interés del 4,50 %; cifra de la que no constaba registro desde 2001 (BCE, 2023).

Otro de los desafíos sistémicos que ha caracterizado el período abordado por este estudio y que se experimenta de manera cada vez más tangible es el cambio climático. Los últimos ocho años han sido los más cálidos registrados en todo el mundo, siendo 2022 el segundo año más cálido registrado en Europa, con una temperatura 0,9 grados por encima del promedio, según el *Copernicus Climate Change Service* (C3S, 2023). Como señala el informe de síntesis del sexto informe de evaluación del Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático (IPCC, por sus siglas en inglés), publicado en marzo de 2023 (IPCC, 2023), a pesar de los avances tecnológicos y los flujos de capital para abordar la crisis climática, las emisiones totales han aumentado y el tiempo para hacer frente al cambio climático de forma efectiva se agota. Más de un siglo de quema de combustibles fósiles y el uso desigual e insostenible de la energía y

del suelo han provocado un calentamiento global de 1,1 grados por encima de los niveles preindustriales en el periodo 2011-2020. Bajo la influencia de las políticas implementadas hasta el momento al respecto, la proyección del IPCC señala que la temperatura aumentaría en 3,2 grados; un escenario lejano del ideal planteado en el Acuerdo de París de 1,5 grados, incluso por encima del límite de 2 grados.

En paralelo, la guerra en Ucrania a la que se hace referencia previamente ha exacerbado aún más la crisis medioambiental, resaltando la vulnerabilidad de Europa en términos de su dependencia de los combustibles fósiles.

Sin embargo, esta situación plantea oportunidades estratégicas para la región y particularmente para España, que presenta un elevado potencial de convertirse en referente en el desarrollo de fuentes de energía renovable. Dicha oportunidad, a su vez, no está exenta de retos: alcanzar una transición energética responsable y equitativa, conforme a lo establecido en la Ley de Cambio Climático y en la Estrategia de Transición Justa, de forma que se minimice el impacto económico y social del proceso hacia una economía sostenible y baja en carbono, es una tarea compleja y que requiere de la participación de todos los actores sociales.

En el caso del sistema financiero, es importante destacar su rol protagónico como financiador de la transición ecológica¹², tanto para canalizar el capital privado hacia entidades y proyectos alineados con los objetivos de descarbonización, como para atender a las necesidades en el plano de otros criterios medioambientales, sociales y de gobernanza. En definitiva, el sector financiero es un actor fundamental en la movilización de fondos para conseguir alcanzar los objetivos climáticos de la Unión Europea y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas.

Por tanto, el estudio de mercado de la inversión sostenible y responsable (ISR) en España en 2022, y los datos presentes a lo largo del mismo, se enmarca dentro del periodo descrito de elevada inflación, de conflicto bélico de Rusia en Ucrania y de crisis energética. Esta situación tiene influencia en los volúmenes de activos gestionados, que muestran, según datos de INVERCO, casi un 9 % menos en 2022, con la mayor caída proporcional en el caso de las entidades internacionales, que alcanzan un 10 % menos de activos comercializados en España respecto al año 2021.

En las siguientes páginas se desarrollarán las principales novedades legislativas en el ámbito de las finanzas sostenibles, así como aquellos avances o cambios significativos que puedan ser relevantes para el mercado de la ISR en España. El objetivo de esta introducción es contextualizar los datos que se publican a lo largo del estudio, así como resumir los principales avances del último año y medio en materia de finanzas sostenibles.

Taxonomía de la Unión Europea

La Taxonomía Ambiental de la Unión Europea, recogida en el Reglamento (UE) 2020/852, establece cuatro condiciones generales que debe cumplir una actividad económica para ser considerada sostenible desde el punto de vista medioambiental: 1) contribuir sustancialmente a uno o varios de los seis objetivos medioambientales; 2) no causar ningún perjuicio significativo al resto de los objetivos medioambientales (lo que se conoce como el principio DNSH -*Do No Significant Harm*-); 3) cumplir con unas garantías

¹² A lo largo del estudio se utilizarán los términos transición energética y transición ecológica indistintamente. Si bien es cierto que la transición ecológica es un concepto más amplio que el de transición energética, ya que engloba, además de la reducción de emisiones, la biodiversidad, el agua, la salud, o la educación. No obstante, no es el objetivo de este estudio hacer un análisis de estas diferencias, por lo que ambos conceptos se utilizarán como sinónimos.

mínimas sociales (Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos); y 4) ajustarse a los criterios técnicos de selección establecidos.

Los seis objetivos medioambientales fijados en la Taxonomía de la UE son los siguientes:

- Mitigación del cambio climático
- Adaptación al cambio climático
- Uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos
- Transición a una economía circular
- Prevención y el control de la contaminación
- Protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas

El 1 de enero de 2022 comenzaba la obligación para todos los agentes del mercado financiero de comunicar cuáles de las actividades desarrolladas durante el ejercicio anterior generaban una contribución sustancial a los objetivos de mitigación y/o de adaptación al cambio climático. A partir de dicha fecha, también comenzaba la obligatoriedad de reportar la elegibilidad de dichas actividades para aquellas compañías sujetas a la Directiva de Información No Financiera (NFRD, por sus siglas en inglés), la cual será sustituida por la CSRD abordada más adelante en este apartado.

En paralelo, se ha redondeado la Taxonomía Ambiental a través de la publicación de diferentes actos delegados. Entre otros, en el año 2022, la Comisión aprobó el Acto Delegado Complementario sobre el Clima (Reglamento Delegado (UE) 2022/1214) que incluía, bajo determinadas condiciones, la inclusión de la energía nuclear y del gas natural en el listado de actividades económicas. En 2023, como parte de un paquete de medidas publicado el 13 de junio, se incluye el Acto Delegado Medioambiental relativo a los objetivos medioambientales de la Taxonomía que restaban por desarrollar (Uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos; Transición a una economía circular; Prevención y el control de la contaminación; Protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas). En relación con estos cuatro objetivos medioambientales, se incorporan 35 actividades correspondientes a ocho sectores (servicios de protección y restauración del medioambiente; manufacturas; suministro de agua, alcantarillado y gestión de residuos; construcción y actividades inmobiliarias; gestión del riesgo de catástrofes; tecnologías de la información y comunicación; servicios; actividades alojamiento).

Además, la Comisión adopta también modificaciones del Acto Delegado de la Taxonomía Climática, ampliando actividades en los objetivos de mitigación y adaptación: doce nuevas actividades correspondientes a seis sectores (manufacturas; transporte; suministro de agua, alcantarillado y gestión de residuos; gestión del riesgo de catástrofes; tecnologías de la información y comunicación; actividades profesionales, científicas y técnicas).

En la siguiente Figura se muestran los sectores y actividades económicas cubiertos por la Taxonomía, actualizados al paquete de medidas adoptado el 13 de junio de 2023:

En ese mismo paquete medidas, la Comisión incorpora modificaciones del Acto Delegado de la UE sobre divulgación de información relacionada con la Taxonomía, a fin de clarificar las obligaciones de divulgación de información en el caso de las nuevas actividades contempladas.

Figura 1. Taxonomía UE: sectores económicos y actividades cubiertas.



Fuente: Factsheet: Sustainable finance - Investing in a sustainable future. Junio, 2023

En relación con la usabilidad de la Taxonomía, la Comisión publica igualmente una Guía del usuario de la Taxonomía de la UE (Comisión Europea, 2023a), que ofrece una ruta detallada para ayudar a las empresas financieras y no financieras a evaluar su elegibilidad y alineación con la Taxonomía, ejemplificada a través de doce casos. Esta guía se suma a herramientas desarrolladas previamente como el *EU Taxonomy Navigator*, que incluye el *EU Taxonomy Compass* y el *EU Taxonomy Calculator*.

Finalmente, respecto al estado de desarrollo de la Taxonomía Social, en febrero de 2022 se publica el segundo informe de la propuesta de Taxonomía Social, el cual modifica varios aspectos de la propuesta inicial, siguiendo los pasos de la Taxonomía Ambiental en la definición de objetivos sociales y lo que considera “contribuciones sustanciales sociales”, así como los criterios de no causar un daño significativo y unas garantías mínimas. Este borrador marca tres objetivos sociales (Trabajo decente; Condiciones de vida adecuadas y bienestar para los consumidores finales; Comunidades inclusivas y sostenibles) y hace una primera aproximación de subobjetivos. Sin embargo, el progreso en el desarrollo de dicha Taxonomía Social se encuentra pausado, habiéndose asignado una mayor dedicación a finalizar algunas de las piezas clave del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles.

SFDR

El Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (en adelante, SFDR) es una regulación introducida por la Comisión Europea (CE) para mejorar la transparencia en el mercado de productos de inversión sostenible (Reglamento (UE) 2019/2088). Este Reglamento plantea obligaciones de información sobre una amplia gama de métricas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) que los participantes del

mercado financiero deben divulgar a nivel de entidad y de producto; y establece la exigencia para los participantes del mercado financiero de revelar datos relativos a sus políticas de integración de riesgos de sostenibilidad, las Principales Incidencias Adversas (PIAS) y las políticas de remuneración.

El 6 de abril de 2022, la Comisión Europea aprueba la versión final de los Estándares Técnicos de Regulación (RTS, por sus siglas en inglés) que desarrollan la normativa SFDR (Reglamento Delegado (UE) 2022/1288). Dicho Reglamento Delegado, recogido en el Diario Oficial de la Unión Europea el 25 de julio de 2022, establece la aplicación para los participantes en los mercados financieros a partir del 1 de enero de 2023 en la divulgación de información de sus productos sostenibles (artículos 8 y 9 de la SFDR). En el caso de las PIAS, conforme al modelo estandarizado, establece la publicación de un primer reporte periódico el 30 de junio de 2023 con información que correspondería al ejercicio 2022.

Además de la entrada en vigor del nivel 2 del Reglamento SFDR en 2023, se han dado los siguientes avances:

El 17 de febrero de 2023 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el Reglamento Delegado (UE) 2023/363 por el que se modifican y corrigen las RTS establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 en lo que respecta al contenido y la presentación de la información en relación con la divulgación de información en los documentos precontractuales y los informes periódicos relativos a los productos financieros que invierten en actividades económicas medioambientalmente sostenibles.

Este Reglamento Delegado recoge la actualización de las plantillas de información precontractual y periódica de productos artículo 8 y artículo 9, incluyendo preguntas para determinar si los productos financieros invierten en actividades relacionadas con el gas fósil o la energía nuclear, en cumplimiento con la Taxonomía de la UE.

El 12 de abril de 2023 se publica un documento conjunto de consulta por parte de las Autoridades Europeas de Supervisión (ESAs, por sus siglas en inglés) tras la revisión del Reglamento Delegado SFDR en relación con las PIAS y las divulgaciones de productos financieros. El propósito de la revisión es ampliar y simplificar las divulgaciones de sostenibilidad, entre otros aspectos, abordando algunas de las carencias identificadas en las primeras fases de implementación del Reglamento SFDR.

Y el 14 de abril del 2023 la CE publica sus respuestas a una consulta de las ESAs sobre la interpretación sobre la aplicación de la SFDR en la que, entre otras cuestiones, establece que deben ser los participantes en los mercados financieros quienes lleven a cabo su propia evaluación de sus productos financieros y divulgar los criterios y supuestos que han tenido en cuenta para definir si un producto es considerado como inversión sostenible de acuerdo a la SFDR, y también confirma que la noción de inversión sostenible puede medirse a nivel de empresa y no sólo de actividad económica concreta.

Por último, cabe señalar que la CE ha anunciado que abordará un proceso de revisión de la SFDR de cara a los dos próximos años. En el marco de este proceso, el 14 de septiembre abrió una consulta específica y una consulta pública hasta el 15 de diciembre para recabar información sobre:

- Eficacia de los actuales requerimientos e implementación de la SFDR.
- Interoperabilidad con el resto de la regulación de finanzas sostenibles.
- Cambios potenciales en los requisitos de divulgación para los participantes de los mercados financieros.
- Potencial establecimiento de un sistema de categorías para productos financieros.

CSRD y ESRS

El 16 de diciembre de 2022 se publica la Directiva (UE) 2022/2464 sobre la divulgación de información de sostenibilidad por parte de las empresas, conocida como CSRD, la cual viene a sustituir la antigua normativa NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*), modificando la misma y ampliando sus requisitos de informe. En lo que respecta al ámbito nacional, los Estados miembros cuentan como fecha límite el 6 de julio de 2024 para su trasposición.

Esta nueva normativa supone un aumento del alcance de una cantidad de aproximadamente 11.000 empresas bajo el campo de aplicación de la NFRD hasta casi 50.000 bajo la CSRD. Las empresas sujetas a esta normativa y el calendario de implementación serán los siguientes, implementándose los requisitos de información de manera gradual en el tiempo para los diferentes tipos de empresas:

- 2025 sobre el ejercicio de 2024: grandes empresas ya sujetas a la antigua NFRD con más de 500 empleados.
- 2026 sobre el ejercicio de 2025¹³: grandes empresas no sujetas actualmente a la NFRD que cumplan dos de los siguientes tres criterios: 250 empleados, 40 millones de euros de volumen de negocio neto, 20 millones de euros en el balance.
- 2027 sobre el ejercicio de 2026: pequeñas y medianas empresas (pymes) cotizadas que cumplan dos de los siguientes criterios: entre 10 y 250 empleados, entre 700 mil y 40 millones de euros de volumen de negocio neto, entre 350 mil y 20 millones de euros en el balance.
- 2029 sobre el ejercicio de 2028: empresas no pertenecientes a la UE con un volumen de negocios neto de 150 millones de euros y al menos una filial o sucursal en la UE que supere determinados umbrales de negocio¹⁴.

Las empresas mencionadas en el listado anterior deberán informar de acuerdo con los estándares europeos de reporte de sostenibilidad (ESRS, por sus siglas en inglés). Los ESRS se encuentran en desarrollo por EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) y se componen de un conjunto de normas que definen las temáticas y métricas que las empresas deberán incluir en sus informes de sostenibilidad.

El primer borrador de ESRS se publica el 23 de noviembre de 2022 y establece doce estándares, dos de ellos transversales y diez temáticos (cinco ambientales, cuatro sociales y uno de gobernanza). Los ESRS amplían los requisitos para las empresas respecto de la NFDR, al incluir la cadena de valor, el concepto de doble materialidad y una mayor extensión, volumen y detalle de la información que debe proporcionarse.

Se prevé que se desarrollen cuatro conjuntos de indicadores ESRS, los cuales serán adoptados a través de diferentes actos delegados por parte de la Comisión Europea. En este sentido, el 9 de junio de 2023 se abre a consulta el primer conjunto de normas, publicándose el día 31 de ese mismo mes el Acto Delegado por parte de la Comisión Europea que incluye este primer conjunto de normas.

Dicho Acto Delegado rebaja las expectativas respecto al primer borrador del EFRAG, siendo los principales cambios los siguientes: rebaja de la obligatoriedad a un criterio de que todos los requisitos de divulgación estén sujetos a un análisis de materialidad; algunos indicadores, aunque materiales, pasan a ser voluntarios; extensión del calendario para hacerlo más progresivo (extensión progresiva a empresas

¹³ Con una posibilidad adicional de exclusión voluntaria hasta 2028.

¹⁴ Las filiales de empresas globales no pertenecientes a la UE solo están exentas de la obligación de informar cuando su información no financiera se incluye en el informe de gestión consolidado de la empresa matriz.

de menos de 750 empleados para indicadores que suponen un alto coste de preparación); establece que el EFRAG desarrolle un régimen proporcional simplificado para pymes cotizadas con una posibilidad de dos años adicionales para comenzar a reportar y unas normas voluntarias más simples para las pymes que no cotizan en bolsa.

Está previsto que se desarrollen otros tres conjuntos de normas ESRS para abordar los requisitos de informe específicos de diferentes sectores, aún no recogidos en este primer paquete de normas.

Es importante destacar que el desarrollo de esta normativa sucede en un marco de negociación y colaboración con la IFRS (*International Financial Reporting Standards*), el ISSB (*International Sustainability Standards Board*) y con los Estándares GRI (*Global Reporting Initiative*)¹⁵ para garantizar un alto grado de interoperabilidad entre las normas de la UE y las normas internacionales, y evitar así la presentación de informes duplicados innecesarios por parte de las empresas. Asimismo, son significativas las siguientes características de las normas ESRS de la CSRD: 1) aseguramiento obligatorio, primero con un aseguramiento limitado y posteriormente aseguramiento razonable; 2) la digitalización de los informes que facilite su futuro volcado al ESAP (*European Single Access Point*), en formato será electrónico y bajo el lenguaje XBRL.

MiFID II

La normativa MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive II*) busca regular y fomentar mercados financieros justos, transparentes y eficientes en la Unión Europea y mejorar la protección de los inversores. En concreto, a partir del 2 de agosto de 2022, esta normativa obliga a las entidades a considerar las “preferencias de sostenibilidad” de los clientes a través de lo que se conoce como el “test de idoneidad” cuando se presten los servicios de: 1) asesoramiento en materia de inversión y 2) gestión discrecional de carteras.

De acuerdo con esta normativa, se entiende por preferencias de sostenibilidad la decisión del cliente o posible cliente de integrar o no en su inversión uno o varios tipos de los instrumentos financieros siguientes y, en su caso, en qué medida:

- un producto en el que una proporción mínima se invierta en actividades sostenibles conforme a la Taxonomía;
- un producto en el que una proporción mínima se invierta en actividades sostenibles conforme al Reglamento SFDR;
- un producto que tome en consideración las PIAS en los factores de sostenibilidad, conforme a los elementos cualitativos o cuantitativos seleccionados por el cliente.

Además de la entrada en vigor en agosto de 2022, ese año tienen lugar varias enmiendas y consultas públicas por parte de ESMA que finalizaron en la publicación de su Informe Final sobre las Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II el 23 de septiembre de 2022 (ESMA, 2022).

¹⁵ El 4 de septiembre de 2023 EFRAG y GRI publicaron en una declaración conjunta el alto nivel de interoperabilidad alcanzado entre las Normas Europeas de Información de Sostenibilidad (ESRS) y las Normas GRI (EFRAG, 4 de septiembre de 2023).

Finalmente, con motivo del cumplimiento de un año desde su entrada en vigor, ESMA lanza el 16 de junio de 2023 una consulta con el fin de conocer la práctica de evaluación de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en los servicios de gestión de carteras y asesoramiento de inversiones en lo relativo a:

- Conocer los retos a los que se enfrentan las empresas en su aplicación;
- Comprender mejor la experiencia de los inversores y sus reacciones ante la inclusión de factores de sostenibilidad en los servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de carteras;
- Recopilar información, opiniones y datos sobre las principales tendencias en aspectos relacionados con la provisión de productos y servicios de inversión sostenibles a clientes minoristas.

Debida Diligencia

El 23 de febrero de 2022, la Comisión Europea publica la propuesta de Directiva sobre Debida Diligencia en Sostenibilidad Corporativa (CSDDD, por sus siglas en inglés) cuyo principal objetivo es fomentar la sostenibilidad y responsabilidad corporativa en la cadena de valor de la empresa (Comisión Europea, 2022).

La propuesta de Directiva establece normas sobre las obligaciones que incumben a las empresas en relación con los efectos adversos para los Derechos Humanos y el medio ambiente de sus propias operaciones, de las operaciones de sus filiales y de las operaciones de la cadena de valor de las entidades con las que dichas empresas mantengan una relación comercial establecida. Las principales implicaciones de la propuesta de Directiva se resumen en la necesidad de incorporar conceptos de debida diligencia en las políticas internas de la empresa (identificación, prevención, mitigación y rendición de cuentas de los impactos negativos sobre los Derechos Humanos o sobre el medio ambiente), identificar los riesgos ASG a lo largo de la cadena de suministro y extinguir contratos de riesgo. Asimismo, establece normas sobre la responsabilidad en caso de incumplimiento de estas obligaciones.

A partir de la publicación de la propuesta de Directiva, a lo largo de 2022 y lo recorrido a fecha de publicación del estudio en 2023, se han llevado a cabo una serie de enmiendas y propuestas en el seno de la Unión Europea. Las fechas más destacadas en dicho proceso de negociación son:

El 30 de noviembre de 2022, el Consejo de la Unión Europea presenta una “orientación general” con modificaciones a la propuesta de Directiva (Consejo de la Unión Europea, 2022). En particular, el texto del Consejo modificaba el ámbito de aplicación de la Directiva, sustituía el término de “cadena de valor” por el de “cadena de actividades” y, en cuanto al sector financiero, el Consejo ofrecía la posibilidad de que la inclusión sea voluntaria a elección de los Estados miembros a escala nacional.

El 1 de junio de 2023 el Parlamento Europeo aprueba su postura final sobre la propuesta de Directiva (Parlamento Europeo, 2023), cercana al alineamiento con las Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales¹⁶ y con los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos. El texto adoptado por el Parlamento amplía el alcance de la propuesta, incluyendo a todas las grandes empresas de la UE y, en lo que respecta al sector financiero, su cobertura es comparativamente más amplia a la de las propuestas del Consejo y la Comisión. En este sentido la propuesta del Parlamento incluye al sector financiero en el marco de la debida diligencia cuando presten servicios financieros vinculados a un contrato en la cadena de valor con un trato simplificado, limitando el alcance de sus

¹⁶ Las cuales fueron revisadas en 2023, reemplazando las anteriores directrices que databan del año 2011.

actuaciones a las actividades de los clientes que reciban directamente los servicios financieros y las de sus filiales cuando estén relacionadas directamente con dichos contratos.

Por tanto, tras el desarrollo de las posiciones de las tres instituciones de la UE (Comisión, Consejo y Parlamento) respecto a la CSDDD, comienzan las negociaciones en el trío, con vistas a tener aprobado un texto definitivo para finales de 2023 o principios de 2024.

Estándar Europeo de Bonos Verdes

Después de que en 2021 la CE presentara su propuesta de Reglamento para establecer un Estándar Europeo de Bonos Verdes (Comisión Europea, 2021b), el Consejo hizo pública su posición sobre la propuesta de la Comisión en abril de 2022 y en julio de ese mismo año comenzaron las negociaciones con el Parlamento.

Finalmente, el 28 de febrero de 2023, se alcanza un acuerdo provisional sobre dicho Estándar, el cual está aún en desarrollo y que establecerá un conjunto de normas que los emisores de bonos, tanto empresas como autoridades públicas, podrán optar por seguir para emitir bonos etiquetados como Bonos Verdes de la UE.

Un Bono Verde de la UE se definiría como cualquier tipo de bono o instrumento de deuda del mercado de capitales cuyos fondos se destinarán exclusivamente a financiar o refinanciar en parte o en su totalidad proyectos verdes nuevos y/o existentes que cumplan con la Taxonomía Ambiental de la UE.

El Estándar de Bonos Verdes establece las siguientes características:

- Al menos el 85 % de los fondos recaudados deben destinarse a actividades recogidas en la Taxonomía Ambiental. Para aquellos sectores no contemplados por dicha Taxonomía existe un margen de flexibilidad del 15 %.
- Se exige total transparencia sobre cómo se asignan los ingresos de los bonos a través de requisitos de informes detallados.
- Es necesaria la verificación de un revisor externo registrado y supervisado por ESMA para garantizar el cumplimiento de la regulación y la alineación con la Taxonomía de los proyectos financiados. Esto garantizará la calidad de sus servicios y la fiabilidad de sus revisiones, con el objetivo de proteger a los inversores y garantizar la integridad del mercado.

Ratings ASG

En abril de 2022 la Comisión Europea publica una consulta sobre el uso de las calificaciones ASG en el mercado, así como la consideración de los factores de sostenibilidad en las agencias de calificación crediticia.

A lo largo de 2022 la Comisión celebra reuniones bilaterales con diversas partes interesadas, entre las que destacan catorce proveedores de calificaciones ASG, usuarios y asociaciones en representación de, entre otros, usuarios de calificaciones, académicos, organizaciones no gubernamentales, organismos públicos y autoridades de supervisión.

La Comisión también consulta periódicamente a la ESMA para la emisión de un dictamen y asesoramiento, en particular sobre un posible régimen de autorización y supervisión para los proveedores de calificaciones ASG a escala de la UE.

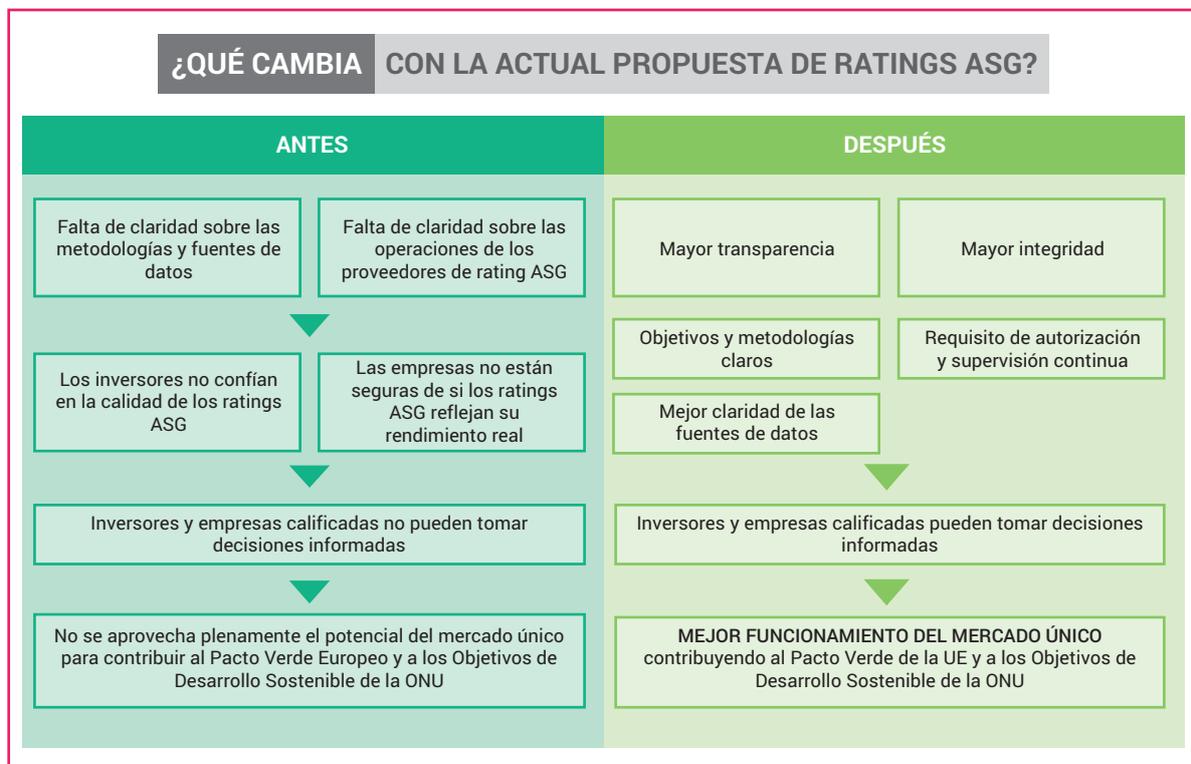
Finalmente, la Comisión publica como parte del paquete de medidas del 13 de junio de 2023 mencionado en el subapartado de la Taxonomía, su propuesta de Reglamento sobre la transparencia e integridad de las actividades de *rating* ASG, con el fin de mejorar la fiabilidad y transparencia de las actividades de *ratings* ASG (Comisión Europea, 2023b).

La propuesta destaca la exigencia de que los proveedores de *ratings* ASG que ofrezcan servicios a inversores y empresas en la Unión Europea reciban la autorización de la ESMA y sean supervisados por la misma, garantizando así la calidad y fiabilidad de sus servicios para proteger a los inversores y asegurando la integridad del mercado.

La propuesta también plantea la exigencia de que los proveedores de *ratings* ASG revisen las metodologías de calificación de forma continua al menos una vez al año y que hagan pública la información sobre los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales de calificación que utilicen en sus actividades de *rating* ASG y en cada uno de sus productos de *rating* ASG. Finalmente, la propuesta introduce requisitos organizativos que garantizan la prevención y mitigación de posibles conflictos de interés.

En la siguiente Figura se pueden ver los cambios que supondría dicha propuesta de Reglamento sobre los *ratings* ASG

Figura 2. Cambios que realiza la actual propuesta de Reglamento sobre los ratings ASG



Fuente: Factsheet: Sustainable finance - Investing in a sustainable future. Junio, 2023.

Otras novedades normativas

Además de las acciones regulatorias conformes al Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE mencionadas anteriormente, el 18 de noviembre de 2022 ESMA sometió a consulta su propuesta de directrices y umbrales para la utilización de términos ASG, sostenibilidad o impacto en los nombres de fondos.

También desde ESMA y junto al resto de las ESAs se publicó una aproximación común al término *greenwashing*, causas comunes y acciones de remediación preliminares así como un informe de progreso al respecto en el sector financiero.

Ámbito nacional

En lo que respecta al desarrollo legislativo nacional, además de las transposiciones necesarias relacionadas con las distintas Directivas europeas, destacan diversas leyes que pueden afectar al mercado de la ISR en España, a pesar de no estar directamente relacionadas con las finanzas sostenibles. En este sentido, la Ley de cambio climático y transición energética española, aprobada en mayo de 2021, en su artículo 32, refleja la obligación de informar sobre el riesgo financiero asociado a riesgo de cambio climático que tienen que elaborar las entidades financieras, sociedades cotizadas y empresas grandes. En mayo de 2023 se publicó el proyecto de Real Decreto que regula dicho contenido.

Son también relevantes las siguientes normas: 1) la Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones; 2) la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, conocida como Ley Crea y Crece y que regula la figura de las Empresas Con Propósito (las Sociedades de Beneficio e Interés Común); y 3) la Ley 1/2023, de 20 de febrero, de Cooperación para el Desarrollo Sostenible y la Solidaridad Global.

2. OBJETIVO Y METODOLOGÍA

El principal objetivo de este estudio es desarrollar un análisis en profundidad del mercado de la inversión sostenible y responsable en España, incluyendo información del patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva de origen internacional y nacional.

Recopilación de datos

Los resultados que se presentan a continuación provienen de 60 respuestas recibidas por parte de gestoras y propietarias de activos (33 de entidades nacionales y 27 de entidades internacionales) al cuestionario elaborado por Spainsif, con datos a 31 de diciembre de 2022¹⁷.

Los datos de totales de activos y de fondos de pensiones se han extraído del informe de INVERCO “Estadísticas de gestión de IIC y FP por grupos financieros (diciembre 2022)”.

Por último, se ha completado la recopilación de datos con la información pública disponible de las entidades estudiadas y con bibliografía especializada.

Análisis y manejo de datos

El análisis estadístico está desarrollado en el apartado siguiente, El mercado de la ISR en España, y se compone de varios subapartados.

La primera parte del citado apartado es introductoria y detalla la evolución de la ISR en España, tanto para el conjunto del mercado como diferenciando por entidades nacionales e internacionales.

El análisis de activos comercializados (patrimonio total en el caso de propietarios de activos) se realiza en base a la metodología tradicionalmente utilizada a nivel europeo (Eurosif) y mundial (GSIA), si bien los resultados presentan reagrupaciones respecto al marco de estudios previos. Cabe anticipar la próxima renovación del marco de estrategias ISR y el abordaje de la naturaleza de los activos sostenibles en próximas ediciones del estudio¹⁸.

Se aglutinan los resultados relativos a las estrategias de Exclusión simple y *Screening* basado en normas bajo la denominación de *Screening* negativo; y las estrategias *Best-in-class* e Inversión temática dentro del bloque denominado *Screening* positivo. La reagrupación transitoria se puede ver de manera gráfica en la Figura 3.

Adicionalmente, dado que las cifras recogidas en la encuesta se agregan por estrategias, para evitar aquellos casos en los que el mismo volumen de activos se contabilice en varias de ellas, solo se incorporan los volúmenes de activos declarados para la estrategia ISR más sofisticada.

¹⁷ Para aquellas entidades que participaron en la encuesta del año pasado, pero que no han podido participar en esta ocasión y que por su peso son relevantes para el estado de la inversión sostenible en España, se ha utilizado la encuesta correspondiente con los datos a 31 de diciembre de 2021.

¹⁸ Para las últimas actualizaciones al respecto véase Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., & Pruessner, E. (2022). Disponible en: <https://www.eurosif.org/news/white-paper-from-eurosif-and-the-university-of-hambourg/>

Finalmente, en relación con las limitaciones sobre el alcance de este estudio, aunque se ha llevado a cabo un proceso de verificación, profundizando en la búsqueda de información complementaria de otras fuentes, puede ser que, por la metodología utilizada y la muestra del estudio, con la inclusión de entidades de gran volumen, los resultados muestren variaciones importantes y difieran de terceras fuentes.

Figura 3. Agrupación de las estrategias ISR



Fuente: elaboración propia.

En el subapartado 3.1. Análisis por estrategias ISR, se analizan con detalle los principales aspectos de cada estrategia y se examinan posibles tendencias en los activos gestionados con criterios ASG y que se comercializan en España desde las respuestas de las entidades de origen nacional e internacional.

El segundo subapartado hace referencia a los propios activos ASG de las entidades, donde se detalla información relativa al tipo de activos de inversión, al uso de etiquetas ISR y al tipo de inversor institucional, así como percepciones respecto al despliegue de la normativa vigente, sobre todo en lo que se refiere a la directiva MiFID II, sobre la incorporación de las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista a la evaluación de la idoneidad.

El tercer subapartado está enfocado a conocer aspectos relativos a la inclusión de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión y aspectos más relacionados con la sostenibilidad corporativa de los participantes de mercados financieros. En este sentido, se detalla información sobre las prioridades en materia de sostenibilidad a la hora de realizar el proceso de selección de activos, recursos y equipos ASG y adhesiones a estándares de sostenibilidad, incluyendo la publicación de objetivos en este sentido. Como cierre al punto del análisis estadístico en base a la encuesta realizada, el subapartado 3.4. está dirigido a conocer las percepciones del mercado de la inversión sostenible en España por parte de las entidades encuestadas.

El punto 4 de este estudio comprende una panorámica de la evolución de las finanzas sostenibles en América Latina y el Caribe, enfocándose concretamente en la evolución reciente del mercado de deuda sostenible de la región y en los diferentes desarrollos taxonómicos existentes.

Finalmente, el estudio cierra con las conclusiones principales del análisis estadístico realizado y una serie de aportaciones por parte de actores relevantes en el mercado de la ISR en España.

3. EL MERCADO DE LA ISR EN ESPAÑA

Esta edición del estudio analiza un total de 60 respuestas al cuestionario remitido por Spainsif a gestoras y entidades propietarias de activos nacionales e internacionales. Como se muestra en la Tabla 1, de las 60 respuestas, 33 proceden de entidades nacionales (siete más que en la encuesta pasada) y 27 internacionales (seis más que en la encuesta pasada). Es importante destacar que, el hecho de haber participado en la encuesta no implica la monitorización del patrimonio de activos de todas las entidades, puesto que entre la muestra se incluyen respuestas únicamente cualitativas.

Como se puede observar, tanto el número de respuestas recibidas como el total de activos monitorizados han aumentado de manera progresiva en los últimos años, elevando consigo la representatividad de la muestra de manera general. De hecho, el patrimonio monitorizado aumenta un 1 % en 2022, evento destacable teniendo en cuenta que en el mismo año el volumen del mercado en su conjunto disminuyó casi un 9 % (INVERCO, 2023).

Tabla 1. Evolución de las respuestas recibidas y total de patrimonio monitorizado

	Respuestas recibidas				
	2018	2019	2020	2021	2022
Nacionales	18	21	25	26	33
Internacionales	6	12	17	21	27
Total	24	33	42	47	60
Patrimonio monitorizado (en millones de euros)	378.222	403.268	422.705	485.809	491.136 ¹⁹

Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

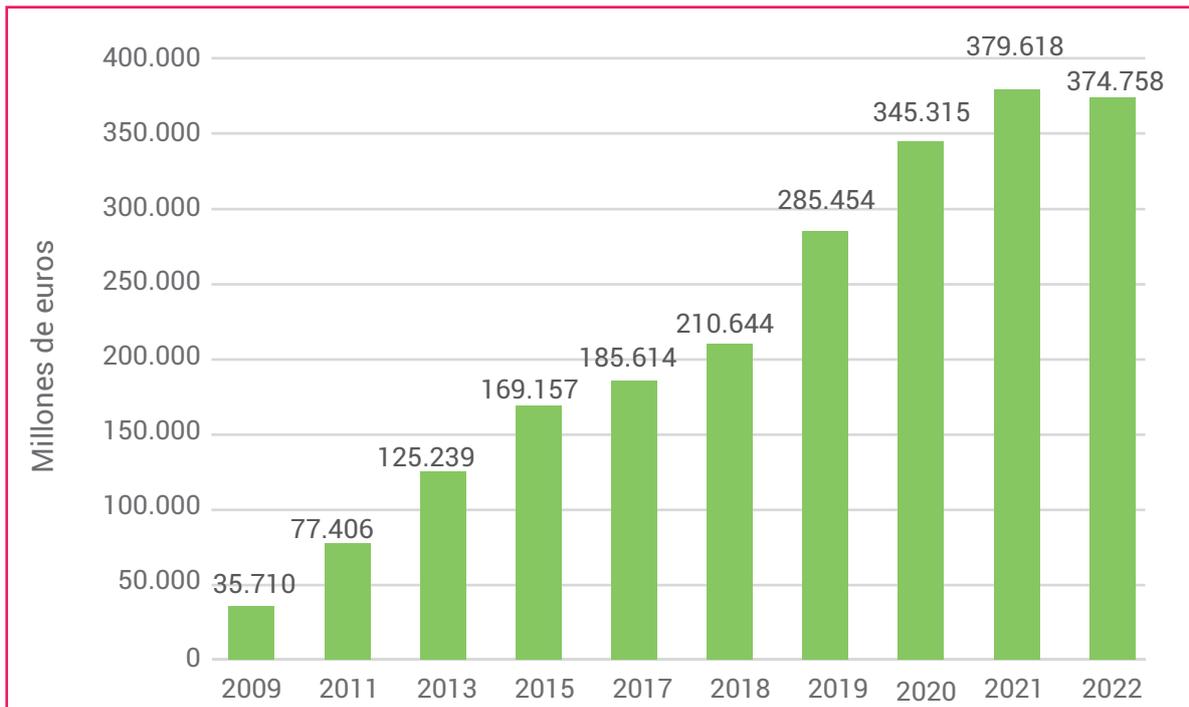
Los gestores y propietarios de activos participantes en el estudio sumaban a 31 de diciembre de 2022 un total de 491.136 millones de euros, lo que supone el 72 % del mercado de la inversión colectiva (exceptuando los activos inmobiliarios) según datos de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO, 2023); lo que supone un aumento de siete puntos porcentuales de la representatividad de la muestra, debido, en gran medida, al aumento de las respuestas de entidades nacionales.

De este total de activos monitorizados, 338.598 millones corresponden a entidades nacionales, lo que supone el 77 % del mercado nacional, y 152.539 millones de euros a entidades internacionales, un 62 % de este mercado en España en 2022. La representatividad de la muestra nacional aumenta 10 puntos porcentuales respecto al estudio anterior, mientras que la muestra de las entidades internacionales se mantiene estable (tanto el total de activos comercializados según INVERCO por entidades internacionales en España como el total de activos monitorizados por parte de Spainsif han caído más de un 9 % respecto al año pasado).

¹⁹ El número de activos monitorizados se refiere a las respuestas de 54 entidades (32 nacionales y 22 internacionales).

Según los datos aportados, las entidades reportan un total de 374.758 millones de euros en activos comercializados en España gestionados con algún criterio ASG. En el Gráfico 1 se puede apreciar esta evolución desde el año 2009 donde, a partir de 2018, se incorporaron en el estudio a las entidades internacionales. Lo más destacable de este gráfico es que, por primera vez en la serie histórica, el mercado de la ISR decrece en números absolutos, disminuyendo cerca de un 1 % en el último año.

Gráfico 1. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España, todas las entidades

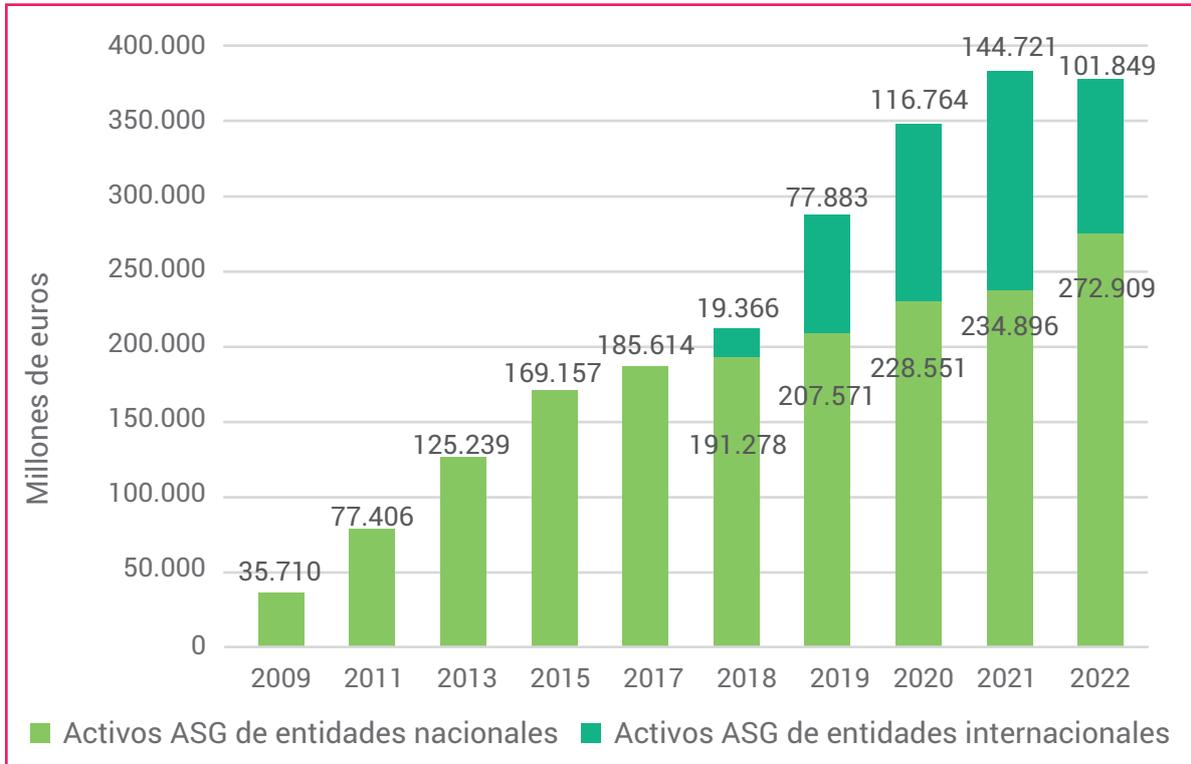


Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

El Gráfico 2 muestra los activos ASG según el origen de las entidades, de los cuales 272.909 millones de euros corresponden a entidades nacionales y 101.849 millones a activos de organizaciones internacionales comercializados en España. Como se puede observar, el aumento en números absolutos en las entidades internacionales es mayor los primeros años de monitorización, ya que cada año aumentaba considerablemente la muestra. Sin embargo, en este último año en el que la muestra no ha aumentado, se ha producido un descenso en la declaración de activos ASG comercializados por estas entidades. El crecimiento del volumen de activos ASG declarado por las entidades nacionales ha sido continuo a lo largo del periodo analizado, aunque con tasas de crecimiento menores en los últimos ejercicios salvo en el caso de 2022, donde se da un aumento del 16 % atribuible al incremento en representatividad de la muestra de este tipo de entidades respecto a estudios anteriores.

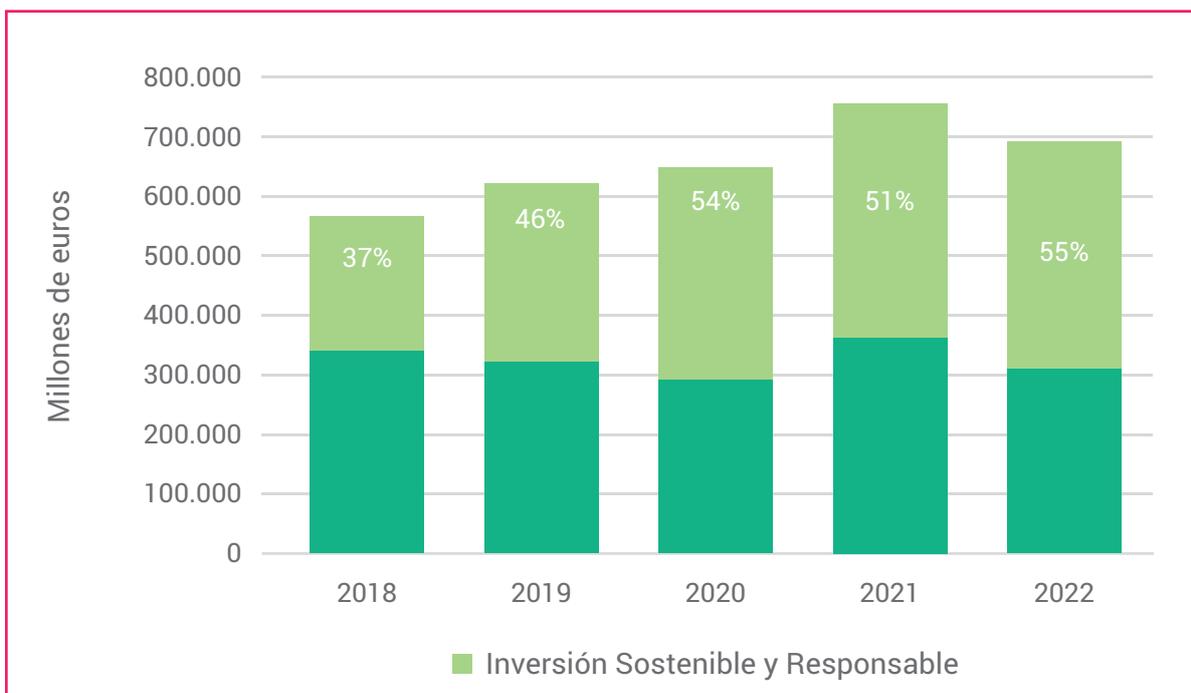
Dadas las variaciones en el mercado, el peso de la ISR sobre el total cobra un renovado interés. Como se puede observar a partir del Gráfico 3, a pesar del descenso del volumen total en números absolutos, los activos ASG consiguen aumentar su peso relativo en un escenario de caída de activos en el total del mercado. A cierre del año 2022, el 55 % del patrimonio de las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones comercializado en España se declara como gestionado con algún tipo de criterio ASG.

Gráfico 2. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España según el origen de las entidades



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

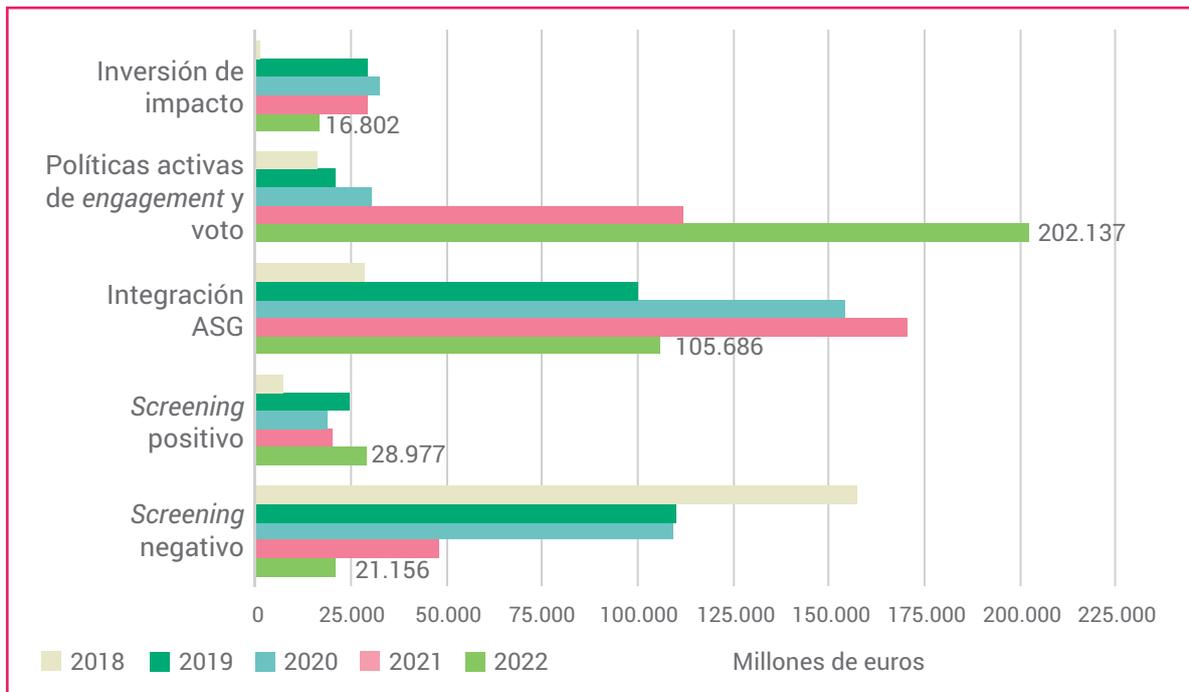
Gráfico 3. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos en España, todas las entidades



Fuente: Spainsif con datos de INVERCO y los datos recibidos en las encuestas.

Respecto al reparto por estrategias, el Gráfico 4 presenta cinco grandes agrupaciones de procesos de gestión con criterios ASG (*Screening* negativo, *Screening* positivo, Integración ASG, Políticas activas de *engagement* y voto e Inversión de impacto).

Gráfico 4. Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG en España, todas las entidades



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

A modo de resumen, la evolución durante los últimos cinco años de estas estrategias presenta una paulatina caída en la importancia del *Screening* negativo y un aumento leve pero moderado del *Screening* positivo. El extraordinario aumento los primeros años de la Integración ASG (estrategia con mayor volumen en número de activos gestionados durante los dos años anteriores a este estudio), se ha visto superado por el aumento del *engagement* y el voto: estas estrategias de gestión activa de la propiedad han protagonizado relevantes crecimientos anuales los últimos dos ejercicios. Finalmente, a pesar del crecimiento de la inversión de impacto en el año 2019, y la relativa estabilidad de esos datos durante los años posteriores, las declaraciones de gestión bajo esta estrategia de inversión sostenible este año decrecen más de un 40 %, en línea con las reclasificaciones en los artículos 8 y 9 de la SFDR habidas en la última mitad del año 2022.

En términos relativos, las estrategias más relevantes son las Políticas activas de *engagement* y voto y la Integración ASG, las cuales representan el 54 y el 28 % del total de activos ASG en España, respectivamente. Siguiendo en orden decreciente, se encuentra el *Screening* positivo, que ocupa casi el 8 % del peso total de activos ASG; el *Screening* negativo, con el 6 %; y la Inversión de impacto, con algo más del 4 % del peso total de activos.

Entidades nacionales

En el análisis del caso de las entidades nacionales bajo una visión de largo plazo, se aprecia cómo, a partir del 2013, la ISR alcanza un 45 % del total del mercado nacional, cifra que ha ido aumentando prácticamente cada año, salvo en 2017 y 2021 (véase el Gráfico 5). En el caso del último dato disponible, el peso de la ISR nacional alcanza el 62 %. En este sentido, es importante tener en cuenta varios aspectos: la caída del total de activos gestionados por entidades nacionales, cifrada en casi un 8 %; y el aumento del patrimonio monitorizado, en casi un 7 %. Estos dos hechos repercuten en la alta representatividad de la muestra (un 77 %) y suponen obtener la mayor monitorización del patrimonio de entidades nacionales desde que se realizan estos estudios de mercado.

Gráfico 5. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos, España, entidades nacionales



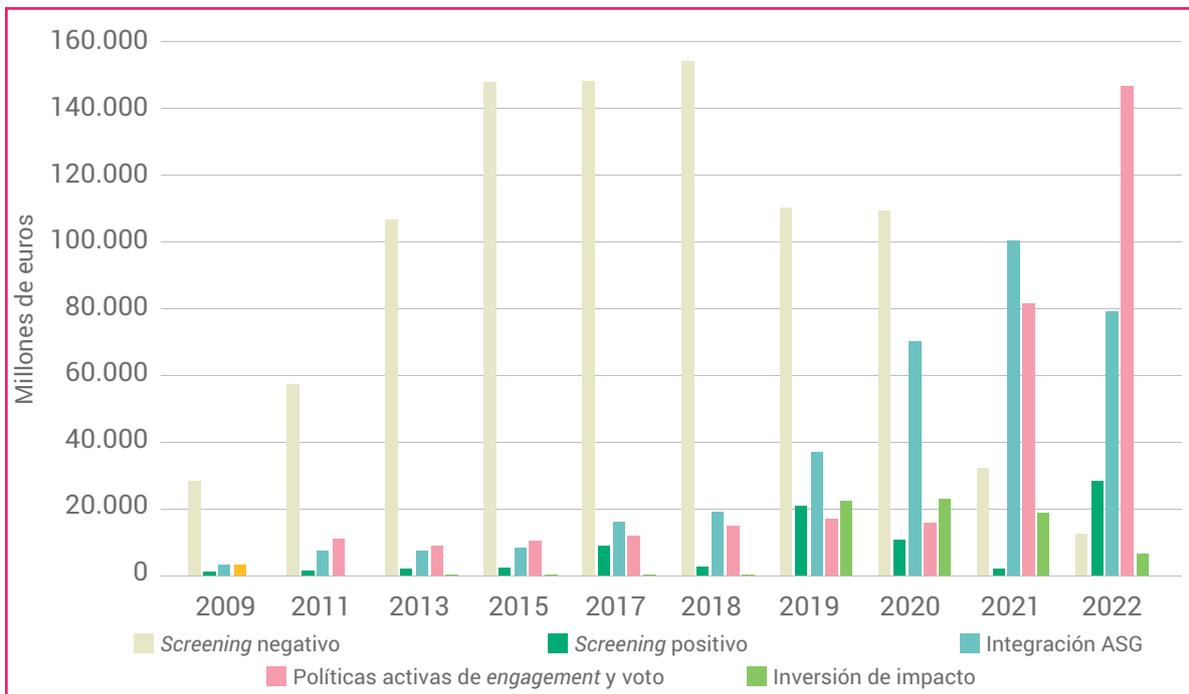
Fuente: Spainsif con datos de INVERCO y los datos recibidos en las encuestas.

En el caso de la evolución de las estrategias para las entidades nacionales, en el Gráfico 6 se puede observar el evolutivo desde 2009 hasta la actualidad. Además de aumentar el volumen de activos ASG, la selección de estos activos continúa sofisticándose y mostrando una convivencia creciente de varias estrategias en las prácticas de una misma compañía o en la gestión de un mismo producto.

El *Screening* negativo se erigió como la estrategia ISR mayoritaria hasta 2020²⁰. Tras el comienzo de su disminución en 2018, año donde alcanzó su máximo con casi 160.000 millones de activos gestionados únicamente aplicando un cribado negativo, ha presentado una reducción paulatina. Al cierre del año 2022, el *Screening* negativo por parte de las entidades nacionales se cuantifica en 12.539 millones de euros, lo que supone un 5 % del total de activos ASG declarados por las entidades nacionales.

²⁰ Aunque ese año, midiendo por separado las Exclusiones y el *Screening* basado en normas, la principal estrategia era la Integración ASG.

Gráfico 6. Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG, España, entidades nacionales



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Esta disminución viene pareja al aumento de estrategias más avanzadas, como ocurre con el *Screening* positivo, que crece de forma considerable este último periodo; alcanzando al cierre del año pasado 28.296 millones de euros, un 10 % del total de activos ASG de las entidades nacionales.

Por otro lado, las estrategias que van más allá de la selección (ya sea positiva o negativa) de empresas o proyectos en los que invertir, son las que más han visto aumentar su peso a lo largo del tiempo. Es de forma especialmente marcada el caso de la Integración ASG, siendo la principal estrategia aplicada en 2021. Sin embargo, este último año ha disminuido, tanto en volumen absoluto como en peso relativo, alcanzando los 79.025 millones de euros y un peso del 29 %.

El menor peso de Integración ASG debe interpretarse acompañado del aumento en las estrategias de *engagement* y voto que, al igual que el año pasado, crecen de forma significativa, consolidándose como la principal estrategia aplicada, con 146.553 millones de euros, lo que supone un 54 % del total de activos ASG.

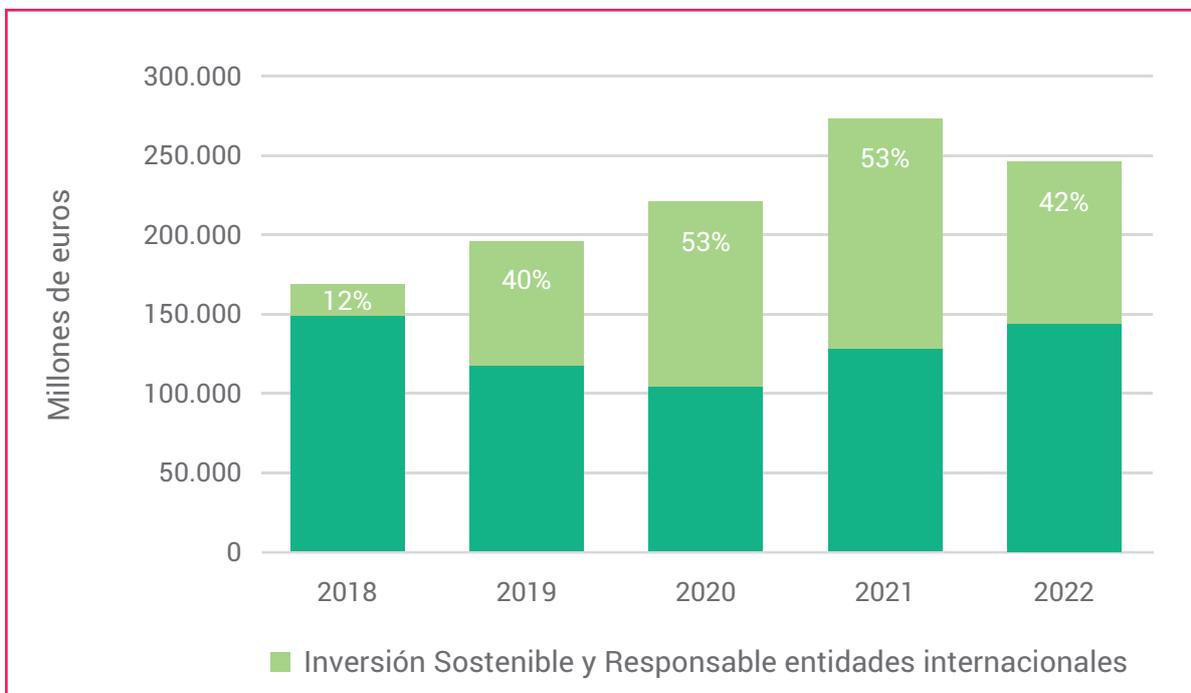
Finalmente, el retroceso observado en 2021 en la declaración de gestión bajo estrategias de inversión de impacto se consolida también en el 2022, ya que pasa a ser la estrategia menos aplicada del total, con 6.676 millones de euros y un peso de poco más del 2 % de total de activos ASG. Esta disminución de los activos declarados bajo gestión de la estrategia de Inversión de impacto puede deberse a la creciente complejidad del marco teórico que la rodea y al efecto del marco regulatorio relacionado con el mayor porcentaje requerido de inversiones sostenibles para los productos con mayores reclamos de sostenibilidad, lo que motivó reclasificaciones del artículo 9 al artículo 8 de la SFDR en la última mitad del año 2022; pudiendo influir ambos aspectos en la declaración de la gestión bajo una estrategia u otra.

El año 2018 supuso un punto de inflexión en la evolución de los activos ASG en el caso de las entidades españolas, ya que la práctica totalidad de los activos se gestionaban a través de estrategias de selección negativa hasta entonces; si bien a partir de ese año se ha mostrado una evolución vinculada al trasvase de activos gestionados hacia estrategias más avanzadas, como son la Integración ASG y las Políticas activas de *engagement* y voto.

Entidades internacionales

En el caso de las entidades internacionales, la muestra apunta a un descenso de los activos ASG comercializados en España, tanto en términos absolutos como relativos. Es decir, la disminución del mercado del 10 % ha sido inferior al descenso producido en los activos ASG comercializados por las entidades internacionales.

Gráfico 7. Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos, España, entidades internacionales



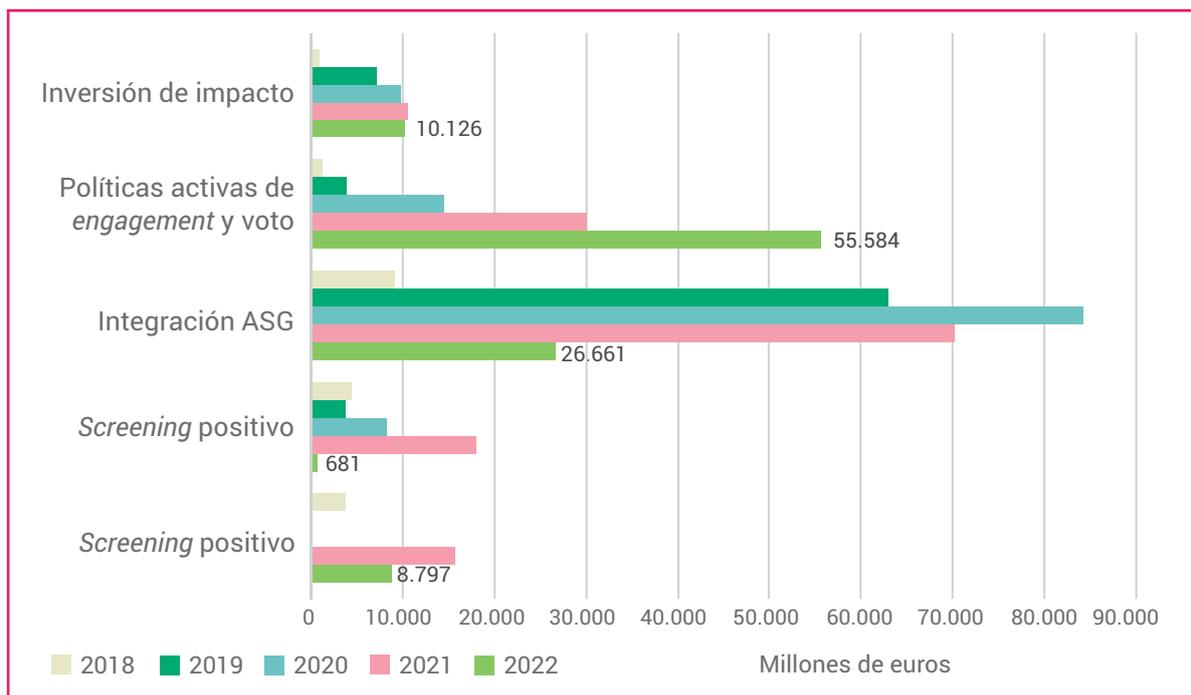
Fuente: Spainsif con datos de INVERCO y los datos recibidos en las encuestas.

El Gráfico 7 ilustra el peso de los activos gestionados con criterios ASG de las entidades internacionales que comercializan activos en España. Como se puede observar, ya en 2021 se puede apreciar una estabilización del peso de este tipo de activos, dándose por primera vez un descenso del peso relativo en 2022. Es importante insistir en el efecto de la composición de la muestra en estos datos: el número de respuestas de las entidades internacionales había aumentado de manera significativa en la muestra de las ediciones anteriores de este estudio, resultando en un aumento de la representatividad del 42 al 62 % en el periodo 2018-2021; mientras que para el presente estudio se ha mantenido estable. La composición de la muestra, unida a la situación generalizada de los mercados en 2022, desemboca en una disminución relativa del peso de los activos ASG comercializados por parte de las entidades internacionales en España.

En lo que respecta al reparto de los activos ASG a lo largo de las diferentes estrategias de inversión sostenible aplicadas por parte de las entidades internacionales, en el Gráfico 8 se puede observar la evolución desde 2018, momento en el que se comenzó a contabilizar a dichas entidades.

Como se indica a lo largo del estudio, se han dado variaciones significativas en el tamaño de la muestra desde el comienzo del monitoreo atendiendo a diferencias en el origen de la oferta de fondos comercializados en España. Esto explica el aumento de las estrategias menos desarrolladas en 2021 (*Screening* negativo y positivo).

Gráfico 8. Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG, España, entidades internacionales



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

En lo que respecta a los datos de la última encuesta, el *Screening* negativo desciende hasta situarse en los 8.797 millones de euros y pasa a representar casi el 9 % de los activos ASG comercializados en España por parte de las entidades internacionales, mientras que el *Screening* positivo apenas representa el 1 % y se sitúa en 681 millones de euros. Es importante destacar que este último dato no indica que las entidades internacionales eviten por completo la aplicación de estrategias de *Screening* positivo. Más bien, sugiere que cuando las entidades optan por aplicar estas estrategias, suelen hacerlo en combinación con enfoques más avanzados. En resumen, son pocas las entidades que emplean exclusivamente el enfoque de *Screening* positivo.

En el caso de la Integración ASG para las entidades internacionales, ocurre prácticamente lo mismo que para las entidades nacionales: un trasvase de activos hacia la estrategia de Políticas activas de *engagement* y voto. La Integración ASG desciende hasta los 26.661 millones de euros, representando el 26 % del total, mientras que el *engagement* y el voto duplican su tamaño hasta los 55.584 millones de euros, representando un 57 % del peso total de los activos ASG comercializados por estas entidades.

Finalmente, a diferencia de las entidades nacionales, las entidades internacionales sí mantienen un peso significativo en los activos declarados bajo la estrategia de Inversión de impacto. A pesar del descenso relativo sobre el total de estrategias, esta estrategia se mantiene prácticamente estable en 2022 respecto al 2021, con un valor de 10.126 millones de euros y un peso del 10 %, cinco veces superior al peso relativo en el caso de las entidades nacionales.

3.1. ANÁLISIS POR ESTRATEGIAS ISR

En las páginas siguientes, se profundiza de manera más exhaustiva en cada una de las estrategias ISR, y se examinan posibles tendencias en los activos gestionados con criterios ASG y que se comercializan en España desde las respuestas de las entidades de origen nacional y las de origen internacional.

Screening negativo

La estrategia de *Screening* negativo es una de las más extendidas a pesar de que en volumen, al solaparse con otras estrategias más sofisticadas, tenga un nivel poco significativo. Esta estrategia incluye tanto las exclusiones de empresas o Estados realizadas a la hora de invertir en razón a su actividad en sectores de alto impacto o controversias y/o al incumplimiento de normas internacionales de amplio consenso seguidas por parte de los inversores a la hora de conformar su cartera de inversión.

Como se puede observar en el Gráfico 9, las principales exclusiones de empresas en razón a su actividad son las referidas a armas como las bombas de racimo, las minas antipersona o las de destrucción masiva, seguidas por el tabaco y los derechos humanos.

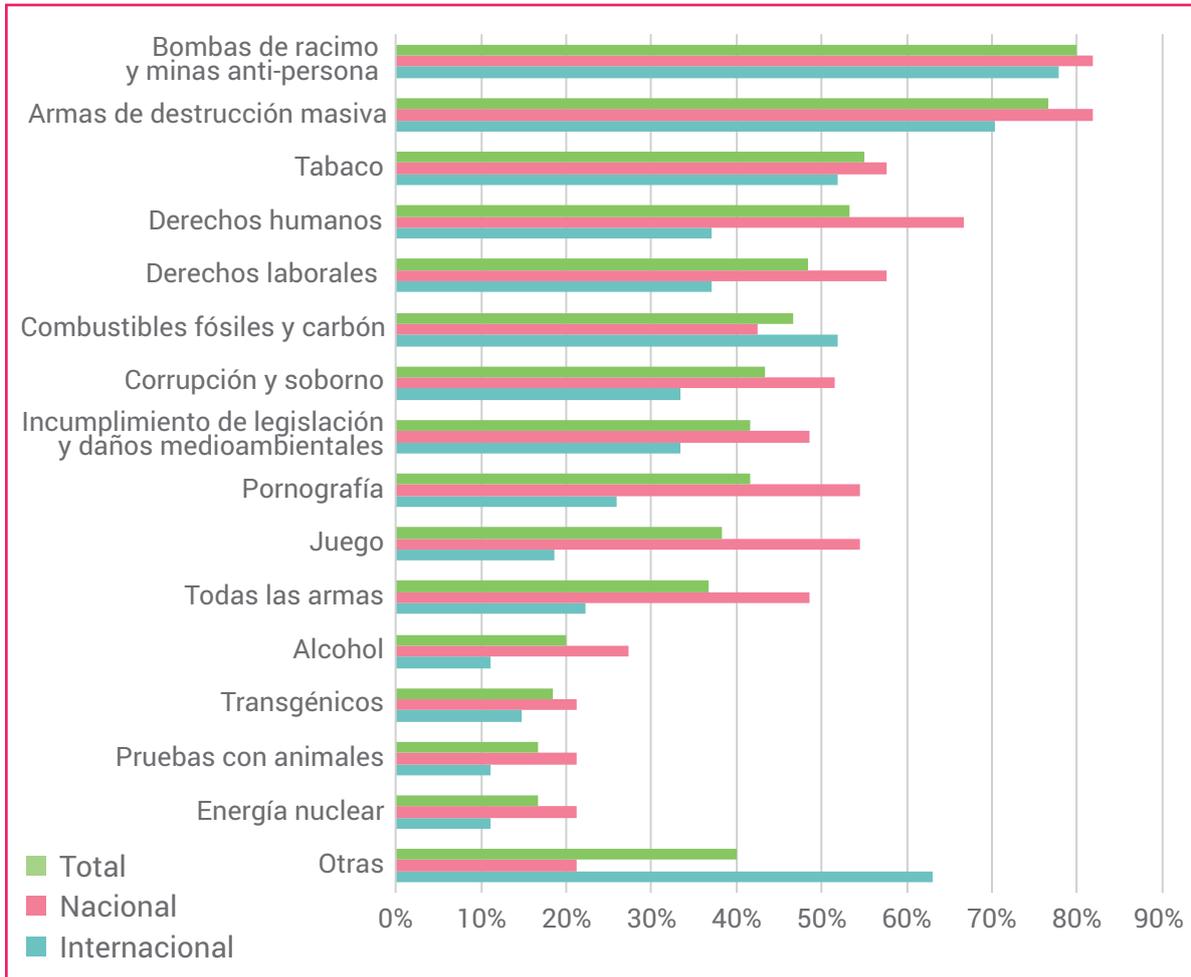
Las mayores diferencias según el origen de las entidades se concentran en torno a las siguientes cuestiones ASG: derechos humanos, donde un 67 % de las entidades nacionales excluyen empresas que violen los mismos, respecto al 37 % de las entidades internacionales; pornografía y juego, donde el 55 % de las entidades nacionales excluyen dichas temáticas, frente al 26 y el 19 % de las internacionales, respectivamente; y las armas, donde el 48 % de las entidades nacionales las excluye de manera general, frente al 22 % en el caso de las internacionales.

Por otro lado, los transgénicos, las pruebas con animales o la energía nuclear son temáticas que, tanto para entidades nacionales como internacionales presentan un peso relativamente menor en las exclusiones de empresas, fondos o proyectos.

Finalmente, entre aquellas opciones no recogidas en la encuesta y que aparecen bajo la categoría de "Otras", aparecen mencionadas, sobre todo desde entidades internacionales, la extracción de petróleo, gas y carbón no convencionales; el aceite de palma; la marihuana de uso recreativo; o empresas que no cumplen los estándares de Pacto Mundial.

Respecto a la inversión en valores relacionados con Estados, la corrupción es el principal ámbito de exclusión, tanto desde las entidades nacionales como desde las internacionales. Por otro lado, el 10 % de las entidades encuestadas excluyen los países que no ratifican acuerdos medioambientales (12 % de las nacionales y 7 % de las internacionales). Cabe destacar que todas las exclusiones a Estados presentan niveles bajos en comparación a las exclusiones de empresas, ya que ninguna supera el 30 %.

Gráfico 9. Temáticas de exclusiones aplicadas a empresas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

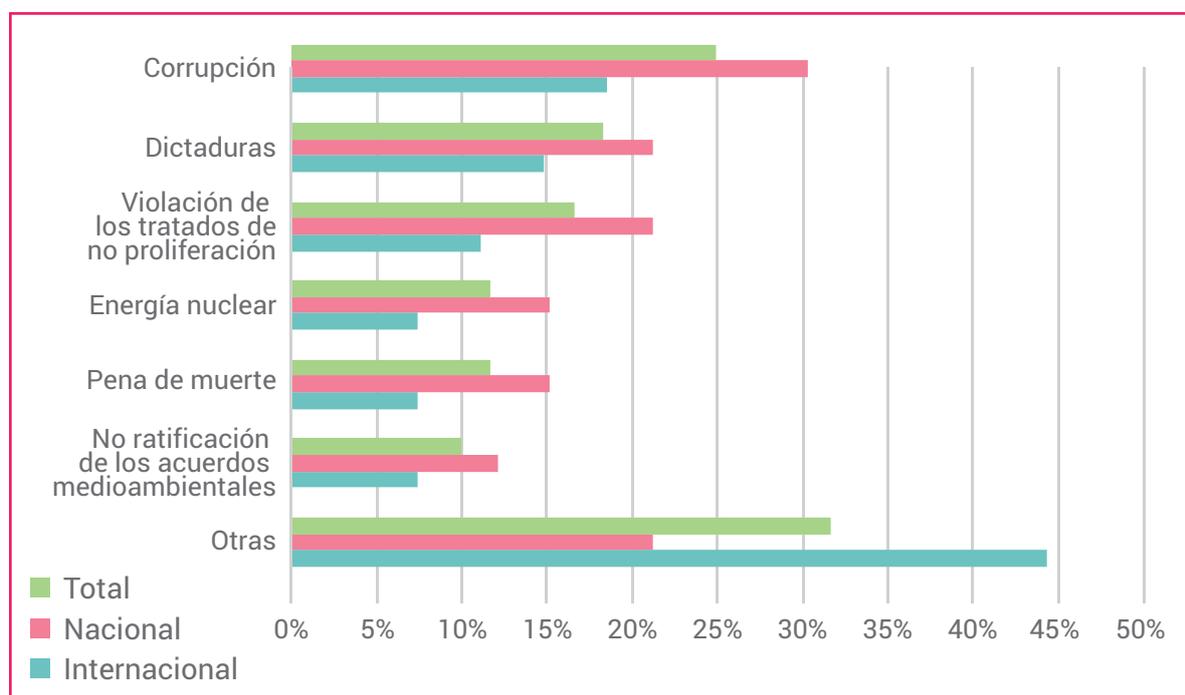


Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Es importante también destacar el apartado de Otras exclusiones, puesto que muestra una mayor variedad de exclusiones por parte de entidades internacionales. En esta categoría, aparecen en varias ocasiones la esclavitud moderna y los países presentes en listas de paraísos fiscales o con deficiencias estratégicas en la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo (lista elaborada por GAFI -Grupo de Acción Financiera Internacional-, la lista francesa NCSTs -Non-Cooperative States and Territories-, la lista de la UE sobre países y territorios no cooperadores en materia de impuestos, la lista FATF de países no cooperadores -Financial Action Task Force blacklist- o países sancionados por la OFAC -Office of Foreign Assets Control-).

Por otro lado, algunas entidades señalan evitar las prácticas de exclusión de inversión en Estados del universo de inversión, en la medida en la que priorizan el potencial impacto social que pudieran tener dichos criterios sobre a la población civil en las regiones afectadas.

Gráfico 10. Temáticas de exclusiones aplicadas a Estados, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Finalmente, entre las distintas normas seguidas por las entidades que responden a la encuesta, los principios de Pacto Mundial de Naciones Unidas se sitúan en primera posición, presentes en un 60 % de las respuestas. Las siguientes normas son las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, actualizadas en 2023 y renombradas como Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales sobre la Conducta Empresarial Responsable; y los Principios Rectores sobre las empresas y los derechos humanos de Naciones Unidas.

Por otra parte, los Principios y derechos fundamentales de la OIT se aplican de acuerdo con el 33 % de las entidades, sin diferenciación entre el origen de las entidades.

En el caso del Acuerdo de París, se sitúa como el marco con mayor aceptación entre las entidades internacionales, con un 33 %, frente al 24 % en el caso de las entidades nacionales. Por otro lado, el proyecto BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*) de la OCDE y del G20 en materia de fiscalidad cuentan con apenas un 3 % de acuerdo con las respuestas de las entidades.

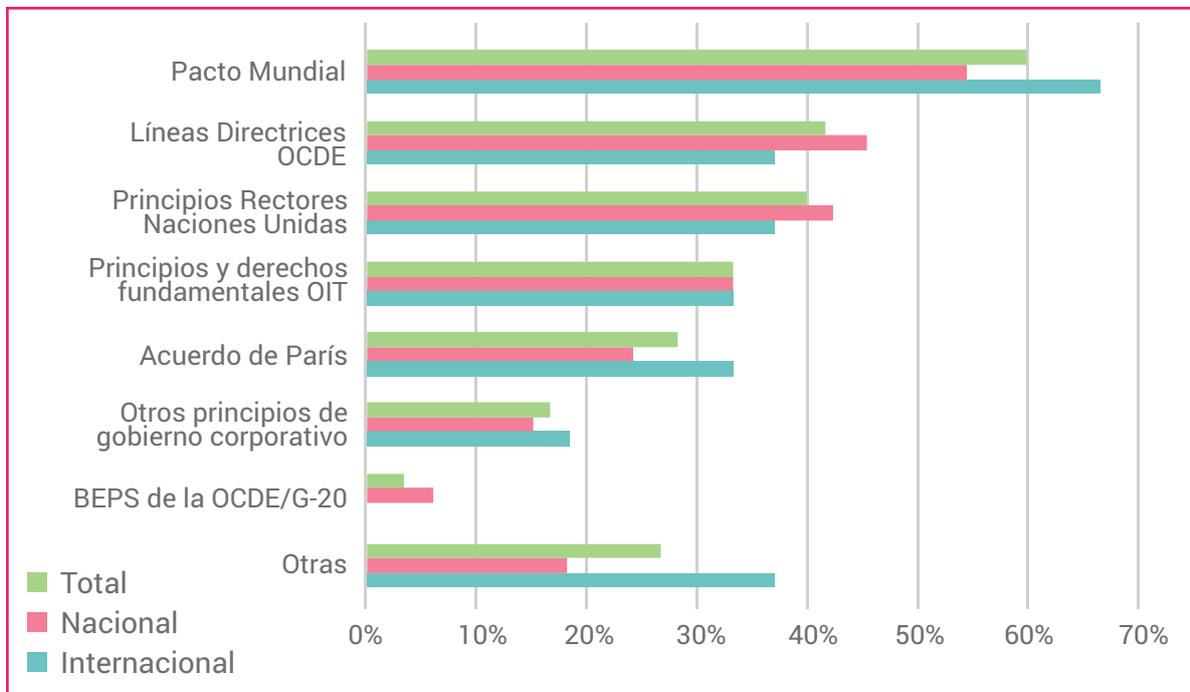
La suma de diferentes principios de gobierno corporativo y de *stewardship* nacionales o internacionales²¹ no supera el 20 % en ningún caso, si bien algunas entidades los mencionan dentro de sus procesos de *engagement*.

Finalmente, dentro de la categoría de otras normas aplicadas, aparecen mencionadas, entre otras: *People out of Poverty Index* (de la *Grameen Foundation*), *Social Performance Indicators* y *Client Protection Principles* (ambos de Cerise), las Directrices para la evaluación de los Derechos Humanos y estándares del CWC

²¹ Para un análisis más exhaustivo de estos códigos, véase el estudio temático La gobernanza en las finanzas sostenibles. Spainsif, 2022.

(Comité sobre el Capital de los Trabajadores), *Ottawa Convention*, *Oslo Convention*, *Biological Weapons Convention*, *Chemical Weapons Convention* y *Global Coal Exit List*.

Gráfico 11. Normas aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Screening positivo

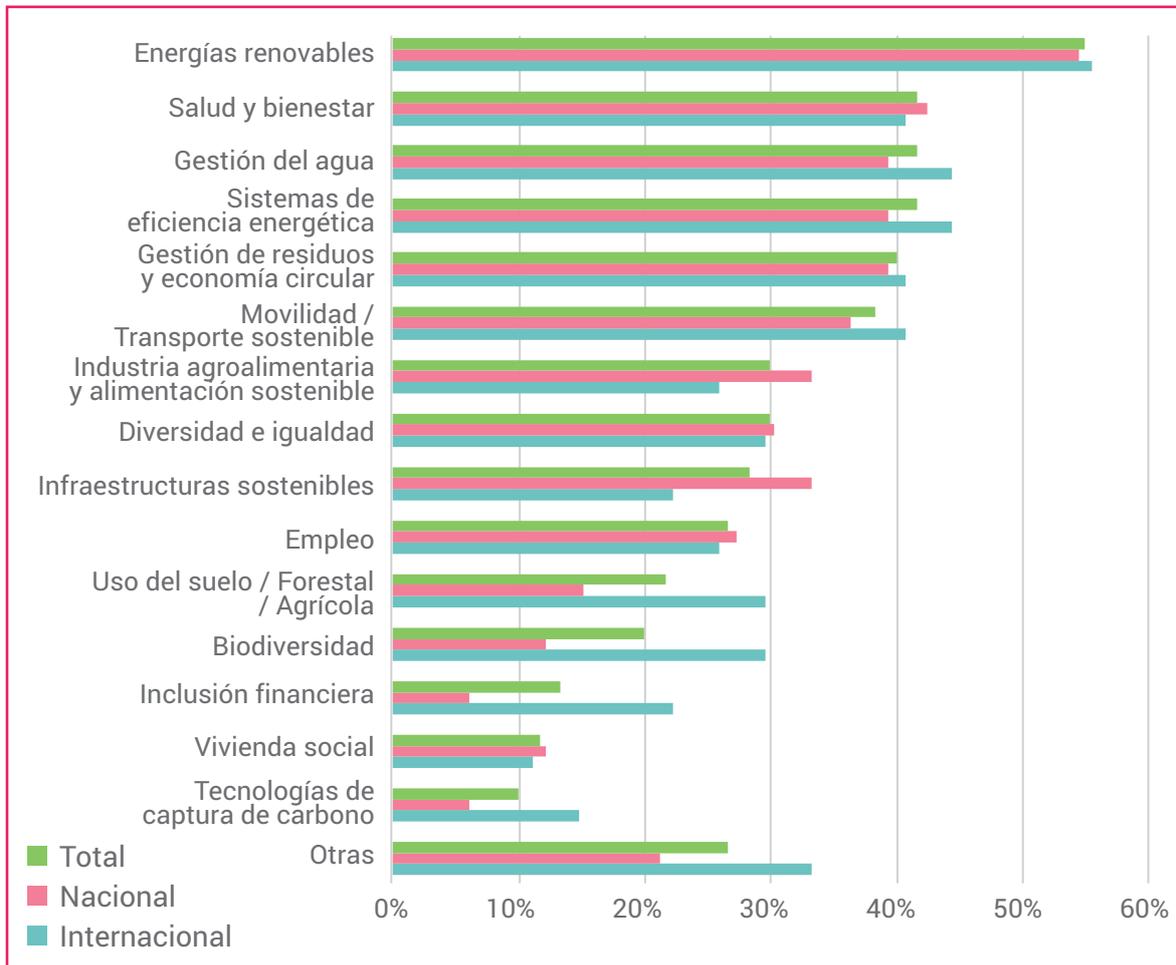
A continuación se analiza la estrategia de *Screening* positivo, donde se ha consultado a las entidades por las principales temáticas abordadas en sus inversiones temáticas.

Como se puede observar en el Gráfico 12, la principal temática de inversión reportada por las entidades que han participado en la encuesta es la energía renovable, con un 55 % de respuestas afirmativas en este sentido. La energía renovable ocupa el primer lugar en la selección positiva, tanto para las entidades nacionales como para las entidades internacionales.

Las siguientes temáticas en orden de relevancia son salud y bienestar, gestión del agua y sistemas de eficiencia energética. No existen grandes diferencias entre el origen de las entidades en las anteriores temáticas. Sin embargo, para las entidades internacionales, la inclusión financiera (22 %), la protección de la biodiversidad (30 %) y el uso del suelo (30 %) sí son comparativamente más relevantes que para las entidades nacionales. Al contrario ocurre con las infraestructuras y construcciones civiles sostenibles, donde el 33 % de las entidades nacionales afirman invertir en este tipo de temáticas, frente al 22 % de las internacionales.

Finalmente, el 27 % de las entidades aplica otras temáticas no incluidas en el listado, destacando temáticas como la educación e inversión en capital humano y la innovación tecnológica.

Gráfico 12. Temáticas de inversión aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Integración ASG

La estrategia de integración ASG es la segunda estrategia en volumen de activos acumulados bajo gestión por parte de las entidades encuestadas, tanto nacionales como internacionales, alcanzando más de 100.000 millones de euros de activos comercializados en España en 2022, aunque presenta una disminución importante respecto a los datos de 2021. Como se describe anteriormente, esta disminución puede deberse a una mayor sofisticación de las estrategias aplicadas, trasladándose el volumen de activos hacia las estrategias de *engagement* y voto.

El 89 % de las respuestas a la encuesta declara aplicar la estrategia de Integración ASG, si bien el 71 % cuenta con una política formal al respecto. Asimismo, al preguntar sobre los riesgos ASG en el análisis de riesgos tradicionales, el 82 % de las entidades contestan de manera afirmativa (con diferencias según el origen de las entidades: 76 % de las entidades nacionales frente al 89 % de las entidades internacionales). A este respecto, la proporción de entidades que publican la política y la metodología de análisis e integración de los riesgos ASG es menor, situándose en el 63 % (un 55 % de las entidades nacionales y un 74 % en el caso de las entidades internacionales).

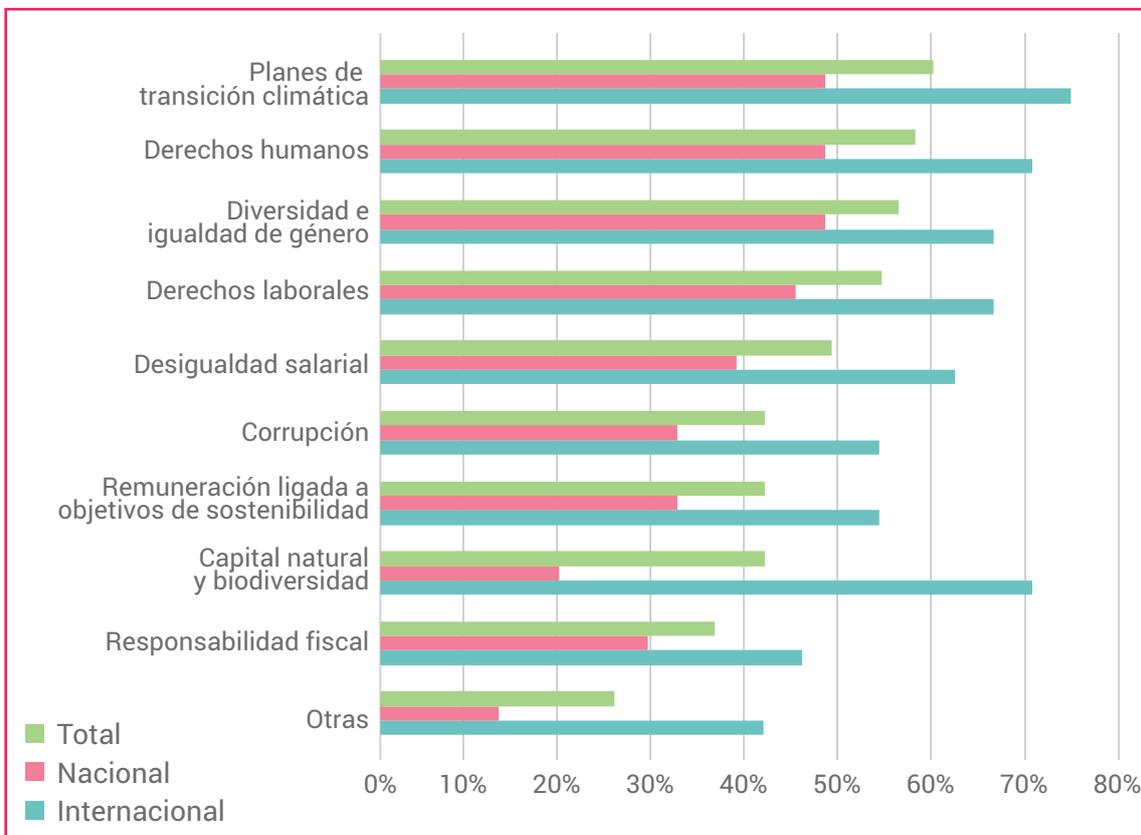
Integración ASG en la selección de carteras

En un contexto de creciente conciencia colectiva sobre la sostenibilidad, el sector financiero desempeña un papel clave en alinear los flujos financieros con un camino hacia el desarrollo sostenible. En la investigación de García-Bernabeu, A., Hilario-Caballero, A., Salcedo, J. V., & Salas-Molina, F. (2023), los autores se enfocan en el proceso de integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), lo que conducirá a una mejor reorientación de las inversiones hacia proyectos socialmente útiles y respetuosos con el medio ambiente. Con este objetivo, abordan el problema de integración ASG en la selección de carteras utilizando un procedimiento de optimización multiobjetivo evolutivo recientemente propuesto llamado ev-MOGA. Este nuevo enfoque mejora significativamente respecto los métodos exactos y permite una mejor evaluación de los equilibrios entre los criterios financieros y ASG.

Políticas activas de engagement y voto

El ejercicio de la propiedad activa se ha convertido en el año 2022 en la principal estrategia ISR, tanto en la declaración de las entidades nacionales como de las internacionales, después de haber crecido en los últimos dos años de manera considerable el número de activos bajo gestión para estrategias de activismo accionario.

Gráfico 13. Temas incluidos en las prácticas de engagement, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

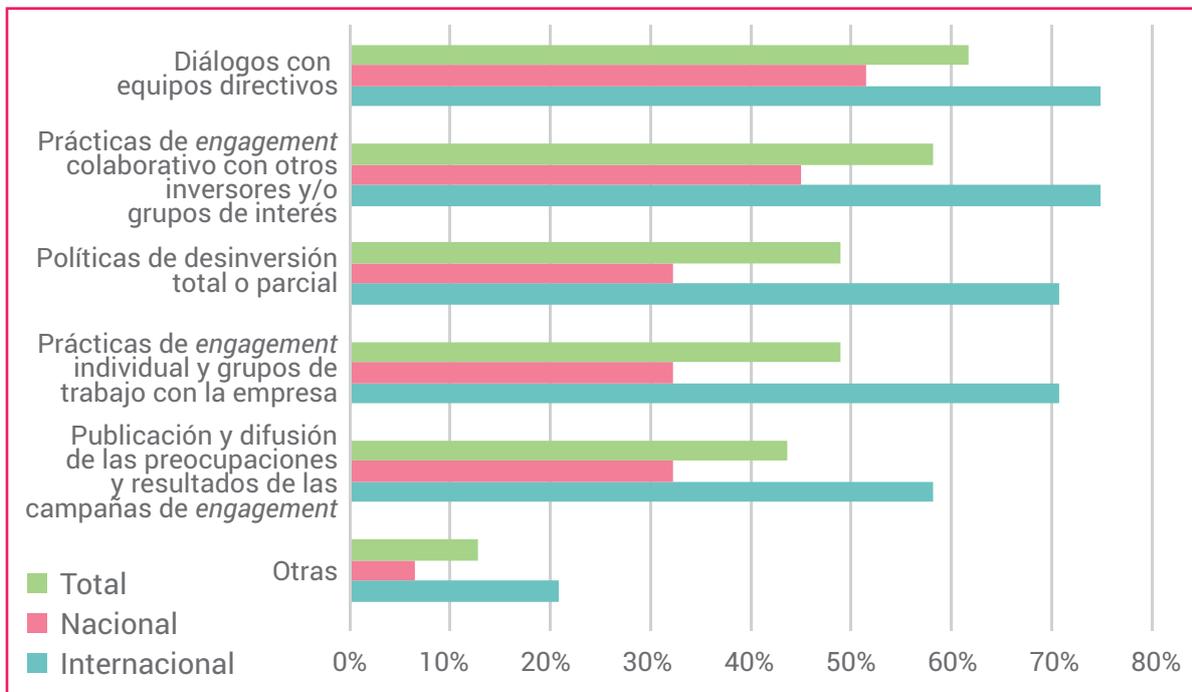
Como se puede apreciar en el Gráfico 13, los principales temas incluidos en las prácticas de *engagement* por parte de las entidades son los planes de transición climática (60 %), los derechos humanos (58 %) y la diversidad e igualdad de género (56 %). Destacan igualmente los derechos laborales (55 %) o la desigualdad salarial (49 %)²².

En el caso de las entidades nacionales, todas las temáticas del párrafo anterior son coincidentes con las cuestiones principales incluidas en sus iniciativas de *engagement*; no siendo ese el caso de las entidades internacionales, cuyas principales cuestiones de diálogo activo se concentran en torno a los planes de transición climática (75 %), derechos humanos (71 %) y capital natural y biodiversidad (71 %). La proporción de entidades nacionales que afirma incluir el capital natural y la biodiversidad en sus iniciativas de *engagement* es del 19 % y, en el caso de los planes de transición climática, es del 48 %.

Al igual que en ocasiones anteriores, las entidades internacionales aportan nuevas cuestiones en la categoría "Otras", destacando la economía circular, conservación y calidad del agua, desarrollo y retención del talento, cultura o buen gobierno corporativo. La temática menos mencionada, por su lado, es la fiscalidad responsable. Es igualmente destacable que en todas las temáticas incluidas las entidades internacionales presentan valores mayores que las entidades nacionales.

Respecto a qué tipo de prácticas o iniciativas de *engagement* llevan a cabo las entidades se pueden apreciar proporciones mayores en el caso de las entidades internacionales respecto a las nacionales. La práctica más común para el conjunto de las entidades es el diálogo con equipos directivos (62 %), seguida del *engagement* colaborativo (58 %) y, en el mismo nivel, las políticas de desinversión total o parcial y el *engagement* individual (49 % en ambos casos).

Gráfico 14. Prácticas e iniciativas de *engagement* realizadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

²² Entendida ésta como la brecha entre niveles directivos y resto de la organización, no como brecha salarial de género.

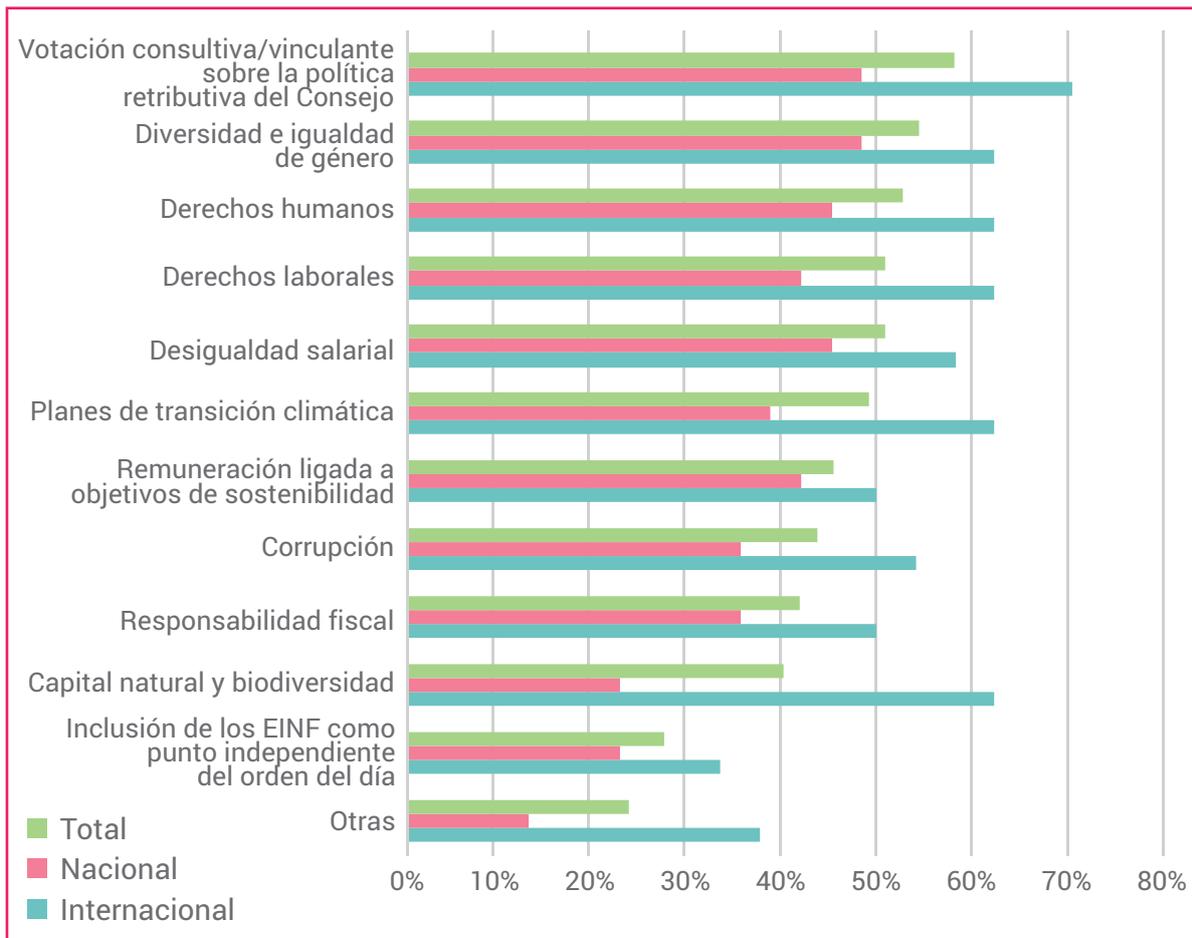
Igualmente, algunas entidades señalan la adhesión a distintas iniciativas relacionadas con los derechos laborales, el sector de los cuidados o la efectividad de los derechos humanos obligatorios y diligencia debida en materia de medio ambiente.

Respecto a temáticas incluidas en las iniciativas de voto, las tres cuestiones principales son la política retributiva del Consejo (58 %), la diversidad e igualdad de género (55 %) y los derechos humanos (53 %).

En lo que respecta a las entidades internacionales, la diversidad e igualdad de género, los derechos humanos, los derechos laborales, los planes de transición climática y el capital natural y la biodiversidad se incluyen en el 63 % de los casos. Para las entidades nacionales, los planes de transición climática constan en el 49 % de los casos y el capital natural y la biodiversidad en el 23 % de las iniciativas de voto. La diferencia respecto a la importancia del capital natural y la biodiversidad según el origen de las entidades es consistente según lo señalado anteriormente sobre el *engagement*.

Las principales prácticas en el caso de las entidades internacionales son el voto en contra de recomendaciones del Consejo y el ejercicio de derecho de voto mediante delegación del voto (ambas con un 67 %), y la utilización de *proxy advisors* (58 %).

Gráfico 15. Temas incluidos en las iniciativas de voto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

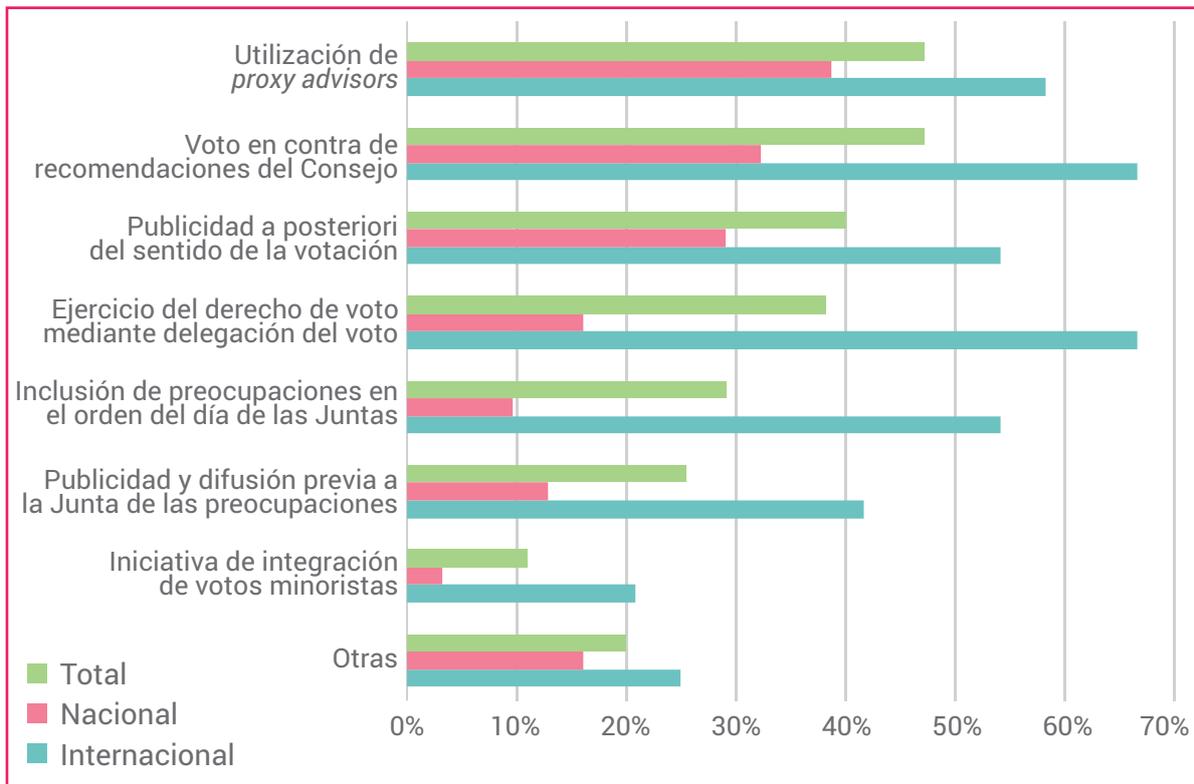


Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

En el caso de las entidades nacionales, la utilización de *proxy advisors* es la principal práctica (39 %), seguida del voto en contra de las recomendaciones del Consejo (32 %) y la publicidad a posteriori del sentido de la votación (29 %).

Tanto en el caso de las entidades nacionales como de las entidades internacionales la integración de votos minoristas es la iniciativa menos desarrollada (3 y 21 %, respectivamente). Al igual que en el caso del *engagement*, en los Gráficos 15 y 16 se puede apreciar un mayor despliegue de las iniciativas de voto en el caso de las entidades internacionales.

Gráfico 16. Prácticas e iniciativas de voto realizadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Inversión de impacto

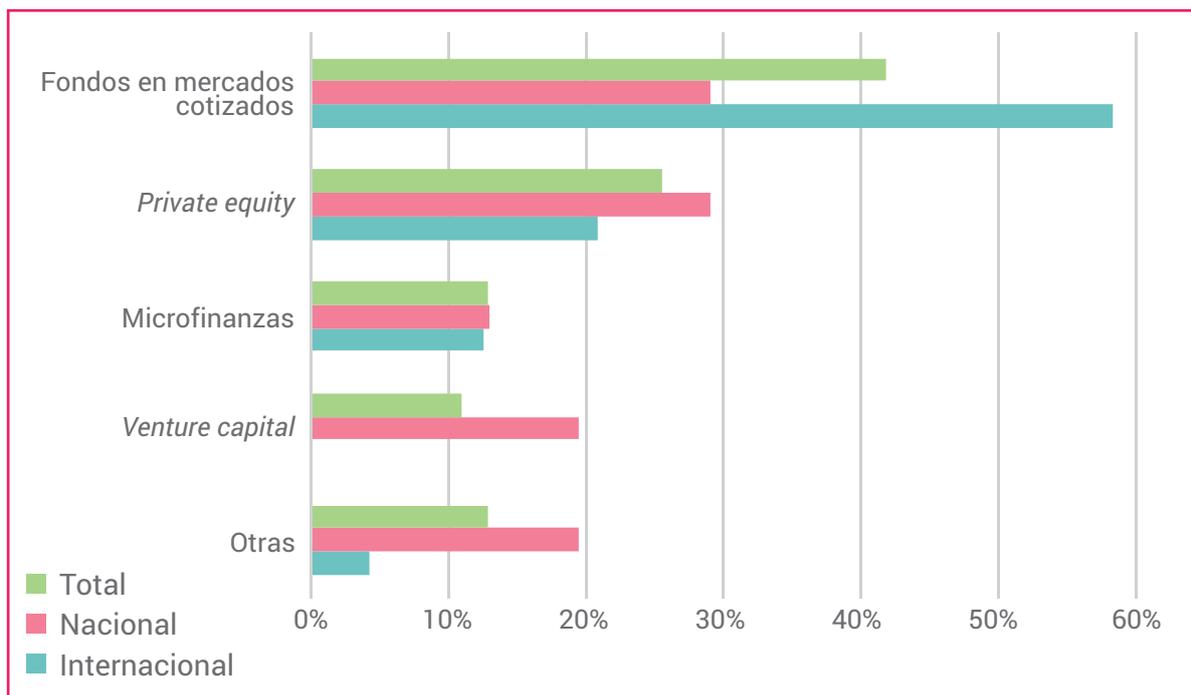
En lo que respecta a la Inversión de impacto, de manera general para el conjunto de las entidades, los fondos en mercados cotizados son los vehículos más presentes, aunando un 42 % de respuestas afirmativas (un 58 % en el caso de las entidades internacionales y un 29 % en el caso de las nacionales). En el caso de estrategias de inversión de impacto en mercados de *private equity*, el porcentaje nacional se sitúa en un 29 % frente a un 21 % de las entidades internacionales.

El 13 % de entidades declara aplicar mecanismos de microfinanzas en el despliegue de la estrategia de inversión de impacto. Al desglosar los resultados por origen, las microfinanzas se ubican en tercer pue-

to en frecuencia de aplicación en el caso de las entidades internacionales, y en el último en el caso de las nacionales. Por su parte, ninguna entidad internacional señala los instrumentos de *venture capital*, frente a un quinto de los encuestados en el caso de las entidades nacionales.

Finalmente, en relación con otros instrumentos o vehículos que las entidades declaren relevantes en sus inversiones de impacto, destacan la mención a instrumentos de renta fija privada por parte de las entidades nacionales, en concreto mediante la selección de bonos verdes y sociales.

Gráfico 17. Instrumentos/Vehículos utilizados por las entidades en sus inversiones de impacto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

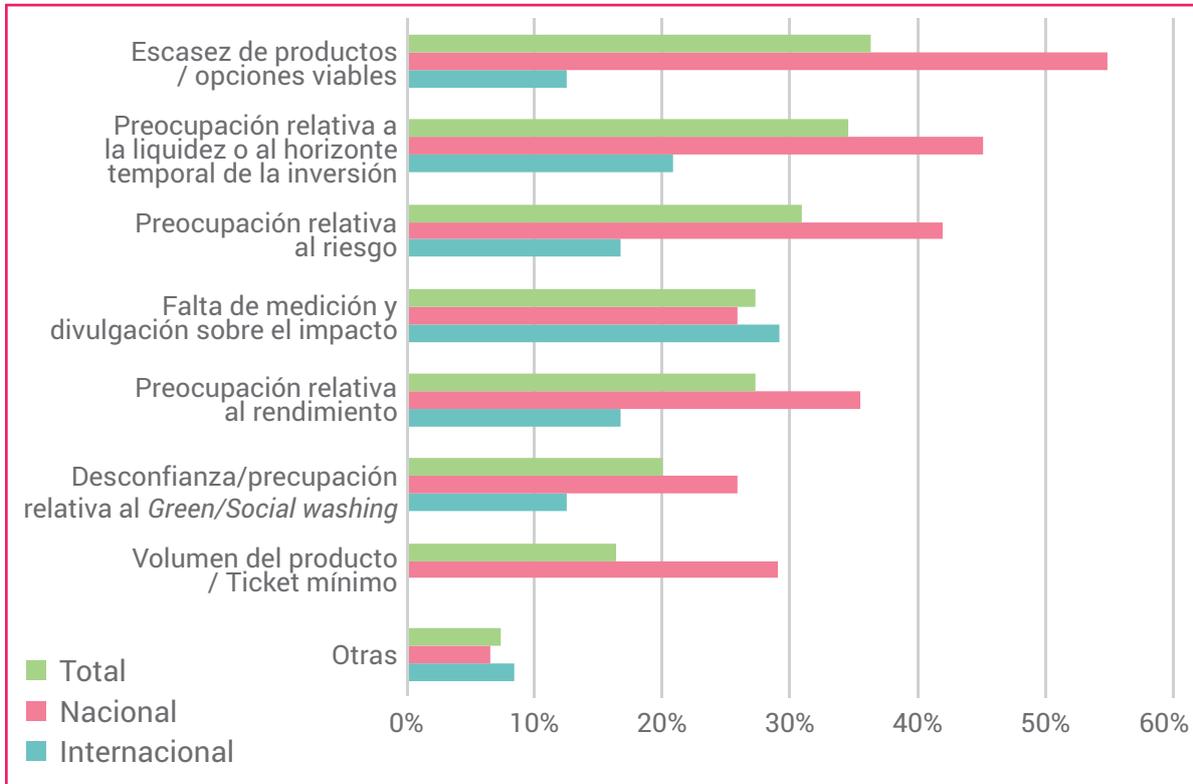


Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Respecto a las barreras que identifican las entidades a la hora de realizar más inversiones de impacto, el Gráfico 18 refleja una mayor preocupación de las nacionales respecto a la escasez de productos u opciones viables (55%), la liquidez (45%), el riesgo (42%) y el rendimiento (35%). En cambio, para las entidades internacionales éstas no son barreras que determinen su posición a realizar más inversiones de impacto de forma significativa. Las entidades internacionales, a la vez que identifican menos barreras de manera general, señalan como principal obstáculo a la falta de medición y divulgación sobre el impacto.

Finalmente, se pregunta a las entidades sobre la medición del impacto o el progreso de los objetivos de las inversiones de impacto. Según las respuestas a la encuesta realizada, el 62% de las entidades declara medir dicho impacto: el 71% de las entidades internacionales y el 55% de entidades nacionales. En el caso de aquellas entidades que aún no miden su impacto, el 40% de las entidades internacionales afirma estar trabajando en ello, frente al 13% de las nacionales.

Gráfico 18. Barreras que identifican las entidades para realizar más inversiones de impacto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

En lo que respecta a la divulgación de esta medición, los porcentajes son menores a los mencionados anteriormente, situándose en el 45 % de entidades (50 % internacionales y 42 % nacionales).

En resumen, los participantes de la encuesta declaran actualmente un mayor despliegue de la estrategia de Inversión de impacto en el caso de las entidades internacionales respecto de las nacionales, tanto a nivel de volúmenes como al nivel de desarrollo e implementación.

El mercado de bonos en el mundo²³

Según la publicación de *Climate Bonds Initiative*²⁴ de agosto de 2023, el volumen acumulado de los bonos etiquetados como verdes, sociales y sostenibles, los bonos vinculados a sostenibilidad (SLB) y los bonos de transición a finales del primer semestre de 2023 es de 4,2 billones de dólares. A lo largo de este primer semestre, el volumen de emisiones alcanzó los 448 mil millones de dólares, cifra similar a la del primer semestre de 2022. Año en el que, como puede verse en el Gráfico 19 donde se detallan las emisiones de bonos, se dio un descenso por primera vez en el volumen de bonos con alguna etiqueta de sostenibilidad.

²³ Véase el punto 4. Las finanzas sostenibles en América Latina y el Caribe de este mismo estudio, para una explicación más extensa respecto a América Latina y el Caribe.

²⁴ Climate Bonds Initiative (2023a).

El decrecimiento en el año 2022 respecto al año 2021 fue del 24 %, con un total de 858,5 mil millones de dólares. La emisión verde sigue siendo la más importante, tanto a lo largo del año 2022, como durante el primer semestre de 2023.

De acuerdo con *Climate Bonds Initiative*,²⁵ en el año 2022 el volumen de bonos verdes alcanzó los 487,1 mil millones de dólares (16 % menos que en 2021), los bonos sociales presentaron un peso de 130,3 mil millones de dólares (un 41 % menos que en 2021), los bonos sostenibles 161,3 mil millones (21 % menos que en 2021), los SLB 71,4 mil millones (32 % menos que en 2021) y los bonos de transición 3,5 mil millones; siendo los únicos que aumentaron en volumen, si bien cabe destacar que partían de un nivel muy bajo en comparación al resto de bonos.

Gráfico 19. Evolución de la emisión de bonos en el mundo



Fuente: *Climate Bonds Initiative, 2023b.*

Se puede observar una contracción del mercado de bonos con algún tipo de etiquetado sostenible en 2022 en comparación a 2021. En el estudio del año pasado ya se valoró la posibilidad de este tipo de suceso, a la luz de los datos del primer semestre de 2022. En el caso del año 2023, es esperable que se mantengan niveles similares a los del año 2022.

²⁵ Climate Bonds Initiative (2023b).

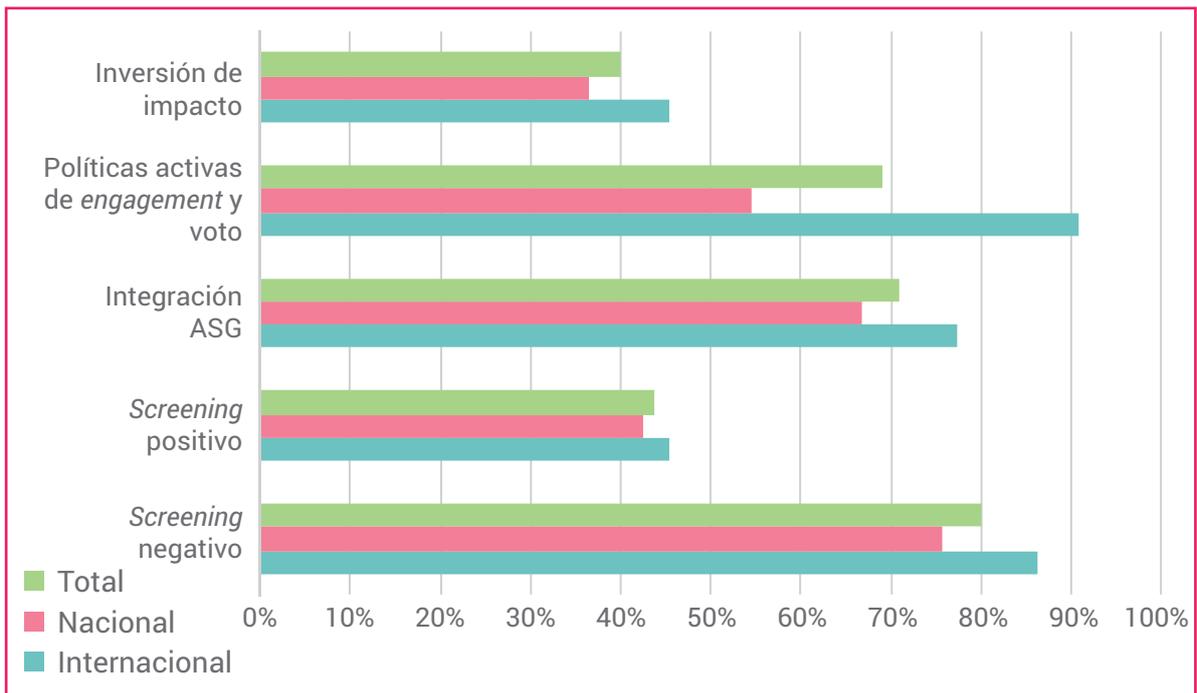
Política formal para la aplicación de estrategias

Para terminar el apartado relacionado con las estrategias ISR, se pregunta a las entidades si cuentan con una política formal desarrollada para las mismas. El hecho de disponer o no de una política formal es un factor significativo, puesto que permite valorar el grado de desarrollo de las estrategias por parte de la entidad y, en ocasiones, sirve como evidencia de las mismas.

En este sentido, de acuerdo con el Gráfico 20, la estrategia con una mayor formalización es el *Screening* negativo, con el 80 % de entidades que declaran aplicar este proceso. Las siguientes estrategias en disponibilidad de una política formal coinciden con ser las que más activos acumulan: Integración ASG (71 %) y Políticas activas de *engagement* y voto (69 %). Por detrás se encuentran el *Screening* positivo y la Inversión de impacto, con un 44 y el 40 %, respectivamente.

De acuerdo con las respuestas a la encuesta, las internacionales presentan un mayor porcentaje de políticas formales para todas las estrategias. En algunos casos, esta diferencia es especialmente relevante, como en la estrategia de Políticas activas de *engagement* y voto (el 91 % de entidades internacionales declara tener una política formal frente al 55 % de entidades nacionales); o el *Screening* negativo, la Integración ASG y la Inversión de impacto, con diferencias en torno a los 10 puntos porcentuales.

Gráfico 20. Política formal de las entidades según estrategias aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

3.2. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS ASG

Respecto al análisis de los activos ASG de las entidades que participan en la encuesta, el cuestionario se ha adaptado a la normativa en vigor, sobre todo en lo referente a la inclusión de las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista de acuerdo con la normativa MiFID II. Asimismo, se ha continuado

preguntando por cuestiones relativas al tipo de activos de inversión, al uso de etiquetas ISR y al tipo de inversor institucional. En este subapartado se describen los principales resultados de esa parte del cuestionario.

En primer lugar, respecto a los activos ASG por **tipo de inversión**, la renta fija es el formato mayoritario, alcanzando casi el 40 % del peso total, mientras que la renta variable y la renta mixta obtienen pesos de en torno al 25 % sobre los activos ASG comercializados en España. Los fondos de inversión libre o alternativos alcanzan el 7 % y la inversión indexada o los fondos indexados cotizados (conocidos como ETF, *Exchange Traded Funds*) el 4 %.

En el caso de los activos de renta fija/mixta, al preguntar a las entidades por sus inversiones en los diferentes tipos de bonos etiquetados como sostenibles, el 52 % afirma invertir en bonos verdes, siendo esta tipología la más frecuente. En segundo lugar se encuentran los bonos sostenibles, con el 42 %; y en tercer lugar los bonos sociales, con el 40 %. En menor grado aparecen los SLB (23 %) y los bonos de transición (10 %). En cuanto a las diferencias según el origen de las entidades, es destacable que en todos los tipos de bonos las entidades internacionales arrojan valores mayores, siendo especialmente significativa la diferencia en los bonos de transición, ya que ninguna entidad nacional declara invertir sus activos ASG en dichos activos.

Por otro lado, al preguntar a las entidades por el uso de **estándar o etiqueta ISR**, el 37 % responde positivamente: 67 % en el caso de las entidades internacionales y 12 % en el caso de las entidades nacionales. Las etiquetas más mencionadas son el *Label ISR* de Francia, *Towards Sustainability*, el *LuxFLAG ESG label*, el *Greenfin label* y, en menor medida, *Febelfin*. Asimismo, muchas de las entidades afirman tener una clasificación interna para sus productos, mientras que otras afirman utilizar el marco del reglamento de divulgación SFDR.

En cuanto al **tipo de inversor**, el Gráfico 21 muestra los principales tipos de inversores institucionales como inversores de los activos ASG de las entidades, en orden de frecuencia: los fondos de pensiones de empleo (38 %), las mutuas y las compañías de seguros (33 %), las organizaciones benéficas y religiosas (32 %) y las fundaciones (30 %). En menor grado constan las empresas privadas, con el 28 %; los fondos de pensiones públicos y fondos de reserva, con el 25 %, y los gobiernos y otras administraciones públicas, instituciones académicas y empresas públicas con menor peso.

Cabe destacar diferencias por el origen, ya que el Gráfico 21 arroja que la inversión institucional estaría más desplegada en el caso de las entidades internacionales. Ello es más evidente para la inversión de mutuas y compañías de seguros (44 % en frente al 24 % de las nacionales), fondos de pensiones públicos (33 % frente al 18 %) y empresas privadas (33 % frente al 24 %).

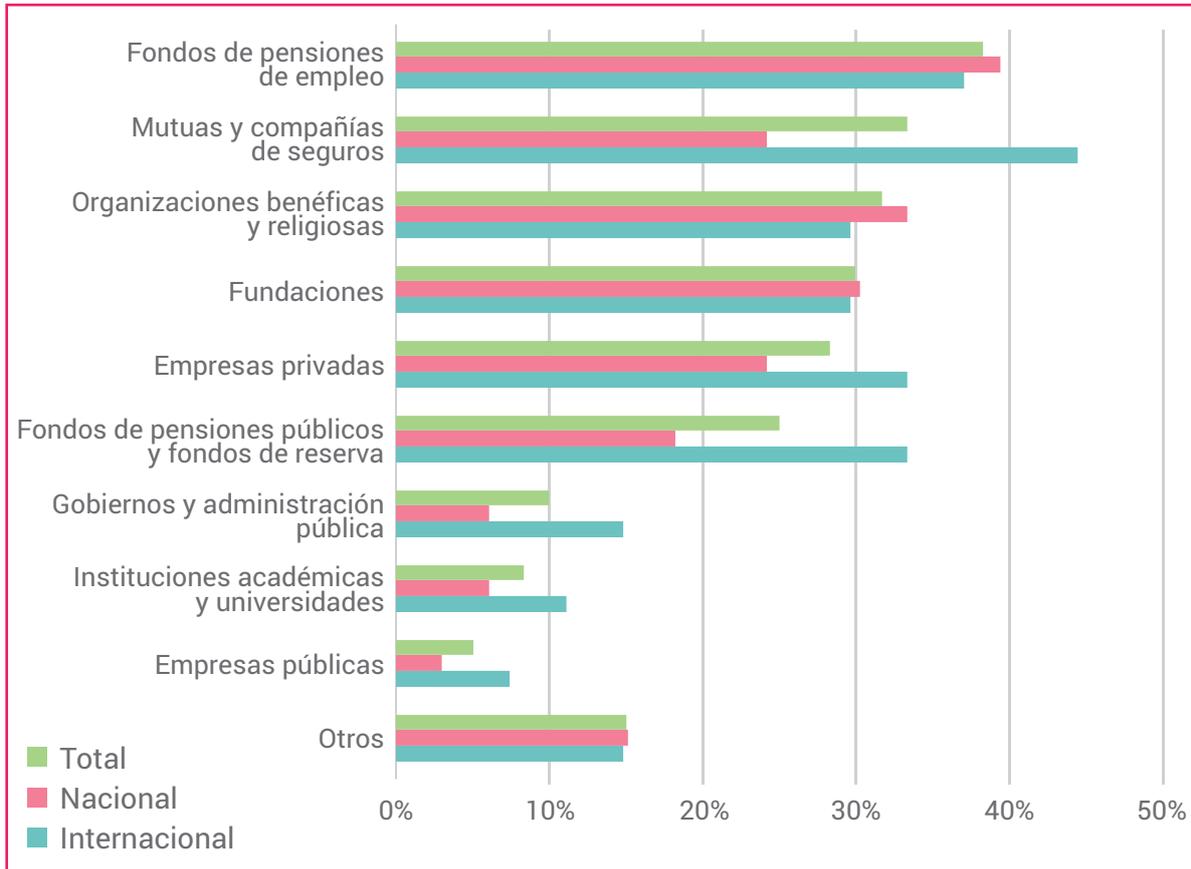
En lo que respecta al inversor minorista, el 61 % de las entidades nacionales señala realizar algún tipo de test para conocer dichas preferencias de sostenibilidad del inversor minorista²⁶. El 58 % afirma que el test está integrado dentro de los test de idoneidad y conveniencia de perfiles de riesgo y ninguna entidad señala que se pregunten por separado.

Asimismo, el 32 % de las entidades encuestadas considera que, en líneas generales, el inversor minorista tiene una comprensión suficiente para contestar al test de idoneidad de manera adecuada.

²⁶ No se han recogido los datos de entidades internacionales por no ser suficientes para considerar la muestra significativa. Por tanto, todas las respuestas relativas a las preferencias de sostenibilidad del inversor minorista hacen referencia solamente a las respuestas recibidas por parte de las entidades nacionales a fecha de cierre del año 2022.

Por otro lado, el 29 % de las entidades considera haber satisfecho las preferencias de sostenibilidad de los inversores minoristas totalmente, mientras que el 32 % afirma haberlo hecho de manera parcial.

Gráfico 21. Tipos de inversores institucionales que invierten en los activos ASG de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

3.3. ANÁLISIS ASG DE LAS ENTIDADES

Este subapartado está dirigido a conocer cómo integran la sostenibilidad las entidades participantes en la encuesta en su organización interna. En concreto, se plantean aspectos relativos a la inclusión de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión y otros aspectos relacionados con la sostenibilidad corporativa. Los contenidos se enfocan en la selección de ODS prioritarios, la disponibilidad y estructura de equipos de analistas ASG, principales fuentes de información, publicaciones de informes de sostenibilidad y adhesiones a iniciativas o estándares de sostenibilidad.

Los ODS más relevantes en los procesos de selección de activos son el ODS 13 (Acción por el Clima), seguido de los ODS 3 (Salud y bienestar), ODS 8 (Trabajo decente y crecimiento económico) y ODS 7 (Energía asequible y no contaminante). En este sentido, no existen grandes variaciones respecto a los datos del año anterior.

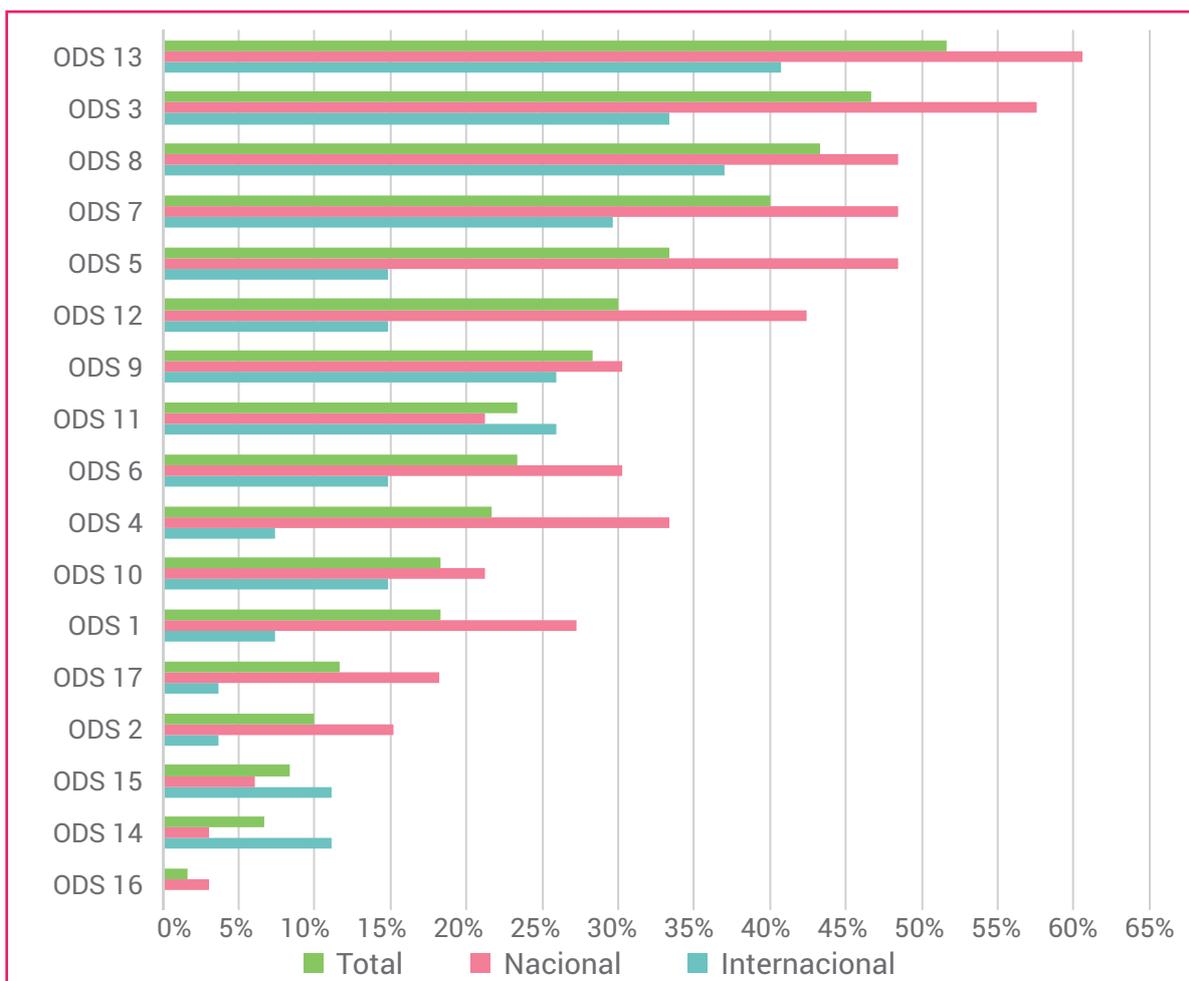
Por su parte, los ODS 5 (Igualdad de género) y ODS 12 (Producción y consumos responsables) son muy relevantes para las entidades nacionales. Las internacionales, en cambio, señalan como prioritarios los ODS 13 y 8.

En un grado intermedio de importancia destacan los ODS 9 (Industria, innovación e infraestructura) y ODS 11 (Ciudades y comunidades sostenibles), creciendo y consolidándose como ODS relevantes para las entidades, tanto nacionales como internacionales.

Destacan los ODS vinculados con el medioambiente, junto con el ODS 8, que presenta un fuerte carácter económico y transversal respecto a los demás ODS. Por otro lado, cabe la posibilidad de que el ODS 3 haya aumentado en importancia debido al COVID-19.

Finalmente, se encuentran diferencias significativas en algunos ODS a la hora de separar a las entidades por su origen. A parte de los ya mencionados ODS 5 y 12, de manera general, casi todos los ODS arrojan mayores valores para las entidades nacionales, salvo los ODS 11, 14 y 15.

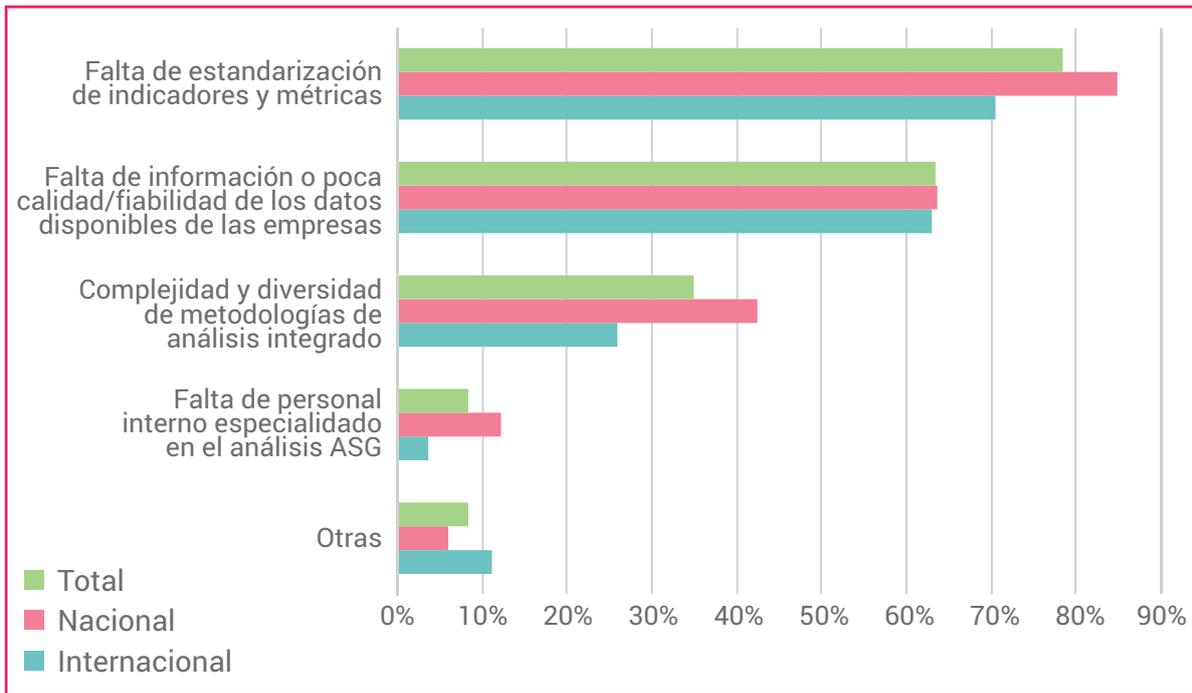
Gráfico 22. *Objetivos de Desarrollo Sostenible abordados en el proceso de selección de activos por parte de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)*



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Los contenidos de este subapartado contienen aquellas dificultades que identifican las entidades a la hora de incorporar aspectos ASG en el análisis de sus carteras. En este sentido, el 78 % señala la falta de estandarización de indicadores y métricas como el principal reto. En segundo lugar, con un 63 % de respuestas, se apunta a la falta de información o la calidad o fiabilidad de los datos disponibles por parte de las empresas.

Gráfico 23. Dificultades encontradas a la hora de incorporar aspectos ASG en el análisis de sus carteras, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

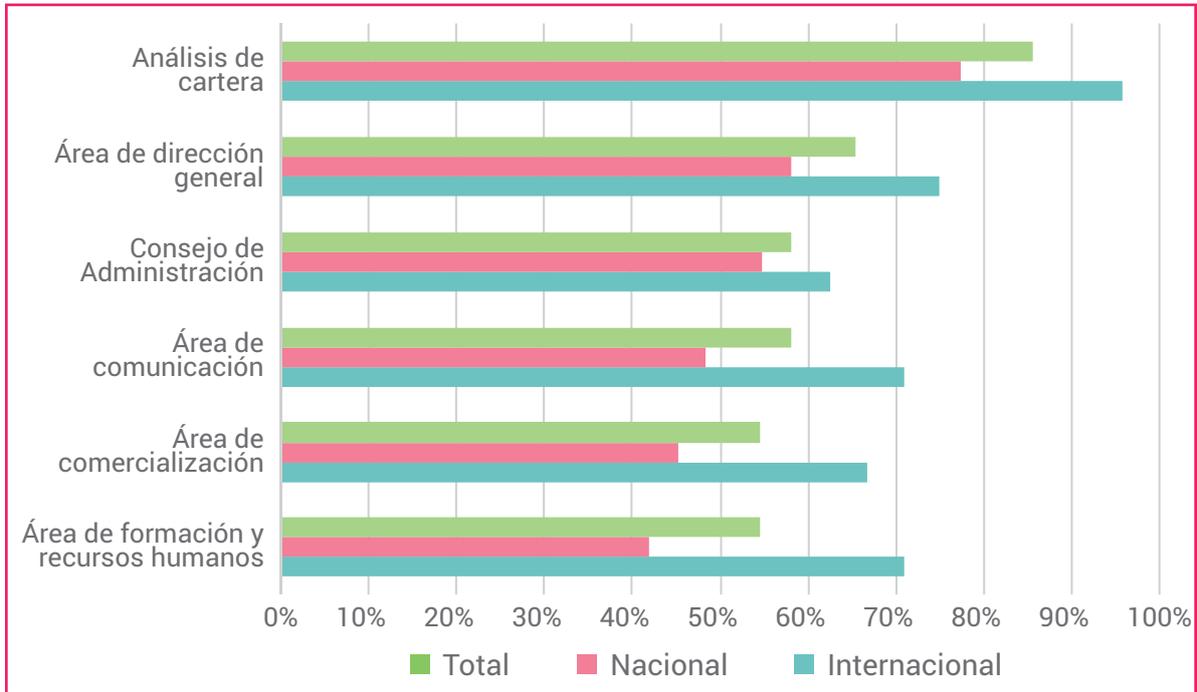
Es especialmente relevante que la disponibilidad de personal especializado no se considera como un impedimento por las entidades.

Continuando con los equipos de análisis ASG, el 65 % de las entidades señala contar con uno. Este dato es comparativamente más alto en las entidades internacionales, con el 83 %, respecto a las entidades nacionales, con el 52 %. En este sentido, la mayoría de entidades señala que dicho equipo está integrado en el resto de equipos de análisis. Como se puede observar en el Gráfico 24, no existe una gran diferencia entre las distintas áreas de las entidades y el grado de integración del equipo de análisis ASG con las mismas. Sin embargo, las entidades internacionales parece que evidencian una mayor integración transversal del área ASG/sostenibilidad.

Por otro lado, el Gráfico 25 refleja que las entidades señalan como principales fuentes de información ASG el uso de proveedores de datos ASG y las agencias de *ratings* ASG. En este sentido, el 60 % señala utilizar más de un proveedor de datos ASG y el 40 % señala utilizar más de una agencia de *ratings* ASG.

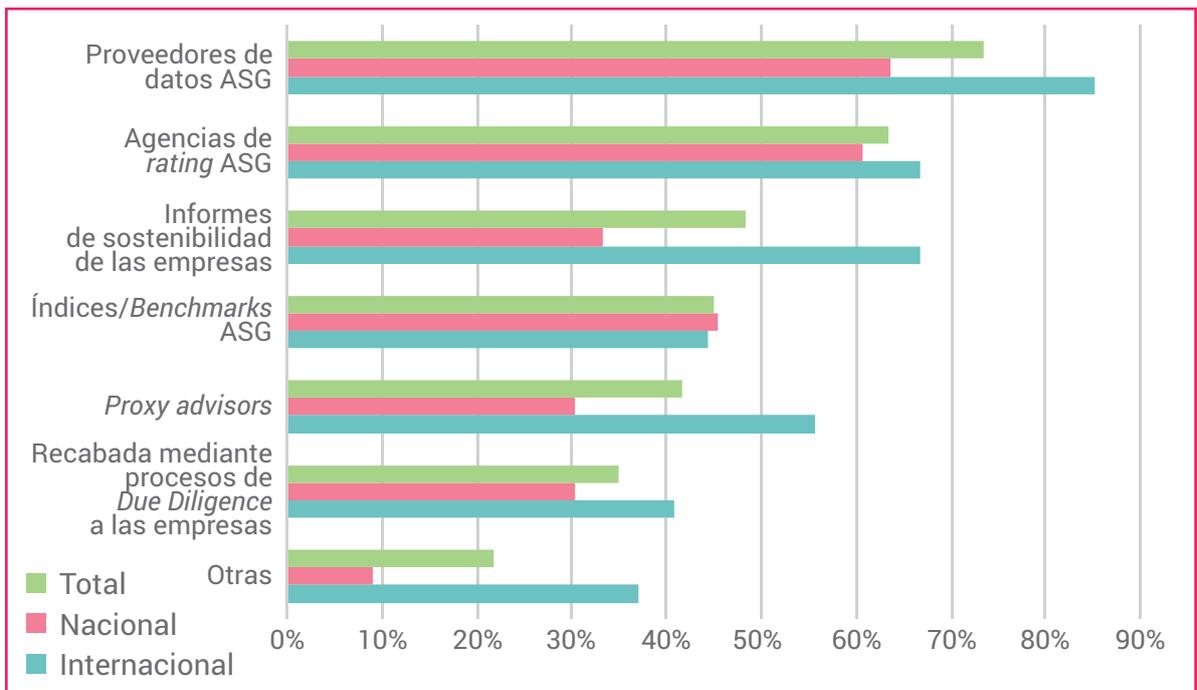
El 67 % de las entidades internacionales señala usar informes de sostenibilidad de las empresas frente al 33 % de las entidades nacionales y el 56 % señala usar proxy advisors, mientras que en las entidades nacionales se sitúa en el 30 %.

Gráfico 24. Niveles en los que se integra el Área ASG/Sostenibilidad de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Gráfico 25. Fuentes de información ASG utilizadas por las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

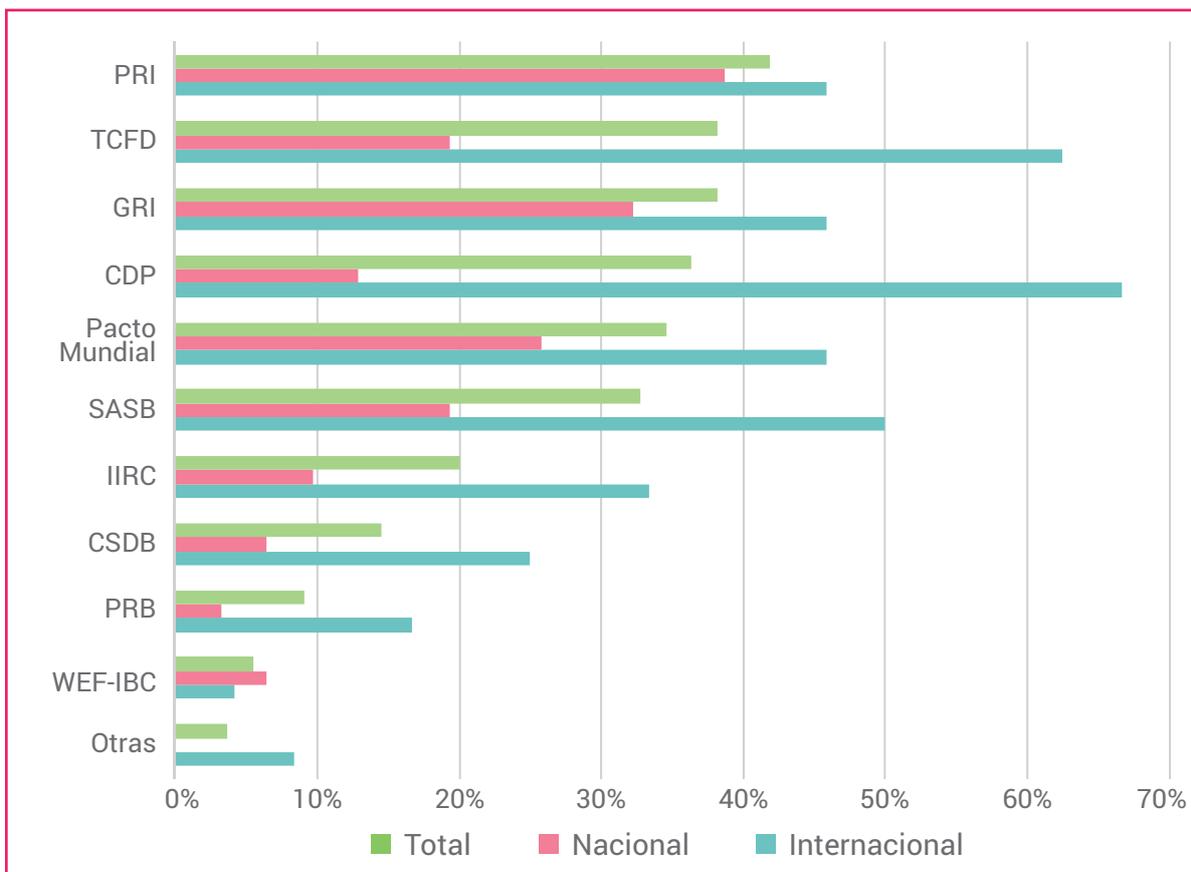


Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

En el caso de otras fuentes de información, las entidades internacionales detallan normalmente metodologías internas que les permitan obtener información de sostenibilidad de los proyectos y empresas invertidos. Dichas metodologías suelen combinar varios aspectos de los listados anteriormente, además de incluir procesos de diálogos abiertos con las compañías, emisores y terceras gestoras.

Finalmente, el Gráfico 25 parece indicar que hay un menor desarrollo de metodologías internas para recoger información de sostenibilidad y su tratamiento en el caso de las entidades nacionales frente a las internacionales.

Gráfico 26. Estándares más usuales en los que reciben información de sostenibilidad por parte de las empresas en las que invierten, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

En cuanto a los informes de sostenibilidad proporcionados por las empresas en las que invierten las entidades, se observa en el Gráfico 26 que las entidades internacionales son las que mayormente utilizan esta información, independientemente del estándar empleado. Al igual que en el Gráfico 25, denota que las internacionales desarrollan en mayor medida procesos de due diligence a las empresas y recaban en un mayor porcentaje de datos de proveedores ASG.

Es destacable que los Principios para la Inversión Responsable (PRI, *Principles for Responsible Investment*) son los más utilizados tanto por las entidades nacionales como por el conjunto de entidades (42 %). En el caso de las entidades internacionales, los estándares del *Carbon Disclosure Project* (CDP), la *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD) y el *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) son los más consolidados. En cuanto a los estándares del GRI, se mencionan en el 38 % de los casos,

ocupando el tercer lugar en el total de las entidades y el segundo lugar en las entidades nacionales. Finalmente, los estándares del Pacto Mundial de las Naciones Unidas son los terceros más utilizados por las entidades nacionales.

Responsabilidad Social Corporativa y Calificaciones de Crédito Bancario

El artículo de Baselga-Pascual, L., Dimic, N., Vähämaa, E. (2023) examina la asociación entre las calificaciones crediticias de los bancos y la responsabilidad social corporativa (RSC). La muestra incluye bancos grandes de cotización pública en Estados Unidos durante los años fiscales 2000-2016. Sus hallazgos indican que las políticas de RSC tienen un efecto positivo en las calificaciones crediticias de los bancos. También prueban cada dimensión de las calificaciones ASG de la base de datos MSCI KLD y encuentran que los componentes de RSC que miden la diversidad y las relaciones con los empleados son especialmente relevantes en el contexto de las calificaciones crediticias.

Por otro lado, en relación con los estándares a los que se han adherido las distintas entidades que participan en la encuesta, destacan, por encima de los demás: PRI, en el 65 % de los casos y TCFD, con el 40 %. En ambos casos las entidades internacionales tienen un mayor grado de adhesión a dichos principios, con el 81 y el 67 %, respectivamente.

Respecto a iniciativas o alianzas *Net-Zero*, destaca la adhesión a la *Net-Zero Asset Managers* (NAZM) y, en menor medida, la *Net-Zero Asset Owner Alliance* (NZAOA)²⁷. También en este sentido con diferencias en el grado de adhesión según el origen: 26 % de entidades nacionales declaran haberse adherido a alguna iniciativa *Net-Zero* frente al 79 % de entidades internacionales. El 35 % de entidades afirma publicar los objetivos intermedios; un 63 % en el caso de las entidades internacionales y un 13 % en el caso de las nacionales.

Finalmente, el 72 % afirma elaborar y publicar algún informe de sostenibilidad a nivel de entidad. Las entidades internacionales arrojan valores superiores, con el 89 % de respuestas afirmativas frente el 58 % de las entidades nacionales. Destaca que el 70 % de entidades internacionales declara publicar su política de identificación de riesgos ASG a nivel de entidad, frente al 45 % de entidades nacionales.

Verificación de informes de sostenibilidad

Goicoechea Zulaica, E., Gómez-Bezares Pascual, F., & Alcañiz González, L. (2023) analizan tanto la NFRD como la CSRD, así como otras iniciativas internacionales en materia de información sobre sostenibilidad y la situación presente y futura de la verificación de dicha información. Además, proponen un informe de auditoría novedoso para la información no financiera basado en una encuesta a auditores y usuarios en España. Su propuesta pretende mejorar la comunicación entre auditores y usuarios y favorecer la confianza de los grupos de interés en la información sobre sostenibilidad reportada.

²⁷ Los datos de adhesiones a la NZAOA son menores que a la NAZM dada la muestra de la encuesta, donde la mayoría de las entidades son gestoras de activos.

3.4. VALORACIONES CUALITATIVAS: PERCEPCIÓN DEL MERCADO

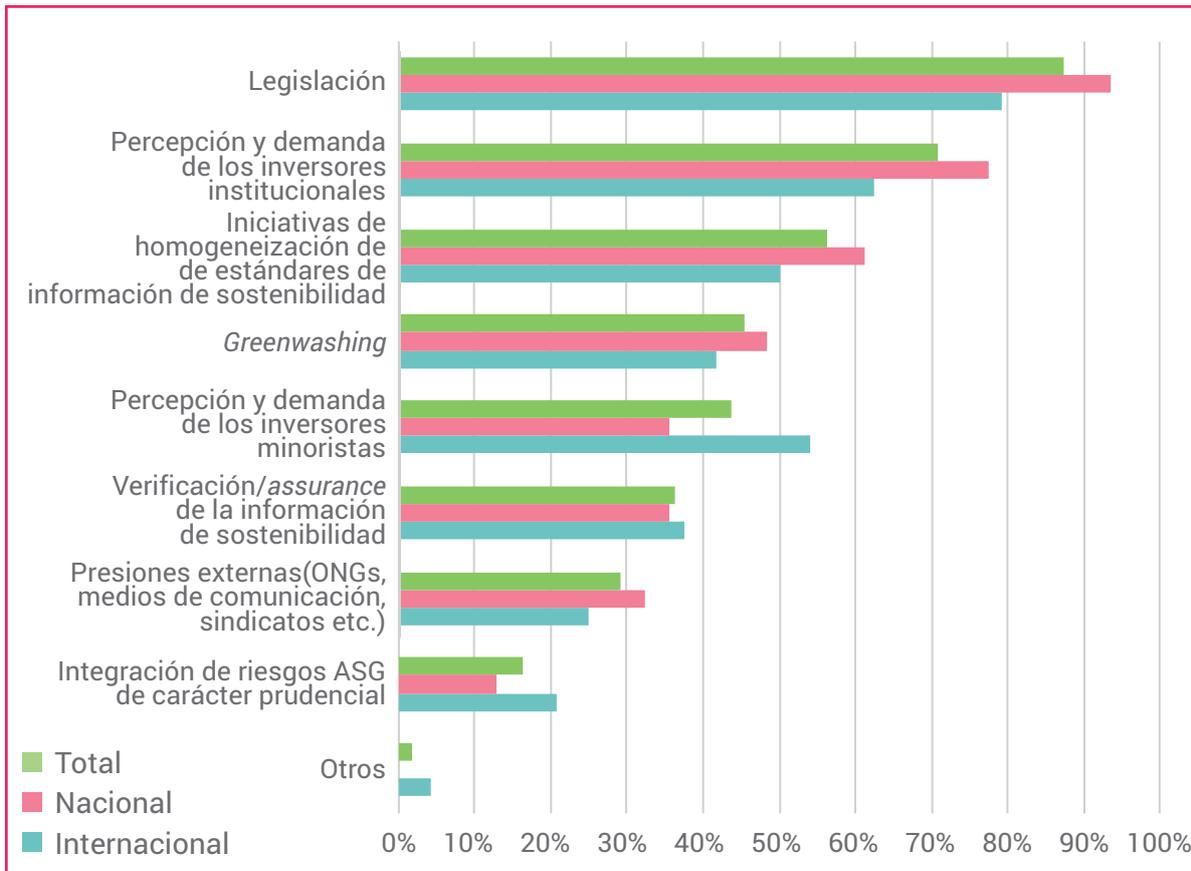
Como broche al análisis estadístico del estudio, se plantean contenidos relativos a la percepción y valoraciones cualitativas sobre el mercado ISR en España y su evolución futura.

Entre los factores clave sobre la demanda ISR en los próximos tres años, descritos en el Gráfico 27, la regulación aglutina el 87 % de las respuestas de las entidades participantes en el estudio y se sitúa como el principal motor de avance del ecosistema de finanzas sostenibles.

En segundo lugar, constan la percepción y demanda de los inversores institucionales. El tercer factor en importancia presenta diferencias respecto al origen de las entidades: las entidades nacionales señalan a las iniciativas de homogeneización de estándares de información de sostenibilidad, y las entidades internacionales a la demanda y percepción de los inversores minoristas. Es en este caso donde las diferencias entre las entidades son mayores, destacando un aumento de expectativas de demanda de inversores minoristas tras la aplicación de MiFID II para las entidades internacionales.

Como cuarta preocupación aparece el *greenwashing*, con el 45 % de respuestas. Este dato es coherente con el que se puede observar más adelante en el Gráfico 28 relativo a la normativa relacionada con el ecoblanqueo.

Gráfico 27. Percepción de los factores clave que afectarán al desarrollo de la demanda ISR en los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



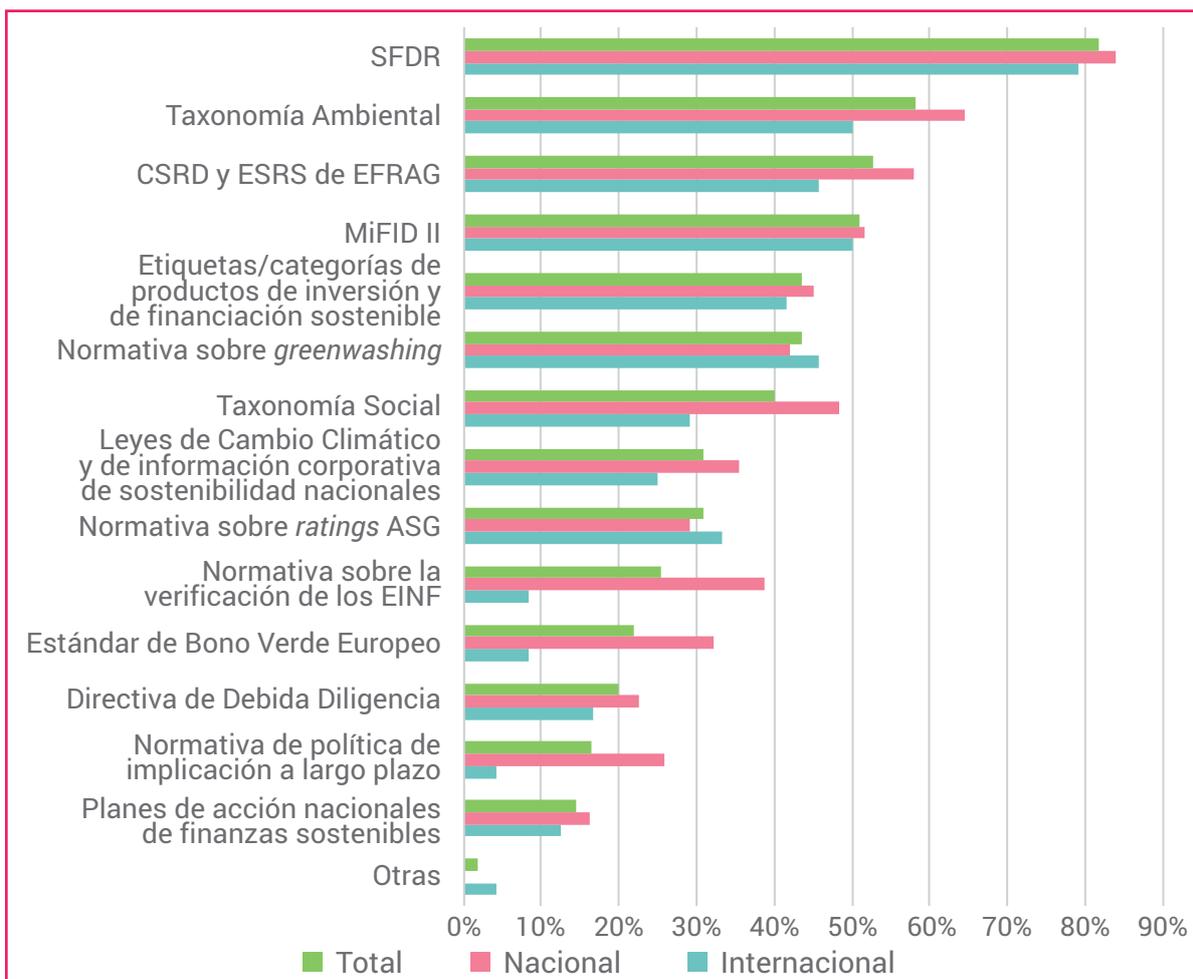
Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Dentro del desarrollo normativo, coexisten normativas más relevantes que otras, como muestra el Gráfico 28. El reglamento SFDR se sitúa de manera destacada sobre las demás normativas relacionadas con las finanzas sostenibles como la que mayor impacto tendrá en los próximos tres años para las entidades participantes en este estudio. Las siguientes piezas regulatorias, en orden de importancia, son la Taxonomía Ambiental, la CSRD y los estándares desarrollados por el EFRAG, y la normativa MiFID II.

En un tercer bloque de importancia, entre el 40 y el 50 % de respuestas afirmativas, se sitúan los desarrollos normativos ligados al etiquetado o categorización de productos de inversión y de financiación sostenible, la normativa sobre *greenwashing* y la Taxonomía Social. En el caso de la Taxonomía Social, ésta es significativamente más importante para las entidades nacionales (48 %) que para las entidades internacionales (29 %). Parece que las entidades nacionales tienen mayores expectativas que las internacionales respecto a un potencial desarrollo futuro de una taxonomía social.

Aquellos desarrollos normativos que aún están en desarrollo o que por el momento son propuestas por parte de la Comisión, como la propuesta sobre los *ratings* ASG, el Estándar Europeo de Bonos Verdes o la propuesta sobre Debida Diligencia, muestran una menor importancia relativa para los representantes de las entidades participantes en el estudio.

Gráfico 28. Percepción de las regulaciones sobre finanzas sostenibles que tendrán un mayor impacto en los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

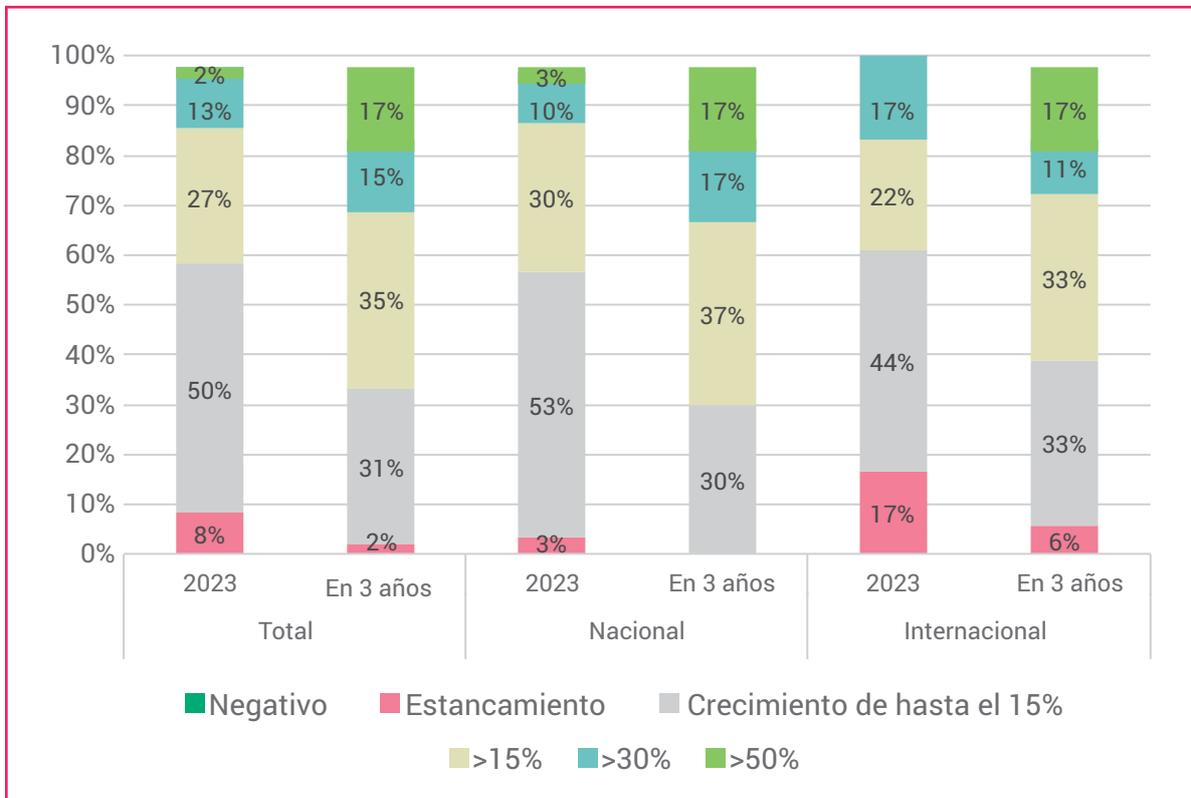
Taxonomía de la Unión Europea

En el Número 932 de la Revista ICE, Viñes Fiestas, H. (2023) analiza la Taxonomía de la UE, piedra angular de la Estrategia Europea de Finanzas Sostenibles. La Taxonomía es una herramienta de transparencia sólida y con base científica para determinar las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental. Desempeña un papel crucial a la hora de permitir decisiones de inversión informadas e impulsar inversiones adicionales hacia una economía climáticamente neutra y sostenible. Pero la Taxonomía es, ante todo, una herramienta para que las empresas accedan al capital que necesitan para financiar su transición hacia la neutralidad climática y la ecologización de sus actividades.

Finalmente, la percepción del futuro de la ISR en España, con vistas a corto y medio/largo plazo (el año 2023 y los próximos tres años, respectivamente) es, al igual que en pasadas ocasiones, optimista, independientemente de su origen. Cabe destacar que a corto plazo el porcentaje de entidades que valora un posible estancamiento es mayor que en el medio/largo plazo.

El 3 % de entidades nacionales valora que la ISR se puede estancar en 2023, frente al 0 % para los próximos tres años. Asimismo, el 43 % de las entidades nacionales cree que la ISR puede aumentar más de un 15 % en España en 2023, pero este porcentaje aumenta hasta el 70 % para los próximos tres años.

Gráfico 29. Percepción del crecimiento esperado de la ISR en España en 2023 y para los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)



Fuente: Spainsif a partir de los datos recibidos en las encuestas.

Estos datos coinciden en tendencia con las entidades internacionales: el 17 % plantea que la ISR puede estancarse en 2023, frente al 6 % para los próximos tres años. Además, el 41 % de las entidades internacionales considera que la ISR puede aumentar más de un 15 % en España en 2023, porcentaje que aumenta hasta el 61 % para los próximos tres años.

Con estas percepciones a futuro del mercado de la ISR en España cierra el análisis estadístico del estudio en base a las respuestas de las entidades participantes. El siguiente apartado está dedicado al avance de las finanzas sostenibles en América Latina y el Caribe.

4. LAS FINANZAS SOSTENIBLES EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Este apartado del estudio realiza una panorámica de la evolución reciente de las finanzas sostenibles en América Latina y el Caribe, enfocándose concretamente en el mercado de deuda sostenible de la región y en los diferentes desarrollos taxonómicos existentes.

Figura 4. Panorama del mercado de deuda sostenible en América Latina y el Caribe



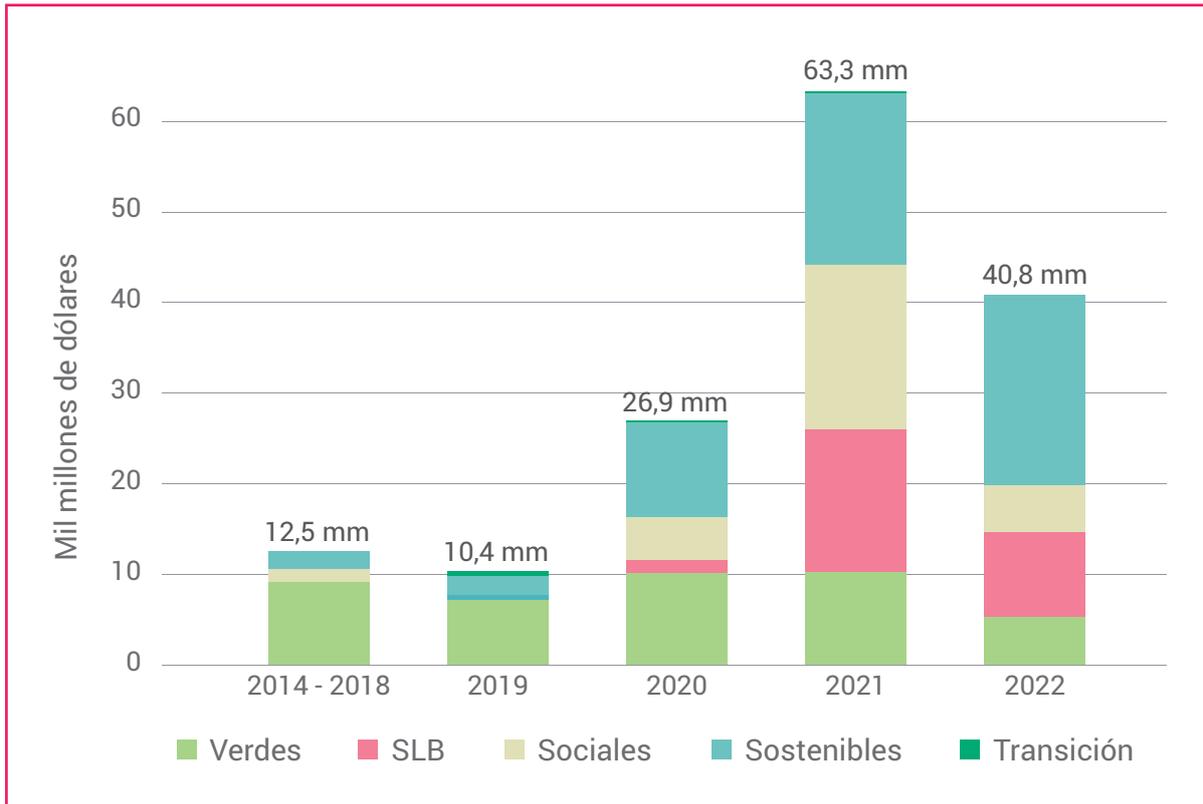
Fuente: Climate Bonds Initiative, 2023c.

En la Figura 4 se muestra un mapa de la región realizado por Climate Bonds Initiative (2023c) con el acumulado de todas las emisiones realizadas de bonos con alguna etiqueta de sostenibilidad (bonos verdes, bonos sociales, bonos sostenibles, bonos vinculados a sostenibilidad (SLB) y bonos de transición) para cada país. Destacan Chile, México y Brasil como los principales emisores de deuda sostenible. El caso

de México es remarcable en el año 2022, ya que le corresponde el 34 % del volumen total de deuda sostenible de la región.

En lo que respecta a su evolución en los últimos años, en el Gráfico 30 se observa el pico alcanzado en 2021 y su posterior disminución en el año 2022, al igual que ocurría en el mercado global comentado anteriormente en este estudio.

Gráfico 30. Evolución de la emisión de bonos en América Latina y el Caribe



Fuente: Climate Bonds Initiative, 2023c.

A diferencia del total del mercado, en el caso de la región latinoamericana son los bonos sostenibles, con un volumen acumulado de 54,4 mil millones de dólares, los que presentan un mayor peso, lo que supone el 35 % del mercado, mientras que los bonos verdes alcanzan los 42,4 mil millones de dólares acumulados a finales de 2022.

En el caso de los bonos sostenibles, la emisión se da principalmente entre entidades supranacionales (con el 33 % del total), como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Respecto a las emisiones verdes, los principales países en peso son Brasil y Chile, con 15,2 y 12,7 mil millones de dólares acumulados, respectivamente. Respecto al uso de los fondos de estos bonos, más de la mitad se corresponden con energías renovables, mientras que el 23 % se dedica al transporte de bajas emisiones y a la movilidad sostenible.

Por otro lado, las emisiones sociales alcanzan los 29,9 mil millones de dólares, con un gran crecimiento a partir de 2020 y, sobre todo, en 2021; atribuible a los bonos sociales emitidos para financiar necesidades sociales en respuesta a la pandemia del COVID-19, sobre todo por parte de Chile como principal emisor.

Los SLB, por su lado, han mostrado un crecimiento rápido en 2021 (con la emisión de casi 16 mil millones de bonos de este tipo) pero que, al igual que ocurre de manera generalizada en el mercado, disminuye en 2022.

Durante 2022 y primera mitad de 2023, el mercado de las finanzas sostenibles y de la inversión sostenible y responsable ha continuado cobrando una importancia creciente en América Latina y el Caribe. Prueba de ello es la proliferación de taxonomías verdes en la región, con el objetivo de ofrecer definiciones claras basadas en la ciencia, ayudando a evitar el *greenwashing* y facilitando la identificación de activos, actividades o proyectos que sean compatibles con un desarrollo económico bajo en carbono. Asimismo, en el desarrollo de taxonomías en América Latina y el Caribe es importante tener en cuenta la interoperabilidad con el resto de taxonomías nacionales e internacionales de otras áreas geográficas.

Un número significativo de naciones y regiones han comenzado a desarrollar sus propias taxonomías en paralelo a la Taxonomía Verde europea, adaptando dicho proceso a sus contextos específicos, con el objetivo de promover la inversión sostenible a nivel local. Como se puede apreciar en la Figura 5 y a partir del análisis realizado por UNEP FI (2023), actualmente existen más de 35 proyectos en todo el mundo.

Figura 5. Taxonomías existentes o en desarrollo a nivel mundial



Fuente: UNEP FI, 2023.

Las taxonomías son herramientas que aportan claridad y transparencia a los participantes del mercado financiero y a otros grupos de interés en lo que respecta a señalar las inversiones que se requieren para cumplir con los objetivos del Acuerdo de París y distintos retos ambientales. Estas clasificaciones contribuyen a facilitar la alineación de las inversiones con los compromisos globales y/o nacionales en materia de reducción de emisiones o protección de la biodiversidad, entre otros, permitiendo, al mismo tiempo, que los inversores tomen decisiones informadas, alejadas de prácticas de *greenwashing*.

En este sentido, la importancia de la estandarización y la interoperabilidad entre estas taxonomías radica en la necesidad de crear un sistema coherente y global que promueva la inversión sostenible. El hecho de que un número relevante de estas clasificaciones estén tomando la Taxonomía de la UE como referencia permite una mayor transparencia y facilita la integración de datos de sostenibilidad en los mercados financieros globales.

Concretamente para el caso de América Latina y el Caribe, ésta es una de las regiones donde se están dando mayores avances, destacando los casos de Colombia, México y Brasil, con taxonomías ya desarrolladas; y los desarrollos en proceso de Chile, Perú y República Dominicana.

El caso de Colombia es el más avanzado, con su Taxonomía Verde publicada en marzo de 2022, liderada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera de Colombia que contó entre otros con el apoyo técnico de Climate Bonds Initiative (financiado por UK PACT). Las estructuras y los objetivos de la Taxonomía Verde de Colombia y de la Taxonomía de la UE son similares, aunque en el caso de la Taxonomía colombiana han desarrollado más algunos objetivos o sectores importantes para su economía local.

Ambas taxonomías cuentan como objetivo principal abordar la mitigación del cambio climático. Colombia se enfoca en siete sectores económicos con 47 actividades económicas, mientras que la UE recoge una mayor variedad de sectores y actividades económicas.

Además, la Taxonomía Verde de Colombia aborda cinco objetivos medioambientales complementarios, y un último objetivo de gestión del suelo, donde incluye sectores como la ganadería, la agricultura y el sector forestal, los cuales son cruciales, ya que contribuyen en un 59 % a las emisiones de GEI del país (Climate Bonds Initiative & Ambire Global, 2023).

Colombia aún no ha desarrollado completamente el objetivo de adaptación al cambio climático si bien lo aborda de dos formas: como un objetivo general en la mayoría de las actividades con contribución a la mitigación y como un objetivo independiente en los sectores de ganadería, agricultura y forestal.

Tanto la Taxonomía de Colombia como la Taxonomía de la UE requieren que las actividades seleccionadas para la mitigación o adaptación cumplan con la evaluación de no causar daño a otros objetivos ambientales, incluyendo la adaptación, y aseguren salvaguardias sociales mínimas.

Respecto a la Taxonomía de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público publicó la primera edición del reporte de Taxonomía Sostenible en marzo de 2023 (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2023). Para su desarrollo se contó con el financiamiento del Programa UK PACT del Reino Unido.

Esta Taxonomía mantiene los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático, gestión de recursos hídricos y marinos, conservación de ecosistemas y biodiversidad, economía circular y prevención y control de la contaminación, lo que garantiza la comparabilidad e interoperabilidad con las taxonomías de Colombia y de la UE. Asimismo, es novedosa al añadir objetivos de igualdad de género y acceso a servicios básicos relacionados con las ciudades sostenibles, salud, educación e inclusión financiera.

Respecto a las actividades relacionadas con los objetivos de adaptación y mitigación del cambio climático, se incluyen 124 actividades elegibles en seis sectores económicos, así como sus respectivas métricas, umbrales y criterios de no daño significativo.

En el caso de la igualdad de género, la Taxonomía mexicana establece tres pilares: trabajo digno, bienestar e inclusión social. Para cada uno de los pilares, se establecen ejes que sirven como guía para abordar

aspectos específicos de la igualdad de género que, en su conjunto, hacen posible el cumplimiento del objetivo general.

Finalmente, en el objetivo de acceso a servicios básicos relacionados con las ciudades sostenibles, la Taxonomía Sostenible de México recoge las siguientes temáticas: 1) Viviendas adecuadas, seguras, asequibles y resilientes; 2) Transporte público seguro, asequible, accesible y sostenible; 3) Gestión de residuos; 4) Uso del suelo y contaminación; y 5) Gestión integral del agua.

Otra taxonomía desarrollada en la región es la de Brasil. Esta taxonomía es, como muestra la Figura 5, una de las pocas a nivel mundial, y la única de América Latina y el Caribe, desarrollada desde el sector privado. La Federación Brasileña de Bancos (FEBRABAN) creó en 2021 una taxonomía, siguiendo la de la UE, en colaboración con diversas partes involucradas. Esta taxonomía se considera oficial, si bien se diseña con el propósito de brindar a las instituciones financieras una herramienta para evaluar los riesgos relacionados con el clima.

Otras taxonomías que no se han publicado a fecha de elaboración de este estudio son las de Chile y Perú.

En el caso de Chile, el Ministerio de Hacienda de Chile está actualmente involucrado en la creación de una Taxonomía específica para el país. En el año 2021 se presentó la “Hoja de ruta para una Taxonomía en Chile” desarrollado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Ministerio de Hacienda y La Mesa Público-Privada de Finanzas Verdes que contó también con el apoyo técnico de Reino Unido. En dicho trabajo se ofrecen recomendaciones para el desarrollo de la Taxonomía chilena, destacando: comenzar con una taxonomía de referencia y adaptarla según las necesidades locales; para actividades exclusivas de Chile, considerar alianzas con grupos internacionales o crear subgrupos específicos para desarrollar criterios de elegibilidad; alinear los objetivos generales locales con los de otras taxonomías internacionales para armonizar criterios como la mitigación del cambio climático, conservación del agua, control de la contaminación y protección de los ecosistemas; utilizar la legislación nacional y salvaguardas sociales existentes, como las directrices de la OCDE, para abordar aspectos sociales; priorizar los sectores de energía, transporte, construcción e industria; o enfocarse inicialmente en la aplicación de la taxonomía nacional a instrumentos de deuda verde.

En lo que respecta a Perú, en el año 2023 se dio inicio al proceso de creación de su taxonomía, de la mano del Ministerio de Medio Ambiente. Se anticipa que se le dará un enfoque particular al sector agrícola, debido a su relevancia económica en el país.

En resumen, tanto las taxonomías de Colombia, México y la UE como las que están por venir dentro de la región comparten objetivos ambientales relacionados con la mitigación y con la adaptación al cambio climático, así como otros objetivos de gestión del agua, protección de la biodiversidad o economía circular. Asimismo, presentan enfoques específicos y áreas de desarrollo adicionales según sus necesidades y contextos locales. El grado de interoperabilidad de las distintas taxonomías es fundamental, ya que todas juegan un papel clave en la promoción de las inversiones sostenibles y la alineación con los compromisos ambientales globales.

5. CONCLUSIONES

VOLÚMENES

En un contexto económico y financiero complejo como el de 2022, los activos gestionados con criterios ASG que se comercializan en España disminuyen en menor medida que activos totales (un 1 % frente a un 9 %). Esto puede atribuirse, en parte, al aumento relativo de activos ASG pertenecientes a entidades de origen nacional (16 %), y a la resistencia de este tipo de activos ante despliegue regulatorio de finanzas sostenibles de la Unión Europea.

Las variaciones anteriores repercuten positivamente en la cuota que suponen los activos gestionados con algún tipo de criterio ASG comercializados en España, ya que pasan de suponer el 51 % del total de activos en 2021 al 55 % en 2022, manteniéndose por encima de la mitad. En el caso de los activos ASG gestionados por entidades nacionales, pasa del 49 al 62 %, mientras que la cuota de activos ASG gestionados por entidades internacionales pasa del 53 al 42 %. Como se describe a lo largo del estudio, el efecto composición de la muestra explica gran parte de estas variaciones.

CALIDAD/ESTRATEGIAS

La Integración ASG da paso a la estrategia de Políticas activas de *engagement* y voto como la principal estrategia ISR para el año 2022, tanto para operadores nacionales como internacionales. El activismo accionarial mediante iniciativas de *engagement* y voto vuelve a crecer y supera los 200 mil millones de euros. Este crecimiento es parejo tanto en las entidades nacionales como en las internacionales.

Se observa, además, una disminución de los activos gestionados bajo las estrategias ISR de *Screening* negativo y de Inversión de impacto. En el caso de la primera, se atribuye a una migración de los activos hacia estrategias más avanzadas. En lo relativo a la Inversión de impacto, puede relacionarse con la creciente complejidad y los rápidos desarrollos en el marco teórico que rodea a dicha estrategia, así como con la influencia del cuerpo de la regulación europea sobre finanzas sostenibles y el sentido de prudencia que traslada en cuanto a divulgación de resultados ASG de la inversión sostenible.

Al observar el reparto por estrategias en función del origen de las organizaciones, se mantienen las diferencias identificadas en el estudio anterior, si bien la distancia entre entidades nacionales e internacionales se reduce progresivamente. En términos de valoración de las respuestas, aún se aprecia una mayor madurez en los procesos de inversión sostenible por parte de las entidades internacionales en aquellas estrategias ISR más sofisticadas como parte del marco de medición: integración de riesgos ASG, *engagement* y voto, e inversión de impacto; así como una mayor disponibilidad de políticas formales más desarrolladas en general.

TIPOLOGÍA DE ACTIVOS

La renta fija es la mayoritaria, seguida de la renta variable y la renta mixta. En lo que respecta a los activos de renta fija/mixta, destaca la inversión en bonos verdes, sostenibles y sociales. En menor medida aparecen los SLB y los bonos de transición.

INVERSORES INSTITUCIONALES

Los principales inversores institucionales son, para las entidades nacionales, los fondos de pensiones de empleo y las organizaciones benéficas y religiosas y las fundaciones, con valores entre el 30 y el 40 %. Para las entidades internacionales, lo son las mutuas y compañías de seguros, seguidos de los fondos de pensiones de empleo, las empresas privadas, los fondos de pensiones públicos y fondos de reserva.

INVERSORES MINORISTAS

Respecto al inversor minorista, en el 61 % de las respuestas aportadas por las entidades nacionales a fecha de cierre de 2022 se afirma realizar algún tipo de test para conocer las preferencias de sostenibilidad del inversor *retail* en base a la normativa MiFID II. Sin embargo, solo un tercio de las entidades considera que dicho inversor cuenta con una comprensión suficiente de las cuestiones ASG y el ecosistema de la inversión sostenible como para contestar al test de idoneidad de manera adecuada.

OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE

Los ODS más relevantes en el proceso de selección de activos de las entidades continúan siendo aquellos más cercanos a aspectos medioambientales, destacando los ODS 7 y 13; seguidos de los ODS 3, 5 y 8. Aquellos ODS más relacionados con aspectos de gobernanza, como los ODS 16 y 17, se encuentran entre los menos relevantes para las entidades que responden a la encuesta.

EQUIPOS Y RECURSOS ASG

Las principales dificultades que encuentran las entidades a la hora de incorporar aspectos ASG en el análisis de sus carteras se corresponden con la falta de estandarización de estándares y métricas y con la falta de información o la poca calidad o fiabilidad de los datos disponibles por parte de las empresas. Existen diferencias importantes según el origen de las entidades, siendo las entidades nacionales más proclives a señalar aspectos relacionados con el rendimiento financiero mientras que las entidades internacionales señalan la medición del impacto. La falta de personal interno especializado no supone un reto entre la muestra.

Los equipos de análisis ASG suelen estar integrados en el resto de áreas de las entidades de manera transversal, si bien el grado de integración de los equipos ASG es más desarrollado en las entidades internacionales. Las principales fuentes de información ASG utilizadas por las entidades son los proveedores de datos ASG, las agencias de *ratings* ASG y los informes de sostenibilidad de las empresas. El 60 % señala utilizar más de un proveedor de datos ASG y el 40 % señala utilizar más de una agencia de *ratings* ASG. Se evidencia también una mayor utilización interna por parte de las entidades internacionales de los informes de sostenibilidad, de procesos de due diligence y de la utilización de datos de proveedores ASG.

VALORACIONES CUALITATIVAS

La SFDR y el resto de normativa relacionada con las finanzas sostenibles son las principales palancas del ecosistema para la mayoría de las entidades que responden a la encuesta. Parece que las entidades nacionales tienen mayores expectativas que las internacionales respecto a un potencial desarrollo futuro de una Taxonomía Social.

Finalmente, respecto a la percepción de cómo evolucionará la inversión sostenible en España en el futuro, predomina una visión optimista, sobre todo a largo plazo, donde las expectativas de crecimiento se mantienen.

6. ACTORES RELEVANTES EN EL MERCADO DE LA ISR EN ESPAÑA

En Spainsif, Foro Español de Inversión Sostenible y Responsable, se integran actualmente un total de 112 miembros asociados que representan a entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos, con interés en fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en las políticas de inversión mediante el diálogo con los diferentes grupos sociales, contribuyendo al desarrollo sostenible, así como concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora, las Administraciones Públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

A continuación, se recogen los testimonios como agentes relevantes en las finanzas sostenibles del patrocinador del Estudio, de colaboradores internacionales como Eurosif y PRI, así como de los representantes de las entidades integrantes de la Junta Directiva de Spainsif elegida en la Asamblea General celebrada en junio de 2023. Finalmente, se detalla un listado de aquellas entidades colaboradoras de Spainsif.

FINANCIANDO LA TRANSFORMACIÓN EUROPEA



Las pequeñas y medianas empresas, o pymes, son la columna vertebral de la economía europea, aportan más de la mitad del PIB, emplean a dos de cada tres personas y son responsables del 60 % de las emisiones de gases de efecto invernadero del continente. En consecuencia, las pymes desempeñarán un papel fundamental en la transformación de Europa.

En lo que respecta a la financiación, las PYME dependen en gran medida del sector bancario, que proporciona alrededor del 70 % de sus necesidades de financiación empresarial. Pero desde la crisis financiera mundial de 2007-2008 y la subsiguiente crisis de la deuda soberana del euro, este canal de financiación se ha visto obstaculizado. Si bien los mercados de valores que cotizan en bolsa deberían intervenir y proporcionar financiación para proyectos dedicados a la transformación a largo plazo en Europa, hasta ahora esto no ha ocurrido. De hecho, solo el 10 % de la financiación externa de las pymes europeas procede de los mercados de capitales. Esto brinda una excelente oportunidad para que las inversiones privadas a través de la deuda privada se conviertan en una alternativa a los préstamos bancarios, lo que permite a las pymes acceder al capital necesario para su transformación.

La deuda privada puede respaldar el cambio tecnológico y mejorar la competitividad de las pymes de todos los tamaños y en todos los sectores y geografías. Esperamos que la transición energética, la digitalización, el rediseño de las cadenas de suministro para reducir las dependencias, el envejecimiento demográfico y el sector salud en general, ofrezcan importantes oportunidades de crecimiento para las pymes en términos de generación de empleo y valor económico.

Cuando se trata de la transición energética, mientras que las grandes empresas públicas parecen estar mejor posicionadas para liderar dicha transición hacia la sostenibilidad, cada vez más pymes ven la sostenibilidad como una oportunidad de negocio. Además, dado que muchas grandes empresas se comprometen al desarrollo de proyectos climáticos ambiciosos, estamos viendo como este compromiso por parte de estas empresas está teniendo sus efectos a lo largo de la cadena de suministros, donde incluso los proveedores, que a menudo son empresas pymes, están empezando a implementar acciones climáticas. Esto hace que la transición a la sostenibilidad sea esencial para su competitividad en lugar de opcional. Más de la mitad de todas las pymes ya han invertido o planean invertir para reducir las emisiones y abordar el impacto del cambio climático, mientras que más de dos tercios de las pymes ya están involucradas en actividades de eficiencia de recursos, principalmente minimizando los desechos o ahorrando energía.

Como uno de los mayores gestores de activos europeos, nuestro objetivo es desempeñar un papel fundamental en la transformación de Europa a través de una variedad de canales de financiación. Por ejemplo, vemos que la deuda privada puede convertirse en un pilar importante, ofreciendo la velocidad y la flexibilidad necesarias para impulsar el cambio tecnológico, acelerar el crecimiento y mejorar la competitividad de las pymes en todo el continente europeo. En DWS, creemos que los prestatarios que son particularmente adecuados para la deuda privada tienen fuertes características defensivas, como posiciones líderes en el mercado, alto crecimiento, junto con flujos de liquidez sólidos y estables, por lo que dichos prestatarios serán aquellas pymes particularmente enfocadas en la transición energética, la tecnología y la digitalización de Europa. así como en el cuidado de la salud y aquellos que ayudan a construir resiliencia en las cadenas de suministro de Europa.

Jens Witzke

DWS Head of Product Specialists Private Debt

Disclaimer²⁸

²⁸ CRC 096871 / Junio 2023
Para inversores profesionales (MiFID Directive 2014/65/EU Annex II)



¿CUÁLES SON LOS PRÓXIMOS PASOS DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES EN EUROPA?

Como recuerda el último informe del IPCC²⁹, e ilustran los nuevos máximos de temperatura de este verano, el cambio climático ya no puede discutirse y se está agravando. A pesar de algunos avances, el nivel de inversiones mundiales para invertir su trayectoria sigue siendo insuficiente. Aunque las inversiones internacionales en energías limpias han alcanzado ya los 1,7 billones de dólares al año, esta cifra sigue estando muy por debajo del objetivo de inversión de 4,5 billones de dólares al año fijado por la Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) para el escenario de cero emisiones netas³⁰.

En este contexto, los Foros de Inversión Sostenible (SIFs) desempeñan un papel crucial para promover las inversiones sostenibles y colaborar estrechamente con la industria financiera para financiar y apoyar la transición hacia la neutralidad climática en 2050. A nivel europeo, Eurosif, en estrecha colaboración con sus miembros, incluido Spain-sif, aboga activamente por políticas claras, impactantes y coherentes para alcanzar este objetivo.

La agenda de Finanzas Sostenibles de la UE ha dado lugar a numerosas iniciativas normativas destinadas a definir las inversiones sostenibles y aumentar la transparencia en materia de sostenibilidad en los mercados de capitales. Entre los reglamentos emblemáticos figuran el Reglamento de Taxonomía de la UE y el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR), que establecen conjuntamente un nuevo marco de divulgación de información relacionada con la sostenibilidad para los productos financieros, sus fabricantes y los asesores financieros.

La Directiva de Divulgación de Sostenibilidad Corporativa (CSRD), junto con los Estándares Europeos de Reporte de Sostenibilidad (ESRS), que se aplicarán a partir de enero de 2024, mejorarán la disponibilidad, la calidad y la fiabilidad de las divulgaciones corporativas ASG que los inversores necesitan para tomar decisiones de inversión informadas. Este año marca también la adopción de un reglamento por el que se crea una norma de la UE para los "bonos verdes". Las negociaciones sobre las normas destinadas a proporcionar más transparencia y evitar conflictos de intereses de los proveedores de calificaciones ASG, están en curso. Mientras tanto, las Autoridades Europeas de Supervisión (ESAs) se proponen analizar y abordar el *greenwashing* y resolver los problemas relacionados con la implementación del marco de finanzas sostenibles de la UE.

Con las elecciones europeas de junio de 2024, ha llegado el momento de hacer balance de la evolución de la normativa de la UE sobre finanzas sostenibles y establecer las prioridades para el próximo liderazgo de la UE. La revisión del SFDR se encuentra claramente entre ellas.

En la consulta pública recientemente publicada³¹, la Comisión Europea reconoce varios problemas con la SFDR, incluida la falta de claridad de los conceptos y definiciones clave, las inversiones de impacto / transición que no se reflejan adecuadamente en el marco, por nombrar algunos. La revisión de la SFDR, prevista para principios de 2025, será decisiva para abordar estas cuestiones y evitar el *greenwashing* en los mercados financieros, ya sea mediante el establecimiento de criterios mínimos para los productos de inversión denominados sostenibles o mediante la creación de etiquetas.

Las finanzas sostenibles son ya una parte esencial del marco normativo de la UE, a pesar de algunos retrasos y contratiempos. Las recientes publicaciones de la Comisión Europea apuntan a un cambio en sus prioridades para garantizar que la normativa vigente se aplique correctamente y sea utilizable. Eurosif reconoce esta necesidad, al tiempo que reconoce la creciente urgencia y la magnitud del cambio necesario para cumplir los objetivos climáticos y otros objetivos de sostenibilidad de la UE. Los resultados de las próximas elecciones europeas serán cruciales para dar forma a las políticas y normativas de la UE para los próximos cinco años. Serán decisivos para determinar si transformamos los mercados y la economía a tiempo para cumplir con los objetivos climáticos de 2030.

Aleksandra Palinska

Executive Director

Eurosif, the European Sustainable Investment Forum

²⁹ https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_SPM.pdf

³⁰ <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2023>

³¹ https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdr-implementation_en

Los últimos años han sido increíblemente transformadores para el panorama de la inversión responsable: desde la evolución de los marcos regulatorios; un mayor apoyo de las instituciones financieras; desarrollo de estándares de reporting, mayor sofisticación en las prácticas de integración ESG y desarrollo de nuevas iniciativas centradas en abordar aspectos específicos del discurso ESG, como cero neto, biodiversidad, derechos humanos, entre otros.



Finalmente, también hemos visto un mayor interés en abordar los resultados de sostenibilidad de los inversores responsables.

El crecimiento de la inversión responsable también se refleja en el crecimiento de la base signataria del PRI a lo largo de los años, de 2.000 signatarios en 2018 a más de 5.000 en la actualidad.

Con esto en mente, decidimos que era el momento adecuado para lanzar una consulta titulada "PRI en un mundo cambiante", preguntando a nuestra base signataria, así como a nuestros socios globales y locales (incluso SPAIN-SIF), sus pensamientos sobre el futuro del PRI. Las conclusiones clave son:

- El PRI debería apoyar la progresión de las prácticas de inversión responsable de los signatarios,
- El PRI debería desempeñar un papel en la creación de ecosistemas para que los signatarios actúen,
- El PRI debería influir en el cambio del sistema y comprometerse eficazmente con los actores del mercado a nivel regional.

Somos una organización impulsada por su misión y enfocada en sus signatarios y, a medida que evoluciona el panorama ESG, también nosotros debemos hacerlo.

Consecuentemente, hemos respondido evolucionando nuestro modelo operativo para ofrecer un mejor valor a la base signataria y aumentar nuestro nivel de cooperación con organizaciones hermanas de todo el mundo, y poder conseguir la misión compartida de lograr un sistema financiero sostenible.

Como tal, hemos creado seis equipos distintos pero multifuncionales, que se enumeran a continuación:

Responsible Investment Ecosystems

Existe un fuerte apetito por las comunidades de práctica apoyadas por PRI dentro de las regiones, y la creencia de que el PRI y sus signatarios pueden crear el entorno propicio adecuado para la inversión responsable a través del compromiso local con la política, la regulación y el establecimiento de normas. Estas actividades enfocadas regionalmente, entregadas a través de un nuevo enfoque en el desarrollo de los ecosistemas locales, permitirán al PRI apoyar mejor las prioridades locales de los signatarios. También proporcionarán un punto de conexión para los grupos y plataformas que ya desempeñan un papel de convocatoria en cada región, para apoyarlos en la colaboración entre sí.

Responsible Investment Solutions

La orientación, las herramientas y la capacitación se consideran una de las ofertas más importantes del PRI, y la mayoría de los signatarios desean más de estos servicios para monitorear y progresar en sus prácticas de inversión responsable. A través de esta nueva función, ofreceremos productos y servicios prácticos y personalizados para desarrollar la capacidad del mercado, impulsar la progresión y garantizar la rendición de cuentas, informados por las necesidades de los signatarios y los conocimientos de datos.

Investor Initiatives and Collaboration

Nuestros signatarios de mayor antigüedad a menudo recurren al PRI para obtener apoyo sobre el compromiso e influir en las normas. Así que aquí combinaremos y fortaleceremos nuestras oportunidades para que los inversores influyan colectivamente, construyendo servicios confiables y repetibles para apoyar la acción colaborativa de los sig-

natarios. Este equipo también identificará iniciativas externas creíbles y relevantes, cuyo trabajo podemos ampliar a nuestros signatarios.

Sustainable Systems

Este equipo mirará hacia adelante, innovará y guiará a la organización sobre cómo será la inversión responsable en el futuro. Allanará el camino, dando forma a las políticas y estructuras que necesitamos para que la inversión responsable prospere en los mercados financieros mundiales. También liderará el proceso de diseño guiado por los signatarios para las vías de progresión, un marco sobre cómo los signatarios pueden demostrar el progreso de una manera que sea más relevante para su enfoque particular de inversión responsable.

Operations

Un facilitador clave de la estrategia PRI, este equipo supervisará la experiencia del signatario. También proporcionará al PRI una gobernanza efectiva, gestión legal y de riesgos, funciones y sistemas globales de apoyo empresarial y coordinará los procesos de estrategia, planificación y gestión del cambio.

People and Culture

Este equipo ayudará a permitir que nuestra gente sea lo mejor que pueda ser. Garantizar una buena experiencia para todos nuestros empleados, a nivel mundial, les permitirá entregar el trabajo que aporta valor a nuestros signatarios.

En resumen, seguiremos trabajando en estrecha colaboración para apoyar a nuestros signatarios y fomentar la colaboración con actores locales y globales para continuar desarrollando el sistema financiero del futuro y permitir que la inversión responsable tenga éxito.

A nivel más regional, uno de los cambios clave para acercar el PRI a los signatarios, ha sido la integración del equipo de política regional en el equipo de "*Responsible Investment Ecosystems*" (antes conocido como "*Signatory Relations*"). Esto permitirá una alineación más estrecha entre las necesidades de los signatarios y los desarrollos políticos necesarios en las regiones. Además, continuaremos construyendo sobre nuestro trabajo con las partes interesadas locales, asegurando la continuación de los enfoques heredados que tradicionalmente hemos llevado a cabo en los últimos 17 años, como trabajar estrechamente con organizaciones hermanas como Spainsif.

En conclusión, a raíz de que acabamos de cerrar un ciclo de *Reporting* exitoso, después de la pausa de 2022, esperamos compartir los resultados del ejercicio de *reporting* 2023 para finales de este año y seguir con nuestro trabajo sobre derechos humanos, biodiversidad, cambio climático y cero neto y el futuro de la divulgación de mejores prácticas a través del *reporting*.

Esperamos continuar nuestra colaboración con Spainsif, y le deseamos una lectura agradable de su estudio anual 2023.

Antonio Santoro
Head of Southern Europe, Responsible Investment Ecosystems
Principles for Responsible Investment, PRI

Las instituciones académicas estamos integrando los conceptos y prácticas de Sostenibilidad en todos los niveles, no sólo en el propio de las operaciones de la institución (eficiencia energética, circularidad de productos, reducción de consumos, etc.), sino que también se están integrando en los conocimientos y valores que se infunden en sus alumnos.



En este sentido, quisiera mostrar el ejemplo de IE University. Además de la creación en 2019 del puesto de Global Head of Sustainability - que lidera un departamento situado al máximo nivel jerárquico - el año pasado se presentó en IE Business School una estrategia innovadora para enriquecer la experiencia de cada alumno, denominada: "Next Best You", que se apoya en 3 pilares: Your Career, Your Purpose & Your Impact. Se han rediseñado los programas para acelerar la carrera profesional de los alumnos y ayudarles a alcanzar su mejor versión con un perfil global, transformador y con propósito.

Este año 2023, se ha consolidado esta estrategia lanzando un nuevo grado en Ciencias Ambientales y Sostenibilidad y creando el puesto de Vice Dean of Business with Purpose, cuyo cometido es hacer realidad el objetivo de que en todos los cursos académicos impartidos y actividades extraacadémicas programadas, exista coherencia y resonancia con estos tres pilares.

Profesor Joaquín Garralda
Senior Advisor
IE Center for Social Innovation

Para avanzar hacia un modelo económico y social más sostenible el Grupo ICO ha diseñado su hoja de ruta para los próximos años, que le permite, en colaboración público-privada, ampliar y diversificar su actividad, impulsar la competitividad y resiliencia de la economía española y generar empleo.



Instituto de Crédito Oficial

Bajo premisas de transformación y digitalización, finanzas sostenibles y Buen Gobierno, el Grupo ICO ha participado, junto al sector privado, en operaciones que movilizarán más de 15.900 millones hacia proyectos que promueven, entre otros, el equilibrio climático, la vivienda social en alquiler o las infraestructuras socio-sanitarias.

Además, destacan programas que impulsan la innovación y las inversiones en proyectos de alto impacto, como Fond-ICO Next Tech que canalizará en colaboración público-privada hasta 8.000 millones de euros para promover el crecimiento de scaleups, o diversas iniciativas destinadas a potenciar la movilidad sostenible.

Por otro lado, nuestras emisiones de bonos sociales han movilizado fondos hacia más de 69.000 pymes generando o manteniendo más de 444.000 empleos, sin olvidar los 44 proyectos de energías renovables y transporte limpio de compañías españolas, financiados con los recursos captados con los bonos verdes y que han movilizado una inversión aproximada de 21.000 millones de euros y evitarán la emisión de casi 900.000 toneladas de CO2 anuales.

Estas cifras ponen en valor la vocación de servicio público del Grupo ICO y los beneficios de la colaboración público-privada para alcanzar objetivos comunes. En este marco, Spainsif, con quien compartimos un planteamiento multistakeholder, es un compañero de viaje destacado en el impulso de los criterios ASG en políticas de inversión, financiación y gestión empresarial.

Silvia Fernández de Caleyá Álvarez
Directora Dpto. RRHH y Responsabilidad Social Empresarial
Instituto de Crédito Oficial (ICO)



En mayo del 2022, CaixaBank presentó su Plan Estratégico 2022 – 2024 y, al mismo tiempo, definió los detalles del Plan de Banca Sostenible. Este plan director centrado en sostenibilidad, implementado en enero 2022, tiene como objetivo contribuir a afrontar retos que afectan a las personas y al entorno, como la desigualdad, el cambio climático y el impulso de la economía real. Al mismo tiempo, esta hoja de ruta ASG trabaja en tres direcciones: liderar el impacto social positivo y favorecer la inclusión financiera; impulsar la transición sostenible de empresas y sociedad y promover una cultura responsable siendo referentes en gobernanza.

Nuestro principal accionista, la Fundación la Caixa, ha proseguido en su esfuerzo de contribución social a través de sus diferentes iniciativas como son los programas de pobreza infantil, inserción laboral, personas mayores o la atención integral a personas con enfermedades avanzadas por citar algunos de ellos, además de sus líneas de educación y becas o investigación y salud. Se ha incrementado el presupuesto global hasta los 525 millones de euros.

Desde CaixaBank Banca Privada, como área especializada en el asesoramiento de inversiones del grupo, hemos seguido impulsando en las finanzas sostenibles ahondando en la formación de nuestro equipo de asesores. Hemos adaptado los requisitos regulatorios del conocimiento de las preferencias de sostenibilidad de nuestros clientes ayudándoles a entender mejor estos conceptos y hemos ampliado la gama de productos que, manteniendo nuestros exigentes requisitos de sostenibilidad, pueden ser ofrecidos en las propuestas de inversión.

Guillermo Hermida Lazcano

Sostenibilidad Banca privada

CaixaBank



Un cambio profundo y significativo está en marcha: la creciente demanda de Inversión Socialmente Responsable (ISR). Esta revolución en los mercados no solo está forjando nuevas trayectorias de inversión, sino que también refleja una transformación más amplia en la conciencia social y la comprensión de que los valores pueden converger con el rendimiento financiero.

La demanda de ISR ha ido evolucionando en el panorama español, marcando un cambio trascendental en la forma en que los inversores perciben y buscan oportunidades de inversión.

A medida que el mundo se enfrenta a desafíos apremiantes como el cambio climático, la desigualdad social y la gobernanza corporativa, los inversores han comenzado a reconocer su poder de influencia. En España, este reconocimiento ha dado lugar a una creciente demanda de inversiones que no solo generen beneficios económicos, sino que también generen un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente.

En este emocionante viaje hacia un futuro financiero más consciente, la demanda de ISR en España está iluminando un camino hacia la inversión con un propósito más allá del rendimiento económico. Esta evolución refleja la profunda convicción de que nuestras acciones de hoy pueden sentar las bases para un mañana más equitativo y sostenible.

Francisco Javier Dueñas Selma

Delegado del Grupo Cooperativo Cajamar de la Agenda de Desarrollo Sostenible

Fonditel es una entidad pionera en la gestión de planes de pensiones de empleo. Somos la cuarta gestora de Planes de Empleo y la primera gestora de pensiones independiente de grupos financieros en España. Con 30 años de trayectoria, hemos formado parte del desarrollo de la ISR en España desde sus inicios. Fonditel Pensiones es miembro fundador de Spainsif y en 2023 ha renovado la vicepresidencia en representación de las gestoras de activos de la Asociación.



A pesar de suponer un reto importante para todos, los acontecimientos vividos en los últimos tres años han reforzado nuestra convicción de que debemos apoyar la transición hacia un mundo más sostenible y, como inversores institucionales, ser parte activa de la misma fomentando el redireccionamiento de flujos de inversión hacia la inversión responsable, siendo conscientes de que no se trata de un camino cómodo de transitar ni exento de complicaciones.

Vemos la integración de las cuestiones ASG como una oportunidad y la mejor forma de cumplir con nuestro deber fiduciario con nuestros partícipes.

De cara al futuro continuaremos avanzando en nuestro compromiso con el objetivo de contribuir a un desarrollo económico, social y medioambiental sostenible y fomentar una sociedad más justa, más inclusiva y solidaria.

Clemen Epalza Ibarrodo
Presidenta y CEO
Fonditel

LOS ÁRBOLES NO NOS DEJAN VER EL BOSQUE

A lo largo de los últimos años y especialmente los últimos meses tenemos la sensación de que todo se regula. Es agotador. Nuevas normas, consultas al Regulador y sus respuestas aclaratorias, propuestas de Directivas, modificaciones a regulaciones existentes.



En contextos así tenemos que tomar perspectiva para entender qué está pasando y qué se persigue. Tenemos que comprender dónde podemos actuar, qué está en nuestras manos.

Todo empezó con el Plan de Finanzas sostenibles de la Unión Europea y se enfatizó con el Pacto Verde de la UE. Los objetivos son mucho más ambiciosos que los que meramente afectan al sector financiero. Nuestra industria es una herramienta para acelerar las metas fijadas para frenar el cambio climático y alcanzar la neutralidad climática para el año 2050.

Ese es el bosque que debemos ver. La taxonomía, SFDR, los PIAS, *Green MiFID*, CSRD... son árboles que forman parte del bosque.

Y entonces ¿cuál es nuestro papel? Tenemos la responsabilidad de canalizar los flujos de capital y financiación hacia empresas y proyectos que velen por la sostenibilidad. Esto requiere formación de los asesores y divulgación hacia los inversores. Implica diseñar productos que integren, promuevan y generen impacto. Supone medir para poder evaluar los avances. Pero, sobre todo, requiere implicarse en asociaciones como Spainsif para influir, compartir el conocimiento y contribuir a que los objetivos comunes se alcancen en tiempo y forma.

Sonsoles Santamaría
Tressis Sociedad de Valores
Directora General de Negocio
Consejera



LONVIA CAPITAL: UN ACTOR COMPROMETIDO

LONVIA Capital es una gestora independiente con una estrategia de inversión que se centra en la identificación, el análisis y la selección de modelos de negocio que consideramos sostenibles y generadores de valor en una óptica de inversión a largo plazo. En esencia, el análisis de la utilidad social, las prácticas medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) y el impacto positivo de las empresas constituyen un componente clave de la selección de valores en nuestras carteras.

Convencida de que nuestra política de IR debe estar en el epicentro de nuestra actividad como gestora de activos, iniciamos esta andadura con la firma de los PRI de la ONU en noviembre de 2020, con S&P Trucost para el cálculo de la huella de carbono y medioambiental de nuestras carteras. A partir de 2021, estructuramos nuestro enfoque de inversión ESG midiendo el impacto positivo en materia social y medioambiental de las empresas en cartera a través de un análisis propio basado en los datos de los proveedores S&P Trucost y Sustainalytics. Este método de análisis nos permite profundizar en el impacto de las empresas en el contexto de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de Naciones Unidas. Todas nuestras estrategias han obtenido el Label ISR del Ministerio de Economía y Finanzas Francés, además de clasificar los fondos como Artículo 9 del reglamento SFDR.

Además, la sociedad se compromete a destinar el 10 % de los beneficios netos a apoyar la investigación médica, la inclusión social, y la preservación del medio ambiente.

Enlaces de interés: Sostenibilidad - LONVIA CAPITAL [<https://lonvia.com/es/sostenibilidad>]

Iván Díez Sainz

*Socio & Director
LONVIA Capital*



Desde finales de los 90 la UNED viene participando de manera activa en el debate académico y público sobre la necesidad de avanzar hacia un desarrollo más sostenible e inclusivo en todas sus dimensiones. Hemos venido investigando e impartiendo docencia sobre la manera en la que las empresas, los mercados e instituciones financieras pueden contribuir a ese modelo de desarrollo con publicaciones académicas y de carácter más divulgativo, tesis doctorales, proyectos de investigación y formando a cerca de 1000 estudiantes en nuestro máster oficial en Sostenibilidad y RSC.

El grupo de investigación FINRES investiga sobre el papel relevante que las finanzas juegan a la hora de influir en un comportamiento más responsable de las empresas y en el desarrollo de proyectos y negocios con mayor impacto social y ambiental. Y transfiere dicho conocimiento fomentando la creación de foros como el de Spainsif o participando en jornadas, grupos consultivos y otras plataformas. Hemos investigado y publicado sobre cómo medir el desempeño ASG de las empresas o de la banca, sobre fenómenos como la exclusión financiera, sobre inversiones sostenibles y con impacto como las microfinanzas o sobre la necesidad de avanzar en educación financiera y en sostenibilidad compartiendo nuestro conocimiento en abierto con la sociedad través del Canal UNED.

Marta de la Cuesta González

*Catedrática de Economía Aplicada
UNED*

Este año ha traído avances en gobierno corporativo, inversión responsable y sostenibilidad gracias a la aprobación del anticipado “Código de buenas prácticas para inversores”, cuyo propósito es fomentar las mejores prácticas de propietarios, gestores de activos y asesores de voto y reforzar su implicación con las cotizadas. Corporance, como proxy advisor español, participante del grupo consultivo de la CNMV que elaboró el Código, fue la primera entidad en adherirse, seguido de otras 5 gestoras.



En 2023, hemos analizado 80+ compañías españolas e internacionales, emitiendo informes de recomendaciones de voto siguiendo las mejores prácticas y yendo más allá de la mera obligación legal. Ahora toca la implicación, que busca construir y reforzar el diálogo entre los emisores y sus inversores. En nuestro radar están varios bancos, petroleras y compañías energéticas, con las que trataremos temas como su estrategia climática y sus planes de descarbonización.

El inversor español cada vez juega un papel más activo en la promoción de las mejores prácticas de gobierno corporativo. Corporance ayuda en estas actividades de implicación y voto gracias a nuestro conocimiento, experiencia y relación con los mayores grupos activistas internacionales, entre ellos nuestro socio Ethos. Esperamos poder acompañar a los inversores en su misión y crecimiento durante muchos años más.

Alicia Prieto
Analista senior
Corporance Asesores de Voto

LA TRANSPARENCIA: ELEMENTO IMPRESCINDIBLE DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE

La inversión sostenible y responsable, entendida como aquella que tiene en cuenta aspectos ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) durante el proceso de inversión, así como a la hora de medir sus resultados, se enfrenta en la actualidad a grandes retos globales derivados de un entorno frágil, complejo e impredecible.

Los distintos grupos de interés y en concreto los inversores cuyo foco está puesto en el largo plazo, tienen cada vez más en cuenta cómo las empresas incorporan los criterios ASG desde el punto de vista estratégico, cómo son capaces de aprovechar las oportunidades derivadas del entorno actual y cómo gestionan de manera eficaz los posibles riesgos ESG y sus impactos en el entorno.

Teniendo en cuenta lo anterior en el año 2018 la Unión Europea a través del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles y del Pacto Verde (EU Green Deal) está promoviendo un sistema de divulgación de la información en materia de sostenibilidad para todas las organizaciones y en concreto para todas aquellas que conforman el ecosistema de las Finanzas Sostenibles, con el objetivo de generar confianza entre los inversores y mejorar la transparencia, así como la fiabilidad y homogeneización de la información publicada por las empresas europeas.

Este desarrollo normativo cuyo objetivo entre otros, es que los inversores y otros actores implicados en el ecosistema financiero puedan tomar decisiones de inversión con las máximas garantías, no tendrá éxito si no va acompañado por los esfuerzos y la voluntad de las compañías, para reportar la información bajo los más altos estándares de calidad y transparencia.

María José Gálvez Cardona
Head of ESG
EY





En Economistas sin Fronteras llevamos 25 años trabajando para el impulso y correcta implantación de la RSC e ISR. Consideramos que la ISR es una de las palancas fundamentales para el avance de la RSC en las empresas y dirigir el capital hacia sectores y proyectos más responsables, que busquen un desarrollo económico pero también social y ambiental.

Gracias a los avances normativos de los últimos años, el sector ha experimentado un crecimiento insólito, extendiendo los criterios de sostenibilidad en los mercados financieros. Sin embargo, al igual que en las empresas, su implantación no está exenta de riesgos de marketing, *greenwashing* y, en definitiva, de intentos de vender más la estética que la verdadera gestión responsable.

En EsF tratamos de impulsar la calidad de implantación de la ISR y para ello desarrollamos el Laboratorio de fondos ISR, una plataforma pública de consulta de información sobre fondos de inversión españoles que siguen criterios ASG, cuyos resultados son consolidados al final de cada ejercicio en un informe analítico. A través de esta herramienta se puede consultar información sobre los criterios de exclusión, valoración, ODS, artículo SFDR, cobertura de su cartera, comité ISR, alineación con la taxonomía, etc. Además de incorporar una valoración de calidad que le otorga EsF, resultado de un completo análisis del fondo.

Gloria González Sanz

*Área de Responsabilidad Social Corporativa e Inversiones Éticas
Economistas sin Fronteras*



TRES LUSTROS CONSAGRADOS A LA DEFENSA DEL CONSUMIDOR Y LA EDUCACIÓN FINANCIERA

ASUFIN nace en el año 2009, en pleno estallido de la crisis financiera, para defender al consumidor financiero que no encontraba solución a sus problemas. Con el paso del tiempo, ha sido necesario poner el foco en la prevención, a través de la educación financiera, y de la mejora de las condiciones que rodean al consumidor, con nuestra capacidad de influencia, a través de una interlocución honesta y transparente con la industria, y por supuesto de las administraciones públicas. En este sentido, me gustaría destacar que formamos parte del Foro de seguimiento del Observatorio de inclusión financiera, puesto en marcha por el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para instar a las entidades financieras a garantizar que nadie quede atrás en los procesos de digitalización. Un camino que no se detiene en nuestro país: en el ADN de ASUFIN está Europa. Estamos en la Comisión Europea representando a los consumidores, así como en las dos Autoridades de supervisión de la industria europeas, la EBA y la ESMA.

Con todo, pensamos que casi tres lustros después, habiendo avanzado de manera importante y siendo todos cada vez más conscientes del foco que hay que situar en el consumidor, los esfuerzos tienen que continuar porque las amenazas persisten. En ASUFIN no cejaremos en nuestro empeño.

Patricia Suárez

*Presidenta
ASUFIN*

Las compañías cotizadas y emisoras de deuda tienen un enorme y creciente interés en ser elegibles para los inversores institucionales. Esta es la clave del mundo inversor ESG o SRI.



La integración de las variables ambientales, sociales, éticas y de gobierno corporativo en por y para el negocio, se han visto muy empujadas y refrendadas por una regulación que en última instancia busca mejorar el impacto de las compañías en los mercados en los que operan y bajo un único prisma de materialidad financiera como es lógico.

El *greenwashing* acabará reduciéndose al mínimo pero aun así hay que seguir luchando para erradicarlo. La elegibilidad nada tiene que ver con la reputación ni la comunicación ni la antigua RSC, sino con la medición y la gestión de las actuaciones y los impactos que se traducen en métricas financieras y en la cuenta de resultados.

Tomás Conde
ESG senior advisor
 AERI

La Unión General de Trabajadores y Trabajadoras y Comisiones Obreras somos los sindicatos mayoritarios en España, con más de 2 millones de personas afiliadas entre ambos y con más de 11 millones de personas trabajadoras que se benefician de nuestra labor. En 2023 la UGT ocupará la vicepresidencia del grupo 5 en Spainsif, una posición que se alterna con CCOO cada 2 años desde 2009.



Durante años, ambos sindicatos hemos promovido la Inversión Socialmente Responsable (ISR), pero es en su desarrollo reciente donde hemos observado el crecimiento más significativo. El sindicalismo internacional también ha perseguido siempre este objetivo. Un ejemplo de ello es la creación del Comité de la Agrupación Global sobre el Capital de los Trabajadores (CWC) en el año 1999, con el objetivo de promover la acción conjunta y el intercambio de información. En noviembre de 2022 el CWC, con el apoyo de nuestras organizaciones, organizó, al igual que PRI, su evento anual en Barcelona donde se puso de manifiesto la relevancia de la normativa de sostenibilidad, la integración de los derechos laborales en los procesos de inversión (también en los mercados privados en los que hay una menor regulación) y lo necesaria que es la colaboración de todos los agentes implicados para lograr un cambio en la economía mundial a través de la inversión responsable.

Spainsif también juega un papel fundamental en este contexto, pues a través de su influencia en determinadas políticas públicas, su presencia en Europa, la divulgación de información o la elaboración de estudios temáticos (como el de Debida Diligencia y DDHH), nos permite estar en primera línea, potenciando los criterios sociales y laborales, y contribuyendo activamente en el desarrollo de la ISR.

María Vicente Miota
Técnico de Planes de Pensiones de Empleo
Vicesecretaría General de Política Sindical
 UGT

Carlos Bravo Fernández
Secretario confederal de
Políticas Públicas y
Protección Social de CCOO

Mario E. Sánchez Richter
Economista de la Secretaría
Confederal de Políticas Públicas
y Protección Social de CCOO

LISTADO DE COLABORADORES DE SPAINSIF

- Asociación Española de Directivos de Responsabilidad Social (DIRSE)
- Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció (ACCID)
- Centro de Finanzas Responsables y Sostenibles de España (Finresp)
- Colegio de Economistas de Madrid
- Consejo Mexicano de Finanzas Sostenibles (CMFS)
- EFPA España – Asociación Española de Asesores y Planificadores Financieros
- Fundación Conama
- Fundación Universidad-Empresa
- Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI). *Institutional supporter*
- Málaga Silver Economy HUB
- Observatorio de los Sistemas Europeos de Previsión Social Complementaria de la Universitat de Barcelona
- Pacto Mundial de Naciones Unidas en España
- Plan Nacional de Educación Financiera (Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV)
- Principios de Inversión Responsable (PRI). *Network supporter*
- SpainNAB
- Universidad Autónoma de Madrid
- Universidad de Cantabria. Programa de Doctorado Industrial

7. BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central Europeo (2023). Key ECB interest rates. Recuperado de: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.es.html
- Baselga-Pascual, L., Dimic, N., Vähämaa, E. (2023). Corporate Social Responsibility and Bank Credit Ratings. In: Naifar, N., Elsayed, A. (eds) Green Finance Instruments, FinTech, and Investment Strategies. Sustainable Finance. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-031-29031-2_3
- Busch, T., van Hoorn, V., Stapelfeldt, M., & Pruessner, E. (2022). Classification Scheme for Sustainable Investments. White Paper, 163.
- Climate Bonds Initiative & Ambire Global (2023). Comparison study between the Colombian and the EU Taxonomies.
- Climate Bonds Initiative (2023a). Sustainable Debt Market Summary H1 2023.
- Climate Bonds Initiative (2023b). Sustainable Debt Global State of the Market 2022.
- Climate Bonds Initiative (2023c). Estado del mercado de deuda sostenible en América Latina y el Caribe 2022
- Comisión Europea (2018). Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible (Bruselas, 27.6.2018 COM(2018) 97 final/2)
- Comisión Europea (2021a). Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible (Estrasburgo, 6.7.2021 COM(2021) 390 final)
- Comisión Europea (2021b). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos. Bruselas, 6.7.2021 COM(2021) 391 final 2021/0191 (COD).
- Comisión Europea (2022). Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937 Bruselas, 23.2.2022 COM(2022) 71 final 2022/0051 (COD).
- Comisión Europea (2023a). A user guide to navigate the EU Taxonomy for sustainable activities. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2023.
- Comisión Europea (2023b). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la transparencia e integridad de las actividades de calificación ambiental, social y de gobernanza (ASG). Estrasburgo, 13.6.2023 COM(2023) 314 final 2023/0177 (COD).
- Consejo de la Unión Europea (2022). Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937-Orientación general. Expediente interinstitucional: 2022/0051(COD), 15024/1/22 REV 1, Bruselas, 30 de noviembre de 2022.
- Copernicus Climate Change Service (C3S) (2023). European State of the Climate 2022, Summary: https://climate.copernicus.eu/sites/default/files/custom-uploads/ESOTC2022/PR/ESOTCsummary2022_final.pdf
- Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.
- EFRAG (4 de septiembre de 2023). 04/09/2023 - EFRAG-GRI Joint statement of interoperability. Recuperado de: <https://www.efrag.org/News/Public-444/EFrag-GRI-Joint-statement-of-interoperability->
- ESMA (2022). Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements.
- Garcia-Bernabeu, A., Hilario-Caballero, A., Salcedo, J. V., & Salas-Molina, F. (2023). Approaches to ESG-Integration in Portfolio Optimization Using MOEAS. Optimization and Decision Science: Operations Research, Inclusion and Equity: ODS, Florence, Italy, August 30–September 2, 2022, 9, 109.
- Goicoechea Zulaica, E., Gómez-Bezares Pascual, F., & Alcañiz González, L. (2023). ¿Cómo opinan los auditores de la información sobre sostenibilidad? Una propuesta novedosa de informe de verificación en Europa. Boletín De Estudios Económicos, 77(233), 47-69. <https://doi.org/10.18543/bee.2427>

- Instituto Nacional de Estadística (12 de septiembre de 2023). Nota de prensa Índice de precios de consumo. IPC. Agosto 2023. Recuperado de: https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176802&menu=ultiDatos&idp=1254735976607
- INVERCO (2023). Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones: Informe 2022 y perspectivas 2023.
- IPCC (2023). Summary for Policymakers. In: Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, H. Lee and J. Romero (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, pp. 1-34, doi: 10.59327/IPCC/AR6-9789291691647.001
- Parlamento Europeo (2023). Enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 1 de junio de 2023 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937 (COM(2022)0071 – C9-0050/2022 – 2022/0051(COD)).
- Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.
- Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.
- Reglamento Delegado (UE) 2022/1214 de la Comisión de 9 de marzo de 2022 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 en lo que respecta a las actividades económicas en determinados sectores energéticos y el Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 en lo que respecta a la divulgación pública de información específica sobre esas actividades económicas.
- Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión Europea de 6 de abril de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación.
- Reglamento Delegado (UE) 2023/363 de la Comisión de 31 de octubre de 2022 por el que se modifican y corrigen las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 en lo que respecta al contenido y la presentación de la información en relación con la divulgación de información en los documentos precontractuales y los informes periódicos relativos a los productos financieros que invierten en actividades económicas medioambientalmente sostenibles.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2023). Taxonomía Sostenible de México. Primera edición, 2023.
- UNEP FI (2023). Common Framework of Sustainable Finance Taxonomies for Latin America and the Caribbean. Latin America and the Caribbean.
- Unión Europea (2023). Factsheet: Sustainable finance - Investing in a sustainable future.
- Viñes Fiestas, H. (2023). The EU Taxonomy: Financing the Transition through Sustainable Investing. ICE, Revista De Economía, (932). <https://doi.org/10.32796/ice.2023.932.7658>

8. APÉNDICE

8.1. GLOSARIO

Acuerdo de París: Acuerdo global de cambio climático, de carácter jurídicamente vinculante, por el que todos los países se comprometieron a participar en las reducciones globales de gases de efecto invernadero.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE

Exclusión de actividades del universo de inversión: es una aproximación/estrategia ISR que excluye inversiones o clases de inversiones específicas de su universo de inversión. Esta aproximación excluye sistemáticamente compañías, sectores o países del universo de inversión si involucran actividades basadas en criterios específicos. Entre los criterios ASG más comunes de exclusión tenemos actividades relacionadas con armas, pornografía, tabaco y test con animales. Las exclusiones pueden ser aplicadas a nivel de fondo individual, pero cada vez más se tal dando a nivel de gestor o propietario de activos y a través de toda la gama de activos.

Screening basado en Normas: revisión (*screening*) de inversiones de acuerdo con la conformidad de estas con estándares internacionales y normas basadas en criterios ASG. Algunos ejemplos de estándares y normas que se pueden utilizar para el *screening* son aquellas desarrolladas por la OCDE, las Naciones Unidas y sus agencias, como el Pacto Mundial, la OIT, UNICEF o ACNUR. Esta aproximación ISR involucra aquellas revisiones de inversiones basadas en normas internacionales o combinaciones de normas que cubran los aspectos ASG. Las estrategias de exclusiones (1) y de revisión basada en normas (2) pueden converger, por lo que se requiere un cierto criterio para asignar la clasificación correcta. La diferencia se puede observar en la decisión del gestor, cuando el gestor del fondo se refiere específicamente a las normas externas, tales como las directrices del Pacto Mundial de Naciones Unidas o de la OCDE para las empresas multinacionales, se está utilizando la revisión basada en normas, en caso contrario estarán utilizando exclusiones.

Best-in-class: estrategia donde el liderato o el mejor desempeño de las inversiones dentro de un determinado universo de inversión, categoría o clase, esta seleccionado o ponderado en base a criterios ASG. Esta aproximación supone que la selección o la importancia del mejor desempeño o mayor desarrollo de las compañías o de los activos han sido identificados a través de un análisis ASG, definiendo con este análisis el universo de inversión. Esta estrategia incluye al "*best-in-class*", el "*best-in-universe*" y el "*best-effort*".

Inversión temática: invertir en activos que exploten las mejores oportunidades de las principales tendencias, relacionadas con la sostenibilidad a largo plazo, que impulsen el valor en todas las industrias. Las inversiones temáticas contribuyen a hacer frente a los distintos desafíos sociales y/o ambientales actuales. Como ejemplo de estos desafíos encontramos: el cambio climático, el agotamiento de los recursos naturales o el no cumplimiento de los derechos humanos y de los trabajadores. Los fondos temáticos pueden poner atención en objetivos específicos o múltiples, como las energías renovables, la eficiencia energética, la movilidad sostenible o la gestión responsable de las cadenas de suministro.

Integración ASG: la inclusión explícita por parte de los gestores de activos de los riesgos y oportunidades ESG en el análisis financiero tradicional y las decisiones de inversión basadas en un proceso sistemático y fuentes de investigación adecuadas. Este tipo cubre la consideración explícita de los factores ASG junto con los factores financieros en el análisis general de las inversiones. El proceso de integración se centra en el impacto potencial de las cuestiones ESG en las finanzas de la empresa (positivas y negativas), lo que a su vez puede afectar a la decisión de inversión.

Engagement: el activismo accionarial a través del dialogo activo es una estrategia ISR, la cual es utilizada para abrir canales de comunicación entre los accionistas y los emisores con el fin de mejorar la estrategia ambiental, social y de buen gobierno (ASG) y el rendimiento de los emisores. El "Engagement" en ASG puede tomar la forma de carta formal, llamada, e-mails, reuniones, etc.

Voto: el activismo accionarial a través del derecho a voto o a través de las delegaciones de voto en la Junta de Accionistas Anual de las empresas, es el principal medio por el cual los accionistas pueden influir en las estrategias y prácticas ASG de los emisores.

Inversión de impacto: son inversiones que tienen la intención de generar un impacto social y ambiental positivo y medible a la vez que genera un retorno financiero. Las inversiones de impacto se pueden realizar tanto en mercados emergentes como en mercados desarrollados, y el rango de los retornos pueden variar desde precio de mercado, hasta por debajo del precio de mercado, según las circunstancias.

8.2. ACRÓNIMOS

ASG: Criterios ambientales, sociales y de gobernanza

BCE: Banco Central Europeo

BCIE: Banco Centroamericano de Integración Económica

BEPS: *Base Erosion and Profit Shifting*

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

CDP: *Carbon Disclosure Project*

CE: Comisión Europea

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CSDDD: *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*

CSRD: *Corporate Sustainability Reporting Directive*

DNSH: *Do No Significant Harm*

EBA: *European Banking Authority*

EFRAG: *European Financial Reporting Advisory Group*

ESAP: *European Single Access Point*

ESAs: *European Supervisory Authorities*

ESMA: *European Security and Markets Authority*

ESRS: *European Sustainability Reporting Standards*

FEBRABAN: Federación Brasileña de Bancos

GEI: Gases de Efecto Invernadero

GRI: *Global Reporting Initiative*

GSIA: *Global Sustainable Investment Alliance*

IEA: *International Energy Agency*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IIC: *Institución de Inversión Colectiva*

INE: *Instituto Nacional de Estadística*

INVERCO: *Asociación de Instituciones de Inversión colectiva y Fondos de Pensiones*

IPC: *Índice de Precios de Consumo*

IPCC: *Intergovernmental Panel on Climate Change*

ISR: *Inversión Sostenible y Responsable*

ISSB: *International Sustainability Standards Board*

MiFID II: *Markets in Financial Instruments Directive II*

NAZM: *Net-Zero Asset Managers*

NFRD: *Non-Financial Reporting Directive*

NZAOA: *Net-Zero Asset Owner Alliance*

OCDE: *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos*

ODS: *Objetivos de Desarrollo Sostenible*

OIT: *Organización Internacional del Trabajo*

PIAS: *Principales Incidencias Adversas de Sostenibilidad*

PRI: *Principles for Responsible Investment*

RTS: *Regulatory Technical Standards*

SASB: *Sustainability Accounting Standards Board*

SFDR: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*

TCFD: *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*

UE: *Unión Europea*

UK PACT: *Partnering for Accelerated Climate Transitions*

UNEP FI: *United Nations Environment Programme Finance Initiative*

XBRL: *Extensible Business Reporting Language*

8.3. LISTADO DE GRÁFICOS, FIGURAS Y TABLAS

GRÁFICOS

- Gráfico 1.** Evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España, todas las entidades
- Gráfico 2.** Evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España según el origen de las entidades
- Gráfico 3.** Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos en España, todas las entidades
- Gráfico 4.** Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG en España, todas las entidades
- Gráfico 5.** Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos, España, entidades nacionales
- Gráfico 6.** Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG, España, entidades nacionales
- Gráfico 7.** Evolución de los activos gestionados con criterios ASG respecto al total de activos, España, entidades internacionales
- Gráfico 8.** Evolución del reparto por estrategias de los Activos ASG, España, entidades internacionales
- Gráfico 9.** Temáticas de exclusiones aplicadas a empresas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 10.** Temáticas de exclusiones aplicadas a Estados, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 11.** Normas aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 12.** Temáticas de inversión aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 13.** Temas incluidos en las prácticas de *engagement*, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 14.** Prácticas e iniciativas de *engagement* realizadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 15.** Temas incluidos en las iniciativas de voto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 16.** Prácticas e iniciativas de voto realizadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 17.** Instrumentos/Vehículos utilizados por las entidades en sus inversiones de impacto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 18.** Barreras que identifican las entidades para realizar más inversiones de impacto, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 19.** Evolución de las emisiones de bonos en el mundo
- Gráfico 20.** Política formal de las entidades según estrategias aplicadas, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 21.** Tipos de inversores institucionales que invierten en los activos ASG de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)
- Gráfico 22.** Objetivos de Desarrollo Sostenible abordados en el proceso de selección de activos por parte de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 23. Dificultades encontradas a la hora de incorporar aspectos ASG en el análisis de sus carteras, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 24. Niveles en los que se integra el Área ASG/Sostenibilidad de las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 25. Fuentes de información ASG utilizadas por las entidades, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 26. Estándares más usuales en los que reciben información de sostenibilidad por parte de las empresas en las que invierten, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 27. Percepción de los factores clave que afectarán al desarrollo de la demanda ISR en los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 28. Percepción de las regulaciones sobre finanzas sostenibles que tendrán un mayor impacto en los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 29. Percepción del crecimiento esperado de la ISR en España en 2023 y para los próximos 3 años, total y por origen de la entidad (% de respuestas afirmativas)

Gráfico 30. Evolución de la emisión de bonos en América Latina y el Caribe

FIGURAS

Figura 1. Taxonomía UE: sectores económicos y actividades cubiertas

Figura 2. Cambios que realiza la actual propuesta de Reglamento sobre los *ratings* ASG

Figura 3. Agrupación de las estrategias ISR

Figura 4. Panorama del mercado de deuda sostenible en América Latina y el Caribe

Figura 5. Taxonomías existentes o en desarrollo a nivel mundial

TABLAS

Tabla 1. Evolución de las respuestas recibidas y total de patrimonio monitorizado

8.4. ENLACES DE INTERÉS

Foro español de inversión sostenible (Spainsif)

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

Foro europeo de inversión sostenible y responsable (Eurosif)

<http://www.eurosif.org>

Global Sustainable Investment Alliance

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

Comisión Europea

https://ec.europa.eu/info/index_es

Climate Bonds Initiative

<https://www.climatebonds.net/>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

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

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

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

Asociación Española de Banca (AEB)

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

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)

<http://www.dgsfp.mineco.es/es/Paginas/Iniciocarrousel.aspx>

Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras (UNESPA)

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

Centro de Finanzas Sostenibles y Responsables de España (FINRESP)

<https://finresp.es/>

European Securities and Markets Authority (ESMA)

<https://www.esma.europa.eu/>

European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)

<https://www.eiopa.europa.eu/>

European Fund and Asset Management Association (EFAMA)

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

European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)

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

Pacto Mundial

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

Principios de Inversión Responsable (PRI)

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

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

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

Comité del Capital de los Trabajadores

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

8.5. CRÉDITOS

Spainsif es una asociación sin ánimo de lucro constituida por entidades interesadas en promover la Inversión Sostenible y Responsable en España, creando una plataforma en la que se integran entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos, compuesta actualmente por 112 asociados.

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

Este estudio ha sido financiado por DWS y ha sido elaborado por Spainsif. El equipo de Spainsif agradece la colaboración de Jorge Arribas Montes y Gabriela Cala, Alumni del Programa de Desarrollo de Graduados en ISR de Spainsif durante el periodo de redacción de este estudio.

El equipo de Spainsif agradece la colaboración de las entidades encuestadas por el tiempo y esfuerzo dedicado a responder a las preguntas. Las entidades que han colaborado con la aportación de información y que han permitido, por consentimiento expreso, ser listadas en el presente estudio han sido: Alliance Bernstein, AltamarCAM Partners SL, Arcano Partners, AXA INVESTMENT MANAGERS, AXIS PARTICIPACIONES EMPRESARIALES, S.G.E.I.C., S.A., S.M.E., BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, BBVA Asset Management SGIIC, BBVA FONDO DE EMPLEO, FONDO DE PENSIONES, BNP Paribas Asset Management, CaixaBank AM, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, CAJA LABORAL GESTION SGIIC, CASER PENSIONES, EGFP, S.A., CCOO, FP, Columbia Threadneedle Investments, DWS, Edmond de Rothschild Asset Management, Erste Asset Management GmbH, Eurizon Capital, Eurocapital Wealth Management EAF, Fidelity International, Fondo de Pensiones de Empleados de Telefónica, Franklin Templeton, Fundación Anesvad, GESCOOPERATIVO S.A. S.G.I.I.C, Gesiuris Asset Management, GIIC Fineco SGIIC, GLOBAL SOCIAL IMPACT INVESTMENTS, Goldman Sachs Asset Management B.V., Groupama AM, Grupo Cooperativo Cajamar, Ibercaja Pensión EGFP SAU, Impact Bridge Asset Management SGIIC, JP Morgan Asset Management, Kutxabank Gestion SGIIC SAU, La Financière de l'Echiquier, LAGUNARO, EPSV, LONVIA CAPITAL, MFS, M&G Investments, Mutuactivos, Nordea Investment Funds S.A., Ofi Invest Asset Management, Oikocredit, Pictet Asset Management, Plan de Pensiones Asociado de la Unión General de Trabajadores, Robeco, Santander Asset Management, Schroders Investment Management, SEED CAPITAL DE BIZKAIA SGEIC, S.A., Seguros RGA, Tikehau Investment Management, Tressis SV SA, VIDACAIXA S.A.U DE SEGUROS Y REASEGUROS y Wealth Solutions.

Autor del Estudio:

Alejandro Castañeda Hernández

Supervisores del Estudio:

Andrea González G. Vega

Pablo Esteban Sánchez

www.spainsif.es

spainsif

