



TÍTULO: PROPUESTA DE EXPANSION DE LA ISR EN EL MERCADO ESPAÑOL

Autor: Daniel García Arias

Tutora: Maria Jesús Muñoz Torres

Fecha: 30 de enero de 2019

## PROPUESTA DE EXPANSION DE LA ISR EN EL MERCADO ESPAÑOL

Daniel García Arias y María Jesús Muñoz Torres

UNED-UJI

Trabajo fin de máster en sostenibilidad y responsabilidad social corporativa

30 de enero de 2019

Línea: Aportaciones para un modelo financiero sostenible.

Resumen:

El presente trabajo pretende indagar en las debilidades y limitaciones para la expansión de la inversión socialmente responsable en España. A pesar de un crecimiento destacado en la última década, ha habido otras regiones con un crecimiento más representativo. El trabajo se enfoca en analizar la ISR en el mercado australiano, francés y norteamericano, para entender las claves de su éxito y su impacto a nivel individual, organizativo e institucional, con el objetivo de identificar acciones que ayuden a expandir el mercado español. Para ello, se analiza de forma individualizada la oferta, la demanda y el papel de las instituciones; si bien, el fundamento de este trabajo es exponer acciones de corte institucional que sean el motor de un cambio hacia una inversión más responsable, más sostenible.

Palabras clave: ISR, expansión, iniciativas institucionales, internacional, sostenibilidad.

## Índice

1)	COMPORTAMIENTO ÉTICO .....	3
2)	RESUMEN EJECUTIVO.....	4
3)	JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO .....	4
4)	METODOLOGÍA Y ANÁLISIS DEL ENTORNO .....	5
5)	CAPITULO 1. ISR EN EL MUNDO. EL MERCADO ESPAÑOL .....	6
5.1	Definición y clasificación de barreras a la expansión de la ISR. ....	6
5.2	La ISR en el mundo: evolución, cifras y estrategias.....	7
5.3	ISR en España.....	10
5.4	Justificación de modelos y casos de análisis. ....	11
6)	CAPÍTULO 2. LA ISR EN LA REGIÓN ANZ.....	12
6.1	Contextualización del mercado ISR.....	12
6.2	Oferta ISR.....	13
6.3	Demanda: radiografía del inversor en ANZ .....	15
6.3.1	Australia.....	15
6.3.2	Nueva Zelanda .....	16
6.4	Papel de la regulación e iniciativas de las instituciones. ....	17
6.5	Iniciativas de éxito más representativas. ....	21
7)	CAPÍTULO 3. FRANCIA, EL EJEMPLO DE EUROPA.....	22
7.1	Evolución de la ISR en Francia. ....	22
7.2	Oferta.....	23
7.3	Demanda .....	23
7.4	Regulación e iniciativas de las instituciones.....	24
7.5	Éxitos más relevantes.....	28
8)	CAPÍTULO 4. EL MERCADO NORTEAMERICANO.....	30
8.1	Cifras .....	30
8.2	Oferta.....	31
8.3	Demanda .....	32
8.4	Papel de las instituciones .....	32
8.4	Iniciativas de éxito .....	37
9)	CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES.....	39
9.1	Batería de medidas para expandir el mercado ISR en España.....	40
10)	ANEXO 1. INTERACCIÓN ENTRE BARRERAS A LA ISR.....	44
11)	ANEXO 2. DATOS MACROECONÓMICOS.....	45
12)	ANEXO 3. GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	46
13)	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	48



## **2) RESUMEN EJECUTIVO**

Este trabajo se incluye dentro de la línea de investigación de instrumentos e instituciones en el mercado ISR y tiene la pretensión de aportar propuestas para la expansión de la inversión socialmente responsable en España.

Según datos extractados de GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) y EuroSIF, en 2018 el número de fondos de inversión socialmente responsables en España es de 23, el 84% del volumen de activos de este mercado se encuentra invertido en tres fondos de inversión y la contribución del inversor minorista a dichas cifras es de un 2%. Estos números resultan pobres, aun habiendo crecido a tasas de doble dígito en los últimos años (excepto un receso por la crisis) en comparación con el desarrollo de la industria ISR en otros países; por lo que se pretende entender las razones e iniciativas, fundamentalmente de corte institucional, llevadas a cabo en otras economías que han resultado en una expansión de los activos ISR.

El contenido del trabajo se basa en el análisis pormenorizado de estas iniciativas contextualizando las mismas en el entorno que caracteriza a la inversión responsable de dichas economías, relacionando sus orígenes, evolución y repercusiones en un análisis temporal, además de categorizarlas en función de su naturaleza.

En todos los casos seleccionados hemos identificado que el papel institucional es primordial para el crecimiento de la inversión socialmente responsable y que el éxito de las medidas deriva en gran parte de la proactividad y compromiso de las instituciones que a la postre se traduce en regulación innovadora que posteriormente impulsa otras medidas de carácter secundario que empoderan a los actores y fortalecen la expansión de la industria.

El objetivo final del trabajo es listar sugerencias concretas que puedan llevar a una expansión del mercado español customizadas a la situación actual de la ISR en España.

## **3) JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO**

El crecimiento de la ISR en España es positivo “superior al crecimiento económico del país y del IBEX35; si bien, se ha mantenido por debajo del crecimiento experimentado por las IIC y fondos de pensiones (...)” (SpainSIF, 2018); pero, resulta insuficiente en comparación con otras naciones con ratios de crecimiento muy sólidos y firmes.

Las características del mercado español son que la oferta es pobre, reducida, bancarizada y poco especializada, pero más preocupante resulta el hecho de que no haya muchos incentivos palpables para aumentarla. La demanda está presionada por

inversores institucionales extranjeros y el mercado retail parece lejos de florecer por la desinformación. Con el fin último de catapultar las cifras de crecimiento y ser objeto de comparación y ejemplo con otros países nos planteamos cual es el plan acción institucional y cómo, tanto órganos de gobierno, como otras organizaciones, pueden ser partícipes de la expansión española.

Siguiendo este trabajo con las afirmaciones de varios autores que soportan que “la implementación de políticas (...) contribuye positivamente al desarrollo del mercado ISR (...)”<sup>1</sup>; y, que en la mayoría de países la regulación está considerada como el precursor de la inversión” (Stojanovic & Ivanisevic Hernaus, 2014); evaluaremos el alcance de las medidas en una muestra de tres países analizando el grado de desarrollo de su ISR para entender las iniciativas institucionales más representativas que puedan replicarse en el modelo español.

#### **4) METODOLOGÍA Y ANÁLISIS DEL ENTORNO**

Para la preparación de este trabajo desde una perspectiva teórica analizaremos las medidas adoptadas en Australia, Nueva Zelanda, Francia y EE.UU. obtenidas tras una extensa revisión de literatura, revisando tanto publicaciones científicas relacionadas con la expansión de la ISR, como datos y tendencias publicados en los foros de ISR, así como una inmersión en la legislación actual (desde el ejercicio 2005) y la búsqueda de publicaciones de actores que resulten relevantes para la expansión de esta industria.

Tomando como referencia la publicación de Steurer, en la que “(...) las políticas en materia de RSC y sostenibilidad (...) se clasifican en: promover la concienciación y un entorno adecuado (...); mejorar la transparencia informativa (...); facilitar inversión socialmente responsable (...); y, liderar desde el ejemplo (...) “ (Steurer, 2010), procedemos a clasificar y agrupar las iniciativas identificadas en las siguientes categorías: i. promoción ISR; ii. transparencia informativa; y, iii. participación mediante inversión directa.

Realizamos una comparativa gráfica de la evolución de activos en cada nación y las iniciativas por orden cronológico para identificar medidas específicas que se puedan exportar al mercado español, con el objeto de crear una batería de propuestas basadas en la información analizada y que resulten de aplicación considerando el grado de desarrollo de la ISR en España.

---

<sup>1</sup> Conclusiones en concordancia con (Friedman, Miles, 2001, in: OECD, 2007, p.21; Scholtens, 2005; Steurer et al, 2008; Benijts, 2009).

## **5) CAPITULO 1. ISR EN EL MUNDO. EL MERCADO ESPAÑOL**

### **5.1 Definición y clasificación de barreras a la expansión de la ISR.**

Son numerosas y muy diversas el número de instituciones y publicaciones académicas que han definido la inversión socialmente responsable a lo largo de las dos últimas décadas; si bien, no es hasta 2016 que se formaliza una definición que arroja más claridad a los miembros y poderes ejecutivos de Europa con el fin último de avanzar en la promoción de la inversión sostenible.

La ISR es una aproximación de inversión a largo plazo que integra los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el proceso de estudio, análisis y selección de valores en una cartera de inversión. Es una combinación del análisis fundamental y de gestión activa, “engagement”, con una evaluación de los factores ASG, a fin de lograr una mayor rentabilidad a largo plazo para los inversores, beneficiando a la sociedad a través de la influencia en el comportamiento de las compañías. (EUROSIF, 2016).

La forma más común de materializar la ISR es mediante planes de pensiones y fondos de inversión, ambos productos difieren significativamente.

Los fondos de pensiones son de tamaño significativo con un horizonte de inversión a largo plazo, sometidos a elevados niveles de regulación y generalmente gestionados externamente. Sin embargo, los fondos de inversión adoptan diferente forma, hay variedad de fondos según su tamaño y tienen horizontes de inversión a corto plazo dados sus elevados requerimientos de liquidez y sometidos a un menor escrutinio regulatorio (Juravle & Lewis, 2008)

En la práctica, “resulta complejo encontrar una frontera clara entre fondos de inversión socialmente responsables y convencionales” (Statman & Glushkov, 2016), ya que no existe una clara diferenciación de conceptos, en este sentido impera la ambigüedad.

Las barreras al desarrollo de la ISR se caracterizan por ser de diferente naturaleza, pero las podemos clasificar en: “individuales, organizativas e institucionales” (Juravle & Lewis, 2008).

(...) las barreras individuales incluyen factores analizados por la psicología económica y del comportamiento, entre ellos falta de conciencia social y ambiental, aversión al riesgo, aversión a la incertidumbre; (...) las barreras organizativas incluyen: desempeño cortoplacista, sistemas de remuneración de gestores de

activos, disfuncionalidades organizativas, deficiencias de comunicación , deficiencias para promover y desarrollar integración y cultura organizativa (...); mientras que las barreras institucionales agrupan los conflictos de interés en la cadena de valor de la ISR, presiones normativas (Juravle & Lewis, 2008) (Harnett, 2018).

(...) las barreras individuales influyen los procesos de toma de decisiones en el ámbito organizativo y estos, a su vez, generan un impacto sobre la ISR en los individuos (...). Asimismo, las organizaciones se relacionan en un entorno institucional que refuerzan las barreras a la ISR a través de regulación, normas y creencias (...) (Juravle & Lewis, 2008).

Desde una perspectiva teórica, nos focalizamos en identificar acciones que contribuyan a mitigar las barreras institucionales y sirvan de ejemplo para la expansión de la ISR. En el anexo 1, se muestra un esquema- resumen de la influencia que las barreras institucionales ejercen sobre individuos y organizaciones.

## **5.2 La ISR en el mundo: evolución, cifras y estrategias**

A partir del siglo XXI, la ISR se desarrolla en todo el mundo, pasando de ser un mercado nicho para convertirse en una filosofía de inversión común. Desde finales de los años noventa hasta finales de la pasada década se constituyen los principales foros para la promoción de la ISR (USSIF en 1992, EuroSIF en 2001, SpainSIF en 2009...), que publican los primeros datos e informes sobre la ISR.

“Dada la breve historia y la falta de información, es evidente que la literatura se concentra en la evolución del sector en determinados países, habiendo muy pocas referencias de estudios comparativos” (Yan, Ferraro, & Almandoz, 2018); si bien, es a partir del año 2012 cuando se comienza a obtener información consolidada, tras la creación del GSIA. En este periodo, también ha florecido una industria relacionada con la ISR: consultores ESG, agencias rating, ONG especializadas...

En la siguiente tabla se muestra el tamaño de la ISR en los principales mercados mundiales, evidenciándose un significativo crecimiento generalizado en todos los mercados, especialmente en EE.UU, Europa, Australia y Nueva Zelanda.



<b>Tabla 1</b>	<b>2012</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>
Canada	589	729	1.086
EE.UU	3.740	6.572	8.723
Europa	8.758	10.775	12.040
Asia (ex Japon)	64	45	52
Japon	10	7	474
ANZ	178	148	516
Africa	229	no disponible	no disponible
	<b>13.568</b>	<b>18.276</b>	<b>22.891</b>

*Expresado en billones de dolares americanos  
Información extractada de informes GSIA*

Asimismo, se observa una evolución positiva de la ISR con respecto al patrimonio total gestionado por las IIC (ver tabla 2), donde también destaca el desempeño en Europa, pero en mayor medida ANZ, ya que en ambos mercados la ISR representa más de la mitad del total de activos gestionados.

<b>Tabla 2</b>	<b>2012</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>
Canada	20.2%	31.3%	37.8%
EE.UU	11.2%	17.9%	21.6%
Europa	49.0%	58.8%	52.6%
Asia (ex Japon)	0.6%	0.8%	0.8%
Japon	no disponible	no disponible	3.4%
ANZ	12.5%	16.6%	50.6%
Africa	no disponible	no disponible	no disponible
<b>GLOBAL</b>	<b>21.5%</b>	<b>30.2%</b>	<b>26.3%</b>

*Información extractada de informes GSIA*

La estrategia predominante a nivel global sigue siendo la exclusión y la integración de factores ASG, ambos con una cobertura superior al 60% del total del patrimonio gestionado; si bien, las estrategias que están creciendo a un ritmo muy pronunciado son las inversiones de impacto y las inversiones temáticas, aunque aún representan un patrimonio reducido dentro de la inversión sostenible.

<b>Tabla 3</b>	<b>2012</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>	<b>Var '16-'1</b>
Basados en normas	3.038	4.385	6.120	101%
Criterios negativos	8.280	12.046	15.023	81%
Best in class	999	890	1.030	3%
Integración ASG	5.935	7.527	10.369	75%
Inversión temática	70	137	248	254%
Inversión de impacto	86	101	331	285%
Engagement y voto	4.589	5.919	8.365	82%

*Elaboración propia a partir de información extractada de informes GSIA 2012, 2014 y 2016.  
Expresado en billones de dolares americanos*

Una clara muestra de esta expansión se recoge en el gráfico 1, que representa la correlación de publicaciones relativas a inversiones sostenibles, el aumento de

signatarios de los PRI y el aumento del patrimonio invertido en activos sostenibles.

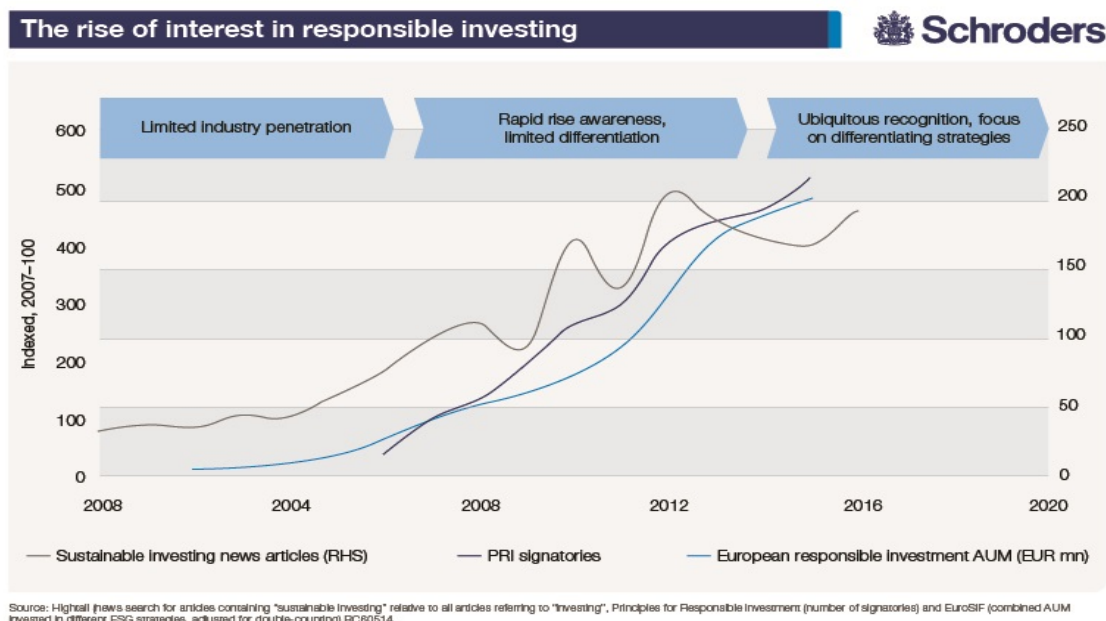


Gráfico 1. Informe Schroders

Sin embargo, en Europa, el principal mercado por volumen de activos, se identifican diferencias significativas entre países, “destacando Francia y Bélgica<sup>2</sup>, cuya combinación de mercados alcanza la mitad de FISR gestionados en Europa, mientras que Portugal, Grecia, Polonia y Lituania se sitúan a la cola” (Isidro, Zion, & Stefanu, 2017).

Asimismo, el gráfico 2, que representa el número de nuevos fondos de inversión responsables creados en los países desarrollados en las últimas décadas, evidencia este crecimiento en los principales mercados internacionales, donde apreciamos que, aparte de Francia; USA, Noruega y Australia también han destacado por su volumen.

<sup>2</sup> Datos del ejercicio 2016 extractados EAE Business School 2017, con fuente EuroSif.

PROPUESTA DE EXPANSION DE LA ISR EN EL MERCADO ESPAÑOL

Country	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2010	2010–201
Australia	0	2	19	88	4
Austria	0	3	9	19	2
Belgium	0	0	0	61	26
Canada	0	3	2	37	5
Denmark	0	0	0	5	1
Finland	0	0	1	0	0
France	2	13	35	136	32
Germany	0	0	0	15	3
Hungary	0	0	0	1	0
Italy	0	0	4	18	1
Japan	0	0	1	28	2
Netherlands	0	0	4	5	6
New Zealand	0	0	1	5	0
Norway	0	13	61	69	7
Spain	0	0	4	6	2
Sweden	0	2	27	28	4
Switzerland	0	0	6	30	11
United Kingdom	1	18	17	30	8
United States	1	0	34	53	0
Total	4	54	225	634	114

Gráfico 2. Información extractada de: “The Rise of SRI Funds” (Yan, Ferraro, & Almandoz, 2018)

### 5.3 ISR en España

El mercado español ha sufrido un cierto retraso en la adopción de los primeros productos socialmente responsables, que datan de finales de la década de los 90; si bien, hasta el ejercicio 2008 el volumen de activos responsables ha crecido de forma constante y regular. Durante la crisis, fundamentalmente en el año 2009, se registró un estancamiento en el volumen de activos ISR gestionado, tras un crecimiento decente en el periodo 2000- 2010; en la actualidad, el volumen de activos gestionados es de 185 miles de millones de EUR<sup>3</sup> (SpainSIF, 2018).

**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS BAJO GESTIÓN ISR EN ESPAÑA**



Gráfico 3. Fuente: Estudio SpainSIF 2016.

Sin embargo, a pesar de las positivas cifras de crecimiento de la ISR en España, hay muchas discrepancias respecto a las características del mercado europeo, no solo en

<sup>3</sup> Dato a 31 de diciembre de 2017, publicado en el informe SpainSif de 2018.

volumen, sino también en estrategia, tal y como reflejamos en la tabla 4:

<b>Tabla 4</b>	<b>Europa</b>	<b>España</b>
Basados en normas	29%	16%
Criterios negativos	58%	82%
Best in class	11%	1%
Inversión temática	1%	0%
Inversión de impacto	1%	0%
Engagement y voto	0%	0%

*Elaboración propia a partir de información extractada de informes KPMG 2015*

La ISR en España presenta las siguientes debilidades: “i. concentración, el 84% del patrimonio invertido está concentrado en tan solo tres fondos (...) ii. la contribución del inversor minorista un 2%; (...) iii. la estrategia de inversión predominante es la exclusión, lo que evidencia la simplicidad del mercado español” (Isidro, Zion, & Stefanu, 2017).

#### **5.4 Justificación de modelos y casos de análisis.**

Para la selección de los mismos tomamos como consideraciones los siguientes requisitos: i. las naciones seleccionadas han de ser de heterogéneas características y dispersos geográficamente; ii. otro requisito es que el grado de la ISR sea desarrollado o en fase de consolidación o avanzada; y, iii. que cuenten con un número relevante de trabajos y publicaciones en materia de ISR y RSC.

Los casos seleccionados son en primer lugar la región de Australia y Nueva Zelanda cuyo volumen de ISR no es una cifra muy significativa en términos absolutos pero nos ha llamado positivamente la atención por el “boom” registrado en el periodo 2012- 2014, donde la inversión sostenible pasó de pesar un 16% a un representativo 50% sobre el total de activos gestionados por IIC; asimismo, esta cifra nos indica que se trata de una ISR desarrollada y extendida. En segundo lugar, seleccionamos Francia por su papel líder de Europa y por ser el origen de la estrategia best-in-class caracterizada por ser una estrategia más genuina y avanzada; asimismo registran una elevada oferta de FISR y pretendemos indagar sobre su ISR al ser una nación vecina y con características similares a España. En último lugar, analizamos el mercado estadounidense en particular por su historia, ya que ha sido el origen de la ISR; por su mercado, ya que es el mayor del mundo con más actores pero menor acción institucional; y en última instancia, por el significativo número de autores y publicaciones en materia ISR.

## 6) CAPÍTULO 2. LA ISR EN AUSTRALIA Y NUEVA ZELANDA.

### 6.1 Contextualización del mercado ISR

La región ANZ (Australia y Nueva Zelanda) representa aproximadamente el 3% sobre el patrimonio mundial invertido en activos socialmente responsables<sup>4</sup>. Resulta relevante destacar que la inversión socialmente responsable por habitante se sitúa en torno a los 22 miles de euros<sup>56</sup>, siendo la proporción de activos responsables sobre el total de patrimonio gestionado por IIC es ligeramente superior al 50%.

<b>Tabla 5</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
No. FISR nacionales					43
ISR/ AuM	15% (*)	16%	50%	47%	56%
Volumen ISR	93	152	629	622	866
Broad	75	135	598	557	679
Core	18	17	32	65	187
% Broad	81%	89%	95%	90%	78%
% Core	19%	11%	5%	10%	22%
Crecimiento Broad	25%	80%	343%	-7%	22%
Crecimiento Core	20%	-6%	88%	103%	188%

*Expresado en billones (miles de millones) de dolares australianos*

*Elaboracion propia a través de información extractada de informes RIAA*

*(\*) dato 2011*

Se observa que el crecimiento acaecido en los últimos años es derivado de estrategias “Broad”. A partir de las encuestas anuales realizadas a todos los stakeholders de la industria se observa que:

(...) Los inversores institucionales están orientando sus carteras a inversiones con desempeño ambiental positivo y enfocadas en reducir las emisiones de carbono; (...) se aprecia presión de accionistas y activistas sobre acreedores para una evaluación más ética de los negocios que financian; (...) alineación de inversión y auge de la demanda minorista; (...) y, el debate de la rentabilidad se está orientando hacia la inversión sostenible, donde predomina un horizonte de inversión superior a 5 años. (RIAA, 2018)

Sin embargo, entre las barreras a la inversión sostenible destacan por orden de relevancia la “limitada comprensión del mundo ISR y falta de asesoramiento en materia

<sup>4</sup> Información extractada informe GSIA 2016. Tipo de cambio medio a 5 años.

<sup>5</sup> Cálculos basados en información extractada informe RIAA 2018.

<sup>6</sup> Dato en anexo 2, que incluye una tabla con los principales indicadores macroeconómicos de la región

de sostenibilidad en la inversión; falta de concienciación de actores públicos; y, dudas sobre el desempeño en rentabilidad de los productos ISR” (RIAA, 2018)

## 6.2 Oferta ISR

La ISR en la región ANZ está canalizada fundamentalmente a través de los fondos superannuation en Australia y KiwiSaver en Nueva Zelanda.

“Hay más de 500 superfunds en Australia con un volumen de activos superior a los 2.7 billones de dólares australianos” <sup>7</sup> (RIAA , 2018) (Mindful Money; RIAA, 2018), de los cuales 1.5 billones están concentrados en 53 fondos de inversión.

En Nueva Zelanda, “el volumen de activos es superior a los 41 miles de millones de dólares neozelandeses y más de la mitad de la población es miembro de esta iniciativa con más de 2,7 millones de participantes” (Mindful Money & RIAA, 2018).

“Se identifican 43 superfunds que se clasifican como socialmente responsables, de los cuales 42 han formalizado un proceso de revisión de inversiones y de los cuales 39 han expresado de forma explícita sus compromisos éticos en sus respectivos folletos informativos” (RIAA , 2018). La práctica totalidad de dichos fondos dispone de un Comité que asesora riesgos y oportunidades ASG e incluyen atención específica al riesgo de cambio climático, considerándose un criterio estratégico de inversión; asimismo, entre los objetivos más importantes se incluye la descarbonización de las carteras.

“Más del 60% de dichos fondos confía en la integridad de su información ASG, ya que se utilizan externos independientes certificados y realizan contribuciones económicas a investigación y desarrollo en cuestiones ASG”. (RIAA , 2018). La práctica mayoría de estos fondos están certificados por RIAA y promueven la inversión sostenible proporcionando información relacionada a todos los stakeholders en su reporte anual (integrado o específico).

La principal debilidad de estos fondos sigue siendo la implementación de indicadores cuantificables; ya que, “únicamente el 30% de los mismos los han implementado, basándose estos objetivos en: i. descarbonización; ii. gobernanza; y; iii. reporting” (RIAA , 2018).

“Otro aspecto diferenciador y muestra de una creciente oferta es que más de la mitad de los fondos responsables emplean a tiempo completo al menos un profesional y

---

<sup>7</sup> Información a 30 de junio de 2018, proporcionada por ASFA (Association of Superannuation Funds of Australia).

responsable en materia ISR” (RIAA , 2018).

En la siguiente tabla se recogen los principales fondos de la región, así como su performance a 5 años anualizado, el número de partícipes y volumen de activos expresado en dólares australianos a fecha 30 de septiembre de 2018. Adicionalmente se clasifican en función de si han obtenido la certificación (labelling) de la RIAA y si han sido reconocidos por “superratings”<sup>8</sup> como “Infinity Award”, que es el “reconocimiento más extendido en la región ANZ para categorizar los fondos más comprometidos en materia ética y ambiental” (Superratings, 2018).

Nombre del fondo	Partícipes	Rentabilidad balanced a 5 años	Volumen activos (miles de millones)	Infinity Award	RIAA certification
Australian Ethical Super	‘+ 41k	7,59%	‘+1.8	Y	Y
AustralianSuper	‘+ 2.2 M	10,50%	‘+130	N	N
Cbus	‘+760k	10,41%	‘+44	Y	N
Christian Super	‘+26k	7,77%	‘+1	Y	Y
First State Super	‘+780k	9,40%	‘+68	N	Y
Future Fund	‘+11k	7,20%	no disponible	N	Y
HESTA	‘+860k	9,50%	‘+44	Y	N
Local Government Super	‘+90k	8,95%	‘+10	Y	Y
Mercer Superannuation	‘+215k	8,54%	‘+22	N	Y
NZ Super Fund	no disponible	10,40%	‘+40	N	Y
Unisuper	‘+440K	10,14%	‘+65	Y	Y
VicSuper	‘+241k	9,71%	‘+20	Y	Y
Vision Super	no disponible	9,48%	‘+8	Y	N

*Elaboración propia a partir de información extractada de RIAA, RateCity y webs de gestoras de fondos*

Las principales diferencias que identificamos con el caso español son: i. existe una amplia diversidad de actores especializados lo que incrementa la profesionalización del sector por la mayor competencia en la industria, mientras que en el caso español, “la oferta está muy bancarizada” (FORETICA, 2010); ii. empoderamiento del ciudadano ya que la población activa remunerada es libre de seleccionar un vehículo de inversión sostenible si así lo desea, mientras que en el mercado español, aunque la inversión institucional es el pilar fundamental de la ISR, el ciudadano no tiene capacidad de decisión sobre el destino de inversión de sus contribuciones sociales; y, iii. hay más incentivos para una expansión de la oferta en la región ANZ promovida por la inversión en investigación en este campo de las gestoras de fondos.

Al mismo tiempo, las barreras de entrada al mercado de Superfunds se están reduciendo; a la vez que, los individuos tienen facilidades para cambiar sus inversiones. Asimismo, “nuevas “tech based start-ups” están aflorando y se caracterizan por priorizar

<sup>8</sup>Superratings es una plataforma especializada, que proporciona ratings en productos SuperFunds y Kiwisavers. Disponible en: <https://www.superratings.com.au/ratings-and-awards/>

la ética y sostenibilidad en su oferta”. (O Connor, 2018)

### **6.3 Demanda: radiografía del inversor en ANZ**

Los FISR en renta variable australiana y multisectorial han obtenido mejor rentabilidad que la media de los fondos tradicionales de larga capitalización en horizontes de 3, 5 y 10 años<sup>9</sup>, mientras que los FISR en RV internacional también han obtenido una rentabilidad superior a 3 años e igualado a 10 años a los fondos tradicionales (RIAA, 2018).

Este hecho no pasa desapercibido al inversor de la región ANZ que se está volcando hacia la inversión sostenible con cierto sesgo en materia ambiental.

Mediante el análisis de los resultados de encuestas a consumidores en Australia y NZ, identificamos diferencias entre el perfil inversor de estas dos naciones, por lo que procedemos a citar sus características de forma separada:

#### **6.3.1 Australia**

Unas circunstancias macroeconómicas más favorables que las vividas en el contexto internacional en las pasadas décadas generan “menor aversión al riesgo que el inversor internacional” (Deloitte, 2017)<sup>10</sup>. Aparte de contar con una base de ahorro superior<sup>11</sup> a la media internacional, cuentan con “mayor diversificación de inversiones, ya que más 60% de los australianos dispone de productos de inversión adicionales al superfund” (Deloitte, 2017).

En los mercados europeos el grupo generacional más castigado por la crisis y por tanto con menor ahorro y capacidad de generación de ingresos son los “millennials”; si bien, “la edad media del inversor australiano se está reduciendo, en los últimos 5 años, la proporción de jóvenes australianos con edades comprendidas entre los 18 y 24 se ha duplicado, pasando de un 10% a un 20%” (Deloitte, 2017). Este cambio, junto a un carácter más social de ésta población se refleja en el corte ético del inversor australiano

(...) un 92% espera que sus inversiones se lleven a cabo de forma ética o responsable; además, el 70% prefiere invertir en un superfund que considere aspectos ASG versus fondos con el objeto único de maximizar rentabilidad (...) Los

---

<sup>9</sup> Información extractada del “Responsible Investment Benchmarking Report de 2017 y 2018” publicado por RIAA.

<sup>10</sup> Referirse a gráfica no. 5, que representa la exposición a RV del inversor australiano vs. internacional.

<sup>11</sup> Incentivada por su propia gestión de contribuciones sociales.



millenials son los más éticos y en un 88% estarían dispuestos a cambiar su inversión para alinearla con sus valores (Deloitte, 2017).

Estas características conllevan que el inversor australiano sea “confiado e independiente, en la actualidad un 15% de los inversores australianos gestionan su superfund vía SMSF<sup>12</sup> y hay perspectivas de que aumente a un 30% a corto- medio plazo” (Deloitte, 2017); y “exige certificación, el 87% de los australianos prefiere invertir en una organización, producto o fondo responsable que haya sido certificado por experto independiente” (Deloitte, 2017) (RIAA, 2018).

Como principal barrera a la ISR desde el punto de vista de la demanda destaca la “carencia de información independiente disponible para realizar un cambio hacia un fondo ético o responsables” (Deloitte, 2017) (RIAA, 2018).

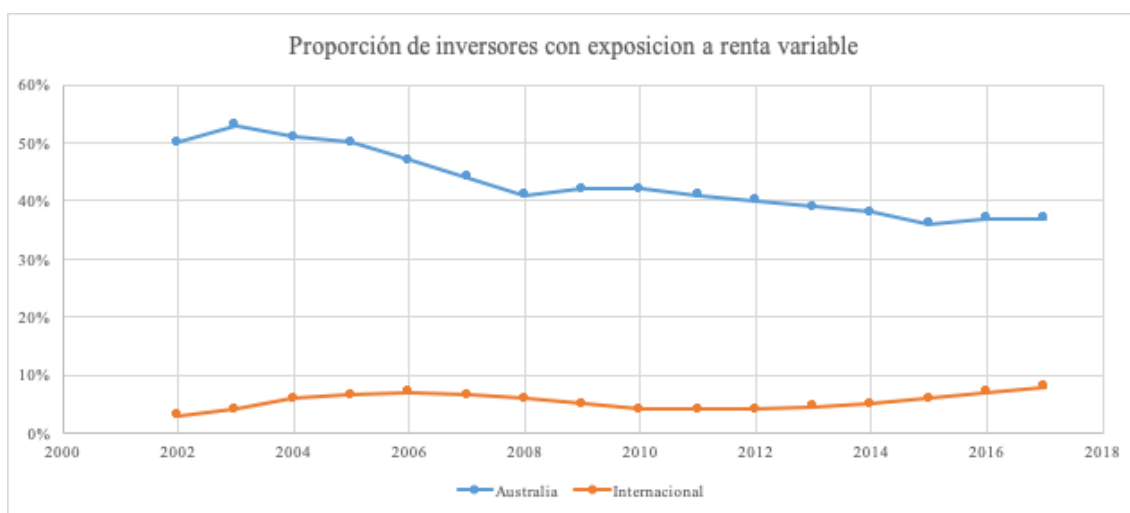


Gráfico 5. Elaboración propia con información del informe Deloitte: ASX Australian Investor Study 2017.

### 6.3.2 Nueva Zelanda

A diferencia de los australianos, los Kiwis<sup>13</sup>, tienen un comportamiento más reticente sobre la sostenibilidad que los australianos ya que “el 72% espera que su “kiwisaver” se gestione éticamente y el 62% cambiaría sus inversiones por cuestiones éticas” (Mindful Money; RIAA, 2018), versus “(...) 92% y 80% en AU respectivamente (...)” (Deloitte, 2017). Los Kiwis valoran su comodidad, siendo éste el “principal motivo para la selección de su gestor de activos” (Mindful Money & RIAA, 2018); suelen elegir fondos comercializados por sus bancos acostumbrando también a “escoger los fondos predeterminados por sus empresas” (Mindful Money & RIAA, 2018). Demandan

<sup>12</sup> SMSF, representa los fondos gestionados individualmente por los inversores minoristas

<sup>13</sup> Kiwi, denominación ampliamente extendida de los neozelandeses

certificación para invertir en productos responsables, pero en menor medida que los australianos “el 73% de kiwis prefiere invertir en productos certificados” (Mindful Money; RIAA, 2018)

Las principales barreras para la expansión ISR son la falta de información independiente; y, en mayor medida, la falta de tiempo para valorar las opciones de inversión. Adicionalmente, los neozelandeses son más escépticos en cuanto a la rentabilidad de los fondos éticos, la disponibilidad de opciones de inversión sostenible creíbles y una falta de entendimiento a la etiqueta “responsable” (Mindful Money & RIAA, 2018).

Observamos, por tanto, que el consumidor neozelandés es menos activo, menos involucrado y está menos informado que el australiano; si bien, hay un elevado nivel de concienciación social, “estando especialmente sesgada con lo relativo a la conservación y respeto por el medio animal” (Mindful Money & RIAA, 2018).

#### **6.4 Papel de la regulación e iniciativas de las instituciones.**

El gobierno australiano está llevando un papel activo en el desarrollo de iniciativas para la promoción de la inversión sostenible; si bien, “sigue en gran medida la referencia del Reino Unido” (Sherry, 2013), que tiene un papel más relevante que Australia para “reglar” el entorno de la ISR. Sin embargo, uno de los hitos más significativos es la actualización en el ejercicio 2005 de la legislación relacionada con el sistema Superannuation<sup>14</sup>, que “(...) proporciona a los beneficiarios libertad para escoger un fondo particular (...)” (Australian Government, 2005). Esta medida genera un entorno de flexibilidad en el que los trabajadores tienen alternativas a las propuesta estándar de sus empleadores.

El proceso de selección de fondos por los particulares se ha visto especialmente facilitado por la introducción en 2005 de la certificación de la inversión sostenible, se trata de una iniciativa pionera caracterizada por “ser auditadas por expertos independientes con una periodicidad de 2 años” (RIAA, 2015).

En palabras de Louis O’Halleron<sup>15</sup> “es la primera a nivel mundial y ya está siendo evaluada en Canadá y Europa (...) hemos llegado a un momento en el que los gestores tienen la necesidad de adquirir habilidades en esta área (...)” (Kachor, 2007)

---

<sup>14</sup> “Superannuation Legislation Amendment (Choice of Superannuation Funds) Act 2005”

<sup>15</sup> Presidenta del EIA (Ethical Investment Association), ahora denominado RIAA.

En línea con la literatura publicada por varios autores<sup>16</sup>, “los consultores pueden jugar un papel decisivo comunicando las tendencias a los gestores de activos (...), pero se han identificado una falta de demanda especializada (...) y conflictos de interés exacerbados por el cortoplacismo (...)” (Harnett, 2018); si bien, en la región ANZ esta afirmación difiere ya que éstos están más formados e interactúan con los inversores de forma activa, en estos mercados se han llevado a cabo jornadas de formación especializada a gestores, “su éxito ha sido tal, que se han extendido a los propios inversores particulares” (Kachor, 2007).

Los organismos reguladores, con el afán de incentivar el conocimiento financiero y promover la industria de la inversión aprueban legislación FoFA (Future of Financial Advice) en 2012, para mejorar la calidad del asesoramiento reduciendo los conflictos de interés y alineando los intereses del inversor y gestor, siendo el fin último abaratar el asesoramiento para dar mayor accesibilidad al público. “Se estima que en el ejercicio 2026/ 2027 los consultores y gestores proporcionen más 1.88 millones de consultas de asesoramiento de inversión frente a las 893 miles de consultas que se tramitaban antes de la reforma” (Girard, 2013).

Asimismo, hay un número relevante de medidas, fundamentalmente de corte ambiental y que apoyan inversión directa en proyectos que innovan con el objetivo de conservación del agua, cambio climático y la adopción de medidas motivadas por iniciativas internacionales como la CDP. Los órganos ejecutivos ejercen un papel dual, en el que no solo desarrollan la ISR mediante la formalización de reglas y normas, sino que realizan proyectos de inversión con fondos públicos. Estas medidas han generado un interés común por la inversión responsable. Varios ejemplos de estas medidas son, entre otros: i. constitución mediante el “Clean Energy Act” de 2011, de un Consejo Regulador de energía limpia, siguiendo compromisos ante Cambio Climático. (Department of Environment, 2011); ii. creación del CEFC (Clean Energy Finance Corporation), banco participado por el gobierno australiano con el fin de dotar financiación a proyectos ambientales limpios para reducir las emisiones de carbono invirtiendo en energías renovables, eficiencia energética y proyectos tecnológicos que reduzcan la contaminación, además de dichas inversiones se realizan programas millonarios para promover ciudades sostenibles y proteger los corales marinos. (Department of Environment, 2012); iii. aplicación del Greenhouse and Energy Minimum Standards Act con el objeto de formalizar el cumplimiento de los compromisos de

---

<sup>16</sup> Información extractada de Harnett 2018 en referencia a publicaciones de (Knight & Dixon 2011; Eurosif 2009; PRI 2017)

Australia con la Convención de Cambio Climático y la promoción de productos y tecnología que promuevan la reducción consumo energético y gases efecto invernadero y que contribuyan a la reducción de consumo energético y emisiones a través de otros productos. (Department of Environment, 2013).

Además de estas medidas ha habido otros hitos destacables en los últimos lustros que se representan en el gráfico 6, en un eje cronológico junto a la evolución de los activos en dicha región, donde interpretamos que el crecimiento registrado a partir del 2012 se debe a las medidas que se han fraguado en el lustro inmediatamente anterior; y deducimos que en los próximos ejercicios habrá una presumible continuidad de esta tendencia ya que actualmente se están llevando a cabo iniciativas más enfocadas a la promoción de la ISR con el conocimiento adquirido en las últimas décadas, así como un papel más activo de las instituciones y una mayor demanda por un público mejor informado.

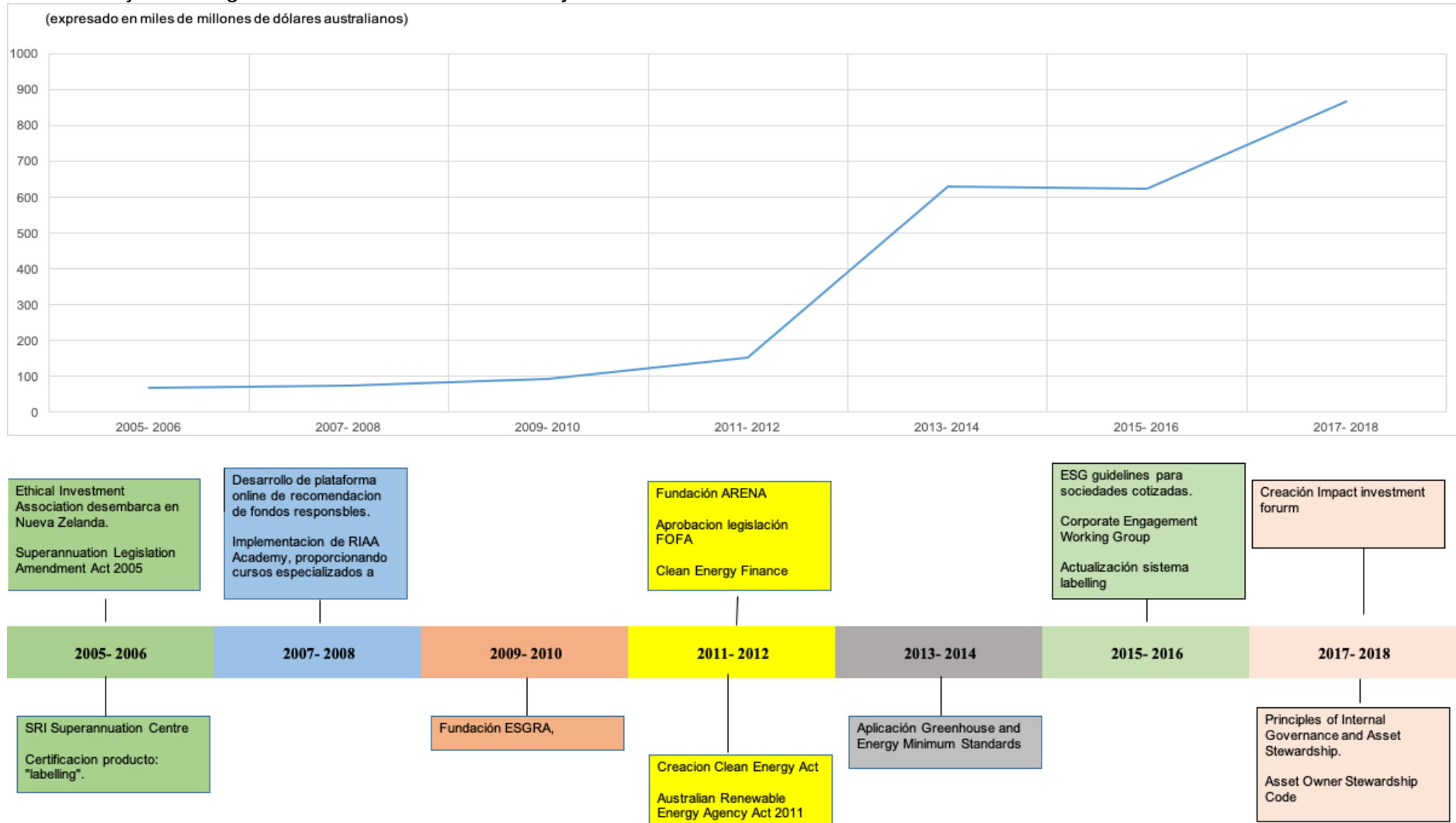
Asimismo, en la tabla 7 confirmamos estas observaciones ya que el mapeo de las acciones más representativas están enfocadas a la promoción de la inversión socialmente responsables, donde los entes públicos ejercen como facilitadores de información a la vez que “desbancarizan” y eliminan barreras de entrada a una industria en la que todo contribuyente tiene la posibilidad de ser un inversor responsable.

Tabla 7. Mapeo iniciativas región ANZ	Promocion ISR	Transparencia informativa	Participación directa ISR
SuperAnnuation Legislation Amendment Act	✓		
SRI Superannuation Centre	✓		
Labelling	✓		
Formación ISR stakeholders y desarrollo plataforma online	✓		
ESGRA	✓		
Legislación FoFA		✓	
Clean Energy Act (Clean Energy Finance)			✓
ARENA			✓
Greenhouse Energy Minimum Standards		✓	
Mejores practicas reporting ESG entidades cotizadas		✓	
Asset Owner Stewardship Code		✓	
Creación Impact Investment Forum	✓		
Corporate Engagement Working Group	✓		
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>2</b>
<b>Cobertura</b>	<b>54%</b>	<b>31%</b>	<b>15%</b>

Elaboración propia

PROPUESTA DE EXPANSION DE LA ISR EN EL MERCADO ESPAÑOL

Gráfico 6. Eje cronológico de iniciativas institucionales y evolución de activos desde 2005.



Fuente: Elaboración propia

### **6.5 Iniciativas de éxito más representativas.**

En nuestra opinión las medidas más significativas han sido el SuperAnnuation Legislation Amendment Act, que ha promovido un empoderamiento del ciudadano a partir del 2005 en la selección del destino de inversión de sus contribuciones sociales. Esta medida ha resultado clave ya que durante el paso de los años ha originado consecuentes cambios enfocados a atraer la inversión particular. En segundo lugar, la legislación más representativa ha sido el FoFA (Future of Financial Advice) de 2012, que facilita el acceso del público al asesoramiento financiero. La conjunción de estas dos medidas son el principal motor del boom registrado en esta región a partir del 2012.

También destacamos el innovador y pionero sistema de labelling en el 2005, que soporta el crecimiento y transparencia, pero su éxito también se deriva en cierta medida de la liberalización del destino de inversión de pensiones ya mencionado. El éxito de estas reformas hace que en los últimos años se estén actualizando como es el caso de "RIAA Academy"; revisión del proceso de certificación; y, tímidas mejoras a la legislación FoFA.

## 7) CAPÍTULO 3. FRANCIA, EL EJEMPLO DE EUROPA

### 7.1 Evolución de la ISR en Francia.

Francia es líder indiscutible en el mercado europeo y mundial de inversión responsable, gestionando un volumen de activos ISR superior a 3,87 billones de euros<sup>17</sup>, que representa un 28% del mercado europeo y aproximadamente el 15% del volumen de activos a nivel mundial (EUROSIF, 2018). Esto supone unos 57,8 miles de euros por habitante<sup>18</sup>.

La ISR en Francia ha crecido de forma muy significativa en la última década, fundamentalmente motivada por el tirón de “ (...) fondos relacionados con el Estado, (...) destacando entre ellos el Fondo de Reserva Francés (FRR) y los fondos de pensiones complementarios de empleados públicos (ERAFP y IRCANTEC)” (EUROSIF, 2016); asimismo, de forma indirecta “ha despertado el interés de otros gestores de fondos” (EuroSIF, 2008).

En el mercado francés predominan las estrategias Broad vs Core, estando además tradicionalmente definido por la estrategia Best in Class, siendo una de las más relevantes del mundo.

Los inicios de la ISR en Francia se fundaron a finales de los años 90, cuando un reducido número de gestores de activos decidieron deliberadamente llevar la responsabilidad social a la industria. Para materializar esta iniciativa, se desarrolló la estrategia “best-in-class”, que consistía en la selección de las compañías con una RSC más desarrollada independientemente de su industria (Arjalies, A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered, 2010).

<b>Tabla 8. Estrategias ISR Francia</b>	<b>2011- 2012</b>	<b>2013- 2014</b>	<b>2015- 2016</b>	<b>2017- 2018</b>
Best in class	115	173	322	295
Temática	1	4	43	21
Screening normas	680	1.119	2.651	1.846
Integración ASG		-	338	920
Engagement y voto	0	55	39	24
Exclusiones	16	473	666	769
Impacto	0	1	1	2
<b>Francia AuM</b>	<b>812</b>	<b>1825,629</b>	<b>3121,081</b>	<b>3876,451</b>

Fuente: elaboración propia a partir de información extractada de EuroSif y Novethic expresado en miles de millones de euros

<sup>17</sup> Dato extractado European SRI Study de 2018, publicado por EuroSIF en noviembre de 2018.

<sup>18</sup> Cálculo tomando como referencia datos extractados de EuroSIF 2018. Información en anexo 2.

Adicionalmente, resulta destacable el rápido crecimiento de la estrategia integración ASG, que cuentan con la relevante contribución de “(...) las compañías aseguradoras, que representan el 60% de la inversión institucional, (...) y que están apostando por el crecimiento vía estrategia integración ASG (...)” (EUROSIF, 2016)

## 7.2 Oferta

A finales de 2017 se identifican “ (...) 404 fondos de inversión socialmente responsables” (Novethic, 2018) gestionados por más de 55 gestoras y que representa un crecimiento significativos respecto a los (...) 395 FISR registrados en 2016” (Isidro, Zion, & Stefanu, 2017), pero fundamentalmente a los “(...) 80 fondos registrados en 2002” (Senior, 2007).

A pesar de ser un número muy significativo, la organización Novethic desde 2016 los clasifica en función de su impacto, identificando 123 fondos categorizados como de alto impacto que “proporcionan a los inversores con carteras elaboradas con criterios ASG sólidos, (...) el principal objetivo de Novethic es la focalización en productos con alto grado de innovación y que marcan tendencias de mercado (...)” (Novethic, 2018); dicha clasificación se realiza mediante encuestas y porcentajes de exclusiones y estrategia<sup>19</sup>.

En cuanto los activos ISR “se encuentran invertidos fundamentalmente en renta fija; mientras que la exposición a renta variable representa aproximadamente un 20%”. (EUROSIF, 2016).

Como se ha mencionado anteriormente la estrategia best-in-class es muy relevante, “(...) registrándose 242 fondos (...)”; mientras que los fondos con elevado impacto incluyen fondos temáticos, fundamentalmente de corte ambiental (Novethic, 2018).

Sin embargo, a pesar del elevado número de fondos de alto impacto a finales de 2017 tan solo “ (...) 40 cuentan con la etiqueta SRI y solo 7 han sido certificados con la etiqueta TEEC (...)” (Novethic, 2018); si bien, estas cifras están revertiéndose a buen ritmo ya que a finales de septiembre de 2018 del universo de FISR “(...) un total de 166 han recibido la etiqueta SRI (...); y, 22 FISR han recibido certificación TECC (...), a 15 gestoras” (EUROSIF, 2018).

Cabe subrayar, asimismo, el pionero surgimiento del primeros fondos SDG.

## 7.3 Demanda

Desde el punto de vista del inversor minorista, la demanda está creciendo, pero muy

---

<sup>19</sup> Información disponible en la página web de Novethic. Disponible en: <https://www.novethic.com>



tímidamente, a pesar de un crecimiento en los últimos 5 años de la tasa de ahorro de las familias francesas; es por tanto muy destacable la participación de los inversores institucionales que alcanza un 75% del total de activos socialmente responsables<sup>20</sup>.

El inversor particular se caracteriza por estar poco informado en materia de sostenibilidad, incluso entre aquellos partícipes en fondos ISR:

(...) un representativo 66% del público francés afirma no estar familiarizado con el término ISR, un 65% del público que cuenta con seguros de vida, un 59% de los que cuentan con planes de pensiones y un 52% de los inversores particulares en los mercados de valores (Vigeo Eiris; FIR, 2017).

Estas cifras son muy similares a las obtenidas en un estudio previo<sup>21</sup> con un 62%, pero dentro de este grupo “un 39% consideraba los criterios sociales y ambientales como muy relevantes en las decisiones de inversión” (Vigeo Eiris, 2013).

A pesar de dicha desinformación, son conscientes, y más de la mitad se preocupan por los impactos sociales y ambientales de sus decisiones de inversión; primando los criterios de corte social, entre ellos: “(...) respeto derechos humanos, igualdad de género, desempleo e igualdad, seguido por polución y cambio climático” (Vigeo Eiris; FIR, 2017).

Asimismo, es significativo subrayar que el inversor particular cree que “un producto SRI les daría mayor confianza en los profesionales gestionando sus activos” (Vigeo Eiris; FIR, 2017); ya que, la promoción de estos productos por parte de instituciones financieras es pobre y limitada, “tan solo un 3% de los encuestados han sido informados sobre las bondades de un producto ISR” (Vigeo Eiris; FIR, 2017).

La demanda SRI en el mercado francés ha estado moldeada por el rol de los gestores de fondos en su papel proactivo “(...) primando fundamentalmente la ISR por su potencial de generar rendimientos financieros en lugar de consideraciones éticas (...), y de la relación con inversores institucionales”. (Crifo & Mottis, 2013)

#### **7.4 Regulación e iniciativas de las instituciones**

Tradicionalmente en Francia, “el poder ha estado centralizado y hay cierta confianza en

---

<sup>20</sup> Dato extractado de European SRI Study 2018 de EuroSIF.

<sup>21</sup> Disponible en: <http://www.vigeo-eiris.com/french-investors-want-environmental-social-factors-taken-into-account-even-without-knowing-about-sri/>

la eficacia de la regulación para cambiar la sociedad” (Antal, 2007). En este sentido, Francia es una nación “(...) pionera en RSC, políticas y regulación” (Antal, 2007) (Avetisyan & Ferrary, 2013).

Uno de los hitos más significativos y precursor del movimiento ISR en Francia fue la creación de ARESE con el objetivo de “acercar la responsabilidad social hacia la industria de gestión de activos” (Arjalies, 2010); que acarrió el posterior desarrollo de estrategia best-in-class.

En la primera mitad de la primera década del siglo XXI, las instituciones han ejercido un rol activo en la elaboración de regulación con influencia positiva y representativa para la expansión de la ISR, que se resume en la siguiente tabla:

<b>Tabla 9. Iniciativas 2000- 2005</b>	<b>Año</b>	<b>Objetivo</b>
Fabius Law	2002	Promoción y participación directa en ISR de sistema público pensiones
Creción CIES	2002	Primera iniciativa emergente etiquetado. Certificación ISR
Creación FRR	2003	Fonds Reserves Retraites. Participación directa en ISR 28bn
Art 116 NRE law	2002	Reporting RSC. Publicación en informes anuales info MM.AA y aspectos sociales.
Fundación Novethic	2002	Promoción de ISR y transparencia informativa
ERAFP	2005	Reforma sistema pensión complementaria empleados públicos. Participación directa en ISR

*Elaboración propia*

Desde el ejercicio 2001 “las cotizadas francesas han reportado en su informe anual información relacionada con los impactos sociales y ambientales de su actividad (EUROSIF, 2012); y las autoridades no han cesado en su labor de formalizar legislación en materia ASG, como es el caso del artículo 224 de la ‘Grenelle II de l’environnement’ Law de 2012 que requiere a los gestores de activos “(...) reportar como toman en consideración los criterios ASG su política de inversión” (EUROSIF, 2012); adicionalmente, se traspasan estos requerimientos a “un abanico más amplio de organizaciones (SMEs y no cotizadas)” (EUROSIF, 2012). Estas normativas tienen como fin último mejorar comunicación e incentivar la transparencia y aplicación de factores ambientales, sociales y de gobernanza. Sin embargo, el hito más representativo en materia de reporting ha sido el Art. 173 de “Energy Transition Act”, que define los requerimientos de reporting relevantes a la aplicación de criterios ASG en su gestión, enfocadas especialmente en los riesgos por cambio climático”. (Husson- Traore, 2016). Esta iniciativa surge en respuesta a los compromisos adquiridos en el Acuerdo de París<sup>22</sup>;

<sup>22</sup> Legislación relevante a cumplimiento de calentamiento global: 2°C

en palabras de Trucost, “hace de Francia la primera nación en introducir requerimientos de información de carbón a los inversores”; asimismo, ha tenido un impacto global ayudando a “incrementar la demanda de información extra-financiera para las compañías” (Rust, 2016).

Adicionalmente, el gobierno francés ha demostrado su liderazgo mediante “(...) su activa participación en la preparación del Green Paper europeo proporcionando su política como modelo y poniendo como motor de competitividad de la industria a las agencias de rating de RSC (...)” (Avetisyan & Ferrary, 2013). Son las agencias de ratings, mediante su colaboración con gestoras de fondos quienes “(...) de forma informal, se comunican, comparten experiencias y juntos crean la actividad del movimiento ISR” (Arjalies, 2010); fruto de esta colaboración hacen del mercado francés un ejemplo de acción institucional, que simultáneamente contribuye a que las organizaciones sean más conscientes en materia de sostenibilidad.

Además de las iniciativas que promueven la transparencia informativa mediante legislación que incentivan requerimientos de reporting, el gobierno ha gestionado diversas actividades con el fin de complementar las anteriores persiguiendo un mayor impacto en la promoción de la ISR; las más representativas están relacionadas con el etiquetado y certificación de productos de inversión responsables. La primera iniciativa de calado fue la “Novethic SRI Label” implementada en 2009, cuyo objetivo es promover la transparencia, pero fundamentalmente las prácticas de inversión de los FISR para ofrecer a los inversores una herramienta más apropiada para conciliar sus inversiones con su perfil responsable (...)” (EUROSIF, 2012). En palabras de Michel Sapin,

La etiqueta SRI materializa el compromiso de las organizaciones por el cumplimiento de los criterios que concilian la consecución de rendimientos económicos con impactos positivos en materia ASG mediante la financiación de las organizaciones que contribuyen al desarrollo sostenible, independientemente de su actividad (Husson- Traore, 2016).

La segunda iniciativa de mayor calado es la certificación o etiqueta TEEC, que ha sido creada para “enfocar y dirigir las inversiones hacia la financiación de una economía verde, para incentivar la creación de nuevos fondos y promocionar las empresas con apropiado sistema de reporting verde” (Husson- Traore, 2016). “Novethic y Ernst & Young son las organizaciones que auditan y certifican dichos fondos” (EUROSIF, 2016).

Otras iniciativas relevantes con el fin de promocionar la ISR han sido “la implementación desde 2013 de la Vigeo Academic Conference, mediante la colaboración y

partenariados con numerosas instituciones y centros de investigación con el objeto de debatir estudios relevantes de ISR” (Vigeo, 2013); y, el lanzamiento en el 2017 del CAC40 Governance Index, que tal y como afirma Fouad Benseddik (Director de Relaciones institucionales en Vigeo), “(...) responde a una fuerte demanda y conducirá a un mayor reconocimiento de las organizaciones que cuentan con un sistema de gobernanza más responsable” (Euronext; Vigeo Eiris, 2017).

Como hemos descrito el rol del Gobierno francés se ha enfocado en fomentar transparencia incrementando el nivel de escrutinio en materia de reporting extra-financiero para incentivar que los actores por parte de la oferta, ya de por si de corte ético, desempeñen y desarrollen la ISR de forma más eficiente; un claro ejemplo ha sido Cheuvreux, “primer bróker de origen francés signatario de los PRI” (Arjalies, 2010).

Sin embargo, además de las iniciativas ya comentadas actúan desde el ejemplo al participar directamente en productos socialmente responsables como es el caso del FRR y AGRIC- ARCCO, que gestionan los fondos públicos de la Seguridad Social y planes de pensiones complementarios de empleados públicos, caracterizados por solo invertir en productos responsables. Otro ejemplo de esta línea de actuación es el auge de los bonos soberanos verdes a partir del 2017, “(...) son ambiciosos en tamaño (...), el momento de los Bonos soberanos verdes ha comenzado” (Patzdorf, 2017).

Como se observa en el gráfico 7, se aprecia un cambio de tendencia ascendente y significativo a partir del ejercicio 2011, donde el volumen de activos ISR ha ido creciendo a tasas significativas y constantes. Creemos que el papel de las instituciones ha sido muy relevante, inicialmente incentivado de la inversión directa de fondos de pensiones públicos.

Se confirma, en la tabla 10, el papel más regulador y activo de las autoridades francesas en participación directa y en la promoción de transparencia; si bien, éstas medidas, son complementarias y facilitadoras del fin último institucional que es la promoción de la ISR, que representan un 46% de las iniciativas analizadas.

<b>Tabla 10. Mapeo iniciativas Francia</b>	<b>Promocion ISR</b>	<b>Transparencia informativa</b>	<b>Participación directa ISR</b>
Transparecy Code for Public SRI Funds		✓	
AGRIC- ARCCO			✓
Cheuvreux	✓		
FRR/ SRI Screening			✓
Implementación SRI label for Responsible Investment funds	✓		
Art. 225 of the ‘Grenelle II’ law		✓	
Art. 224 of the ‘Grenelle II de l’environnement’ Law		✓	
Implementación de Vigeo Academic Conference	✓		
Article 173 of the Energy Transition Act.		✓	
EETC Label: certificaciones EY & Novethic	✓		
Auge fondos soberanos bonos verdes			✓
CAC40 Governance Index	✓		
Positive investors Forum	✓		
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>Cobertura</b>	<b>46%</b>	<b>31%</b>	<b>23%</b>

*Elaboración propia*

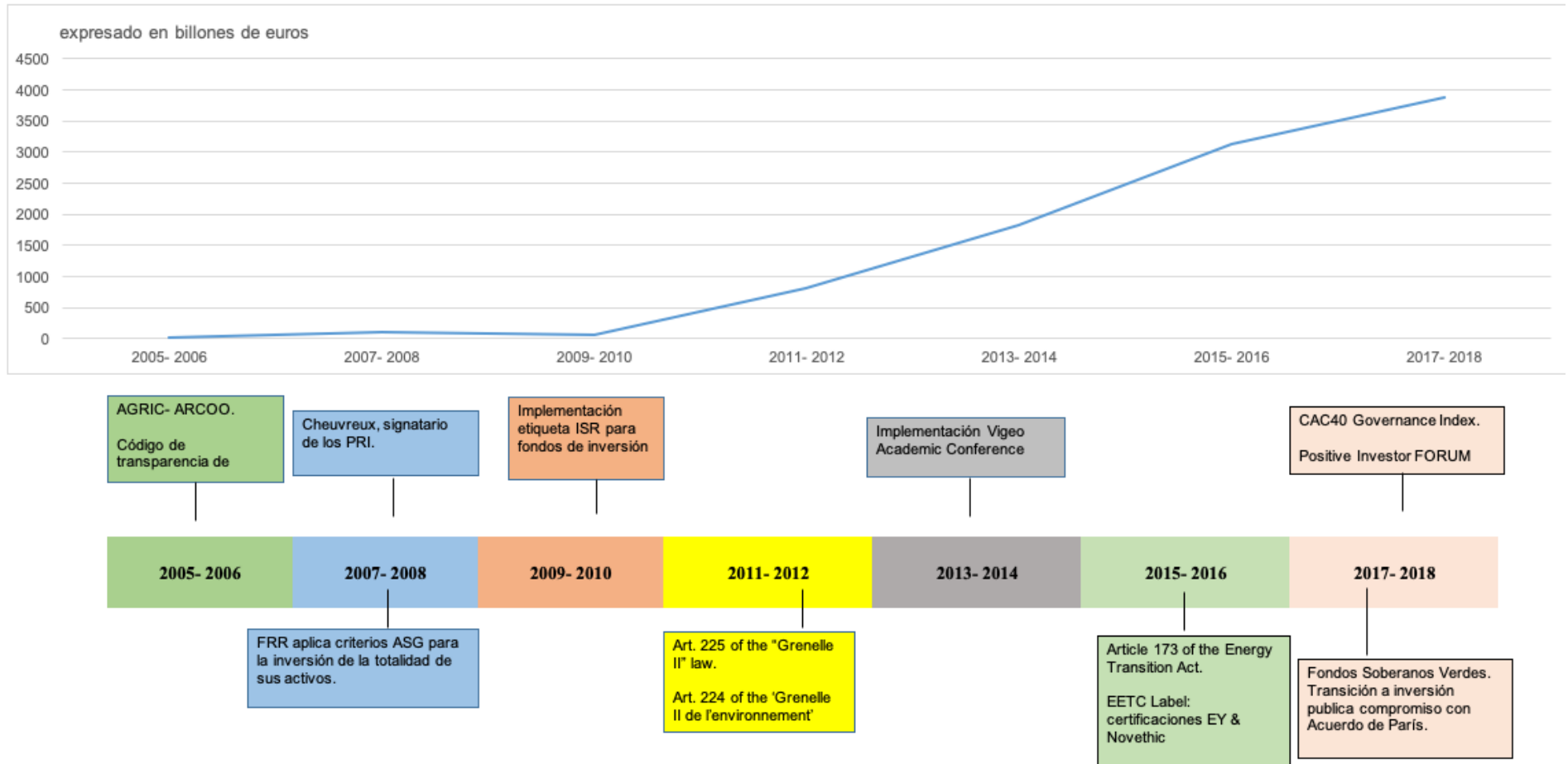
### 7.5 Éxitos más relevantes

Tras la evaluación del análisis temporal podemos concluir que las dos iniciativas más relevantes han sido el labelling SRI de 2009, que ha contribuido significativamente al desarrollo del mercado en años posteriores; y, en segundo lugar la nueva iniciativa TECC, que está teniendo actualmente una sonada repercusión e impacto en el sector. El buen hacer de las instituciones en materia de etiquetado y reporting hace que la gestores de fondos dispongan de información relevante para consolidar una oferta de ISR más amplia y eficaz, punto que caracteriza el liderazgo francés en ISR y best-in-class.

Los compromisos adquiridos en el Acuerdo de Paris y la última regulación de reporting y etiquetado ambiental implementados a partir del 2016 conducirán a una continuidad de dicha tendencia alcista.

Hay diversa literatura sobre el trasfondo real de la expansión de la ISR en Francia en las últimas décadas; mientras autores como Arjalies D. (2010) reconocen que “ (...) el origen es un movimiento social impulsado por las instituciones existentes”, otros autores como Déjean et al (2013) interpretan que “(...) dicha tendencia responde solo a objetivos económicos” (Arjalies, 2014); si bien, interpretamos que ambas están estrechamente relacionadas ya que conducen a un mismo fin, y dicha expansión no hubiese sido posible sin las medidas facilitadoras ejecutadas por las instituciones francesas.

Gráfico 7. Eje cronológico expansión ISR e iniciativas institucionales en el mercado francés.



Fuente: elaboración propia.

Nota: dato extractado de cierre 2008 difiere en reporte EuroSIF y Novethic por diferentes interpretaciones de definiciones relativas estrategias SRI.

## 8) CAPÍTULO 4. EL MERCADO NORTEAMERICANO

### 8.1 Cifras

EE.UU. es el país con la inversión responsable más desarrollada del mundo, gestionándose un total de 12 billones de dólares (USSIF, 2017), lo que supone un total de 37 miles de dólares por habitante<sup>23</sup>.

<b>Tabla 11. Estrategias ISR USA</b>	<b>2005- 2006</b>	<b>2007- 2008</b>	<b>2009- 2010</b>	<b>2011- 2012</b>	<b>2013- 2014</b>	<b>2015- 2016</b>	<b>2017- 2018</b>
Best in class	-	-	-	623	501	246	n.d.
Temática	-	-	-	-	30	73	n.d.
Screening normas	-	-	-	-	-	-	n.d.
Integración ASG	1.685	2.098	2.512	1.204	4.739	5.811	n.d.
Engagement y voto	703	739	1.497	1.540	1.716	2.558	n.d.
Exclusiones	-	-	-	2.820	4.441	3.575	4.487
Impacto	20	25	41	61	69	123	185
<b>USA AuM</b>	<b>2.290</b>	<b>2.711</b>	<b>3.069</b>	<b>3.740</b>	<b>6.572</b>	<b>8.723</b>	<b>11.995</b>

Fuente: elaboración propia a partir de información extractada de USSIF y GSIA expresado en miles de millones de dólares americanos

En cuanto a las estrategias más relevantes destacan la integración ASG, las exclusiones y el engagement accionario y voto, como se aprecia en la tabla 11<sup>24</sup>. “Los gestores de fondos están incorporando factores ASG en sus carteras, promovido por una creciente demanda institucional y retail, así como por la alineación de valores y misión de las gestoras de fondos” (USSIF, 2016).

En esta economía también resulta significativo el crecimiento de “inversión de impacto en la comunidad (...) promovidas por un incremento de la demanda. Bancos sociales y asociaciones de crédito se han beneficiado de esta tendencia (...) también impulsada por las ayudas del Tesoro Americano para atenuar los efectos de la crisis (...)” (Social Investment Forum Foundation, 2010).

El tamaño de la industria se ha multiplicado por 6, con un crecimiento medio superior al 30% anual<sup>25</sup>, y con perspectivas positivas en los próximos ejercicios. En palabras de Amy O’Brien (Responsable ISR en TIAA),

Los inversores están comenzando a asimilar el valor de las consideraciones ASG para gestionar el riesgo y mejorar el rendimiento financiero (...). Intensificando la atención a problemas relevantes como el cambio climático e igualdad de género,

<sup>23</sup> Referirse a datos macroeconómicos expuestos en anexo 2

<sup>24</sup> Información publicada anualmente por USSIF. Duplicidad de las cifras reportadas por estrategia, ya que un producto puede incluirse en dos categorías.

<sup>25</sup> Cálculo realizado con información extractada USSIF.

veremos nuevas soluciones a estos desafíos que se traducirán adicionalmente en un mayor valor para el accionista en los próximos años (Business Wire, 2018).

## 8.2 Oferta

La oferta se caracteriza por el elevado número de actores, en 2018 “se identifican un total de 365 gestores de fondos y 1145 IIC incorporando criterios ASG; mientras que se identifican 165 inversores institucionales ejerciendo activismo accionarial” (USSIF, 2018). Esta oferta se canaliza fundamentalmente mediante la comercialización de fondos de inversión; entre los que la integración de criterios ASG empieza a cobrar especial relevancia ya que en 2018 “más del 31% de los gestores de fondos están aplicando criterios ASG para mitigar riesgos sociales y de gobernanza (...). Más de un 60% de los gestores de fondos consideran que estas consideraciones se estandarizarán en la industria en los próximos ejercicios, incidiendo en la necesidad de mejorar las herramientas disponibles para monitorear el rendimiento extra-financiero”. (Natixis, 2017).

Fig. B: Investment Funds Incorporating ESG Factors 1995–2016											
	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012	2014	2016
Number of Funds	55	144	168	181	200	201	260	493	720	894	1,002
Total Net Assets (In Billions)	\$12	\$96	\$154	\$136	\$151	\$179	\$202	\$569	\$1,013	\$2,457	\$2,597

SOURCE: US SIF Foundation.

NOTE: ESG funds include mutual funds, variable annuity funds, closed-end funds, exchange-traded funds, alternative investment funds and other pooled products, but exclude separate accounts, Other/Not Listed, and community investing institutions. From 1995-2012, separate account assets were included in this data series, but have been excluded since 2014, in order to focus exclusively on commingled investment products.

Tabla 12. Extractada del informe de Tendencias de Mercado publicado por USSIF (USSIF, 2016)

Entre las estrategias más utilizadas entre los gestores “(...) un 61% usan una combinación de estrategias basadas en normas y exclusiones; aproximadamente la mitad llevan a cabo estrategias de impacto y temáticas”. (USSIF, 2016).

En cuanto a la temática, el cambio climático “es el factor medioambiental más considerado” (USSIF, 2016); y, se aprecia una tendencia incipiente y significativa en inversiones de relacionadas con la igualdad de género “con un volumen de 529 miles de millones de dólares americanos”. (Pension Benefits, 2017).

Sin embargo, como deficiencias, destaca la poca transparencia y limitada colaboración de gestores de fondos para clarificar la composición de sus carteras, “más de un 40% de los encuestados por USSIF no dan detalles al respecto” (USSIF, 2018).



### **8.3 Demanda**

La mayoría de la población norteamericana tiene acceso a un sistema definido de pensión para el retiro que se caracteriza por tener cierta exposición a renta variable; sin embargo, “(...) tan solo menos de un tercio de ellos disponen de inversiones adicionales no relacionadas con el retiro estando las mismas generalmente invertidas en fondos de inversión y participaciones en el capital de empresas cotizadas en una proporción superior al 75%” (FINRA, 2016). Son los individuos con planes de ahorro para el retiro los más concienciados con la sostenibilidad, donde más de un 80% cree que los criterios ASG pueden jugar un rol relevante en su cartera y que desean un alineamiento de sus valores con su inversión” (Natixis, 2017); si bien, la puesta en marcha y materialización de dicha creencia resulta más compleja ya que “un 48% de dicha población afirma no haber realizado cambios en su cartera para alinear valores” (Natixis, 2017). “A pesar de que dicha información está disponible, la necesidad de los inversores de indagar y profundizar en los valores de sus inversiones (...)” (Natixis, 2017) resulta un freno para el desarrollo de este mercado.

Otra barrera al desarrollo de la ISR es la reducida expansión del asesoramiento profesional, “tan solo un 56% de los inversores con ahorros adicionales a los planes sistemáticos de pensiones cuentan con estos servicios” (FINRA, 2016); estando además enfocados a inversores maduros, que cuentan con un perfil “menos” responsable; “al mismo tiempo los jóvenes se muestran más escépticos y comienzan a confiar en asesoramiento robotizado” (FINRA, 2016). Asimismo, “más de un 67% de la población considera que hay una falta experiencia de los asesores financieros en materia ISR, y el crecimiento de la industria pasa por un aumento en la formación de estos profesionales (...)” (Mercer, 2006).

Entre los grupos demográficos más concienciados con la ISR destacan los millennials, “que son significativamente más propensos a incluir estándares ASG en sus decisiones de inversión que el resto de generaciones precedentes (...), más del 70% de millenials han realizado inversiones de impacto en comparación con un 30% de la generación baby-boomers y anteriores” (Hahn, 2018).

### **8.4 Papel de las instituciones**

“EE.UU. es reconocido como el país donde la RSC tiene sus orígenes (...)” (Stiftung & GTZ, 2007); y, a pesar de la “(...) inexistencia de regulación específica en materia de RSC (...)” (Government Accountability Office, 2005), actualmente se hace referencia a legislación antigua que fue pionera y trata temática relacionada con la inversión

responsable, fundamentalmente de materia ambiental y cambio climático y relacionada como la fundación del ERISA (Employment Retirement Income Security Act). En la siguiente tabla se resumen las principales regulaciones pioneras:

<b>Tabla 13. Legislación pionera EE.UU.</b>	<b>Año</b>
National Environmental Policy Act	1969
Occupational Safety and Health Act	1970
Endangered Species Act	1973
Employee Retirement Income Security Act	1974
Clean Water Act	1977

*Elaboración propia con información extractada de: Bertelsmann Stiftung (2007) y Avetisyan & Ferrary (2013)*

Si bien el éxito de la ISR en EE.UU. no se debe al papel facilitador del gobierno, sino “al nivel de compromiso del sector privado (...), bien obteniendo una ventaja competitiva usando RSC como un pilar de la estrategia de la organización o como un medio para responder a la presión de consumidores y stakeholders” (Stiftung & GTZ, 2007). “La institucionalización de la RSC en EE.UU. está conducida por el mercado (...), marcada por larga tradición filantrópica y como respuesta a las críticas a las multinacionales americanas” (Avetisyan & Ferrary, 2013) donde resultan comunes la participación de coaliciones de empresarios, universidades, organizaciones religiosas y ONGs que empoderan los requerimientos de sostenibilidad a las organizaciones. Está influencia del mercado ha sido materializada con la creación de los primeros índices de corte responsable en la década de los 90; entre ellos destacan: i. The World Index, o DJSI World, en 1999; ii. Calvert Social Index; y. Iii. Domini 400 Social Index.

Numerosos autores inciden en que la “(...) desregulación promovida por el Gobierno norteamericano durante la década de los años 80 y 90 ha generado un entorno donde las corporaciones gozaban de mayor libertad y actuaban de forma más irresponsable (...)” (Avetisyan & Ferrary, 2013); una muestra de tales prácticas se han evidenciado mediante los numerosos escándalos, entre ellos: crisis subprime, Enron, Refco, Chiquita Brands, WorldCom ... los cuales llevaron a las autoridades a la aprobación de la regulación SOX (Sarbanes- Oxley) que “ (...) requiere a las organizaciones a publicar un código ético adoptado por el CEO, el CFO y el Responsable de Contabilidad” (Renneboog, Ter Horst, & Zhang, 2008).

Entre las medidas más recientes que ayudan al impulso de la ISR destaca en 2007 el lanzamiento del KLD Global SustainabilitySM Index (GSI) and Index series, que incluye a las organizaciones con mejor representación ASG en todos los sectores. En palabras de Thomas Kuh (Managing Director de KLD Research) "KLD lanza GSI en respuesta a

la creciente demanda institucional de opciones de inversión sostenibles” (CSR Wire, 2007).

Otra medida de similares características por enfocarse en criterios ASG es el cambio en la regulación ERISA promovido por DoL (Department of Labor) que tuvo su origen en 2010 con la promulgación de una guía de buenas prácticas anticipando futuros cambios “(...) limita el universo de inversión con criterios ASG alineados con los objetivos del ERISA (...)” (Burr, 2016), tal y como afirma Ben Yeoh (Sr. Manager RBC Global Asset Management) y Heather H. Myes (Russell Investments) “esta regulación está añadiendo momentum a la ISR y a la integración ASG por gestores de fondos, al mismo tiempo que el público se siente más confiado de su utilización” (Burr, 2016). Asimismo, se introduce en 2013 el “Federal Employees Responsible Investment Act” para establecer la ISR como opción bajo el TSP (Thrift Saving Plan), que es una iniciativa similar a la ya mencionada pero fundamentalmente orientada a los empleados públicos, donde “(...) al menos se ha de referenciar a un índice de sostenibilidad que haya sido verificado en materia de gobernanza, ambiental, relaciones laborales, seguridad de producto, derechos humanos, libre de participación en regímenes opresivos y relaciones de impacto con la comunidad (...)” (US Government, 2013).

En materia de medio ambiente y cambio climático se han llevado a cabo iniciativas derivadas de los principales compromisos internacionales, a pesar de que aún no se han ratificado, entre ellos: el Protocolo de Kyoto y el Acuerdo de París. Entre estas medidas destacan por su relevancia, el “Presidential Climate Action Plan” y “The Clean Power Plan”, “iniciativas de la Administración de Obama para establecer objetivos de emisiones de carbono por cada estado para reducir los niveles en 2030” (GSIA, 2016). Esta estrategia también ha sido la respuesta a las crecientes presiones a instituciones federales como el caso “Massachusstes v. Environmental Protection Agency” de 2007, donde “diversos Estados solicitan judicialmente a la EPA regular las emisiones ya que lo consideraban obligación y responsabilidad de su mandato” (Adler, 2007).

En el apartado social y generalmente dentro de las inversiones de impacto es dónde el Gobierno norteamericano realiza su participación en proyectos ISR, entre los más significativos se ha desarrollado y extendido el uso del “Social Impact Bond (SIB)” , también comúnmente denominado “pay-for-success” y “social impact partnership,” que “(...) proporcionan, mediante la inversión, soluciones a problemáticas sociales. Relacionan la rentabilidad financiera a la consecución de objetivos sociales cuantificables” (Social Finance, 2018).

Otra medida social de sonada repercusión fue el American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) de 2009 desarrollada por Build America Bonds (BABs),

Financiaban bonos con el objeto de catalizar inversión para estimular la economía y crear oportunidades laborales durante la recesión (...), esta iniciativa federal proporcionaba a los municipios subsidios significativos para que los gobiernos locales canalizaran la inversión con retornos atractivos para los inversores (...) (IRI at Harvard University, 2012).

Pero, son las iniciativas en materia de gobierno corporativo las que han acaparado mayor atención de las instituciones, realizándose diversos y cuantiosos cambios en la última década. La regulación más amplia adoptada en este sentido es la Dodd- Frank que “transforma la regulación del sector financiero norteamericano tras los últimos fraudes financieros acaecidos que condujeron a la crisis” y suponen un fortalecimiento de la anterior normativa de Sarbanes- Oxley, fundamentalmente promoviendo incentivos a “whistleblowers” para denunciar actividades no éticas en el seno de las organizaciones. “Este programa cuenta con líneas de actuación en dos aspectos: incentivos monetarios y medidas de protección ante represalias de empleadores” (Vanatko, 2018).

Subsecuentes iniciativas se han llevado a cabo como el “Fiduciary Rule” y “Corporate Governance Reform and Transparency Act” centradas fundamentalmente en el empoderamiento del inversor minorista regulando la participación de los mismos en la estructura de gobierno de las organizaciones y fomentando la transparencia y el reporte de información.

Así, mediante SEC Rule 14a-8 conocida como “The shareholder proposal rule”, se permite a todo inversor con una participación superior a 2,000 dólares mantenidos en su cartera durante al menos un año a ejecutar su derecho de voto en juntas anuales (Higgins, 2017)

Si bien, no ha habido una continuidad en parte de las reformas acaecidas en los últimos años, como es el caso de “The Financial CHOICE Act” de 2017 que pretende desregularizar algunos de los avances logrados en la pasada década, “(...) excluyendo los requerimientos para ser considerado un whistleblower para incentivos monetarios” (Vanatko, 2018). Diversas organizaciones en pro de la sostenibilidad (PRI y US SIF, entre otras) muestran sus preocupaciones al respecto al considerar que “la dirección de

las nuevas reformas debilita los derechos del inversor (...) limitando el ejercicio de derecho a voto de inversores mediante revisión de los requerimientos (...)" (PRI, 2018).

A partir de datos facilitados por el Estado, se observa que dos tercios de los programas, políticas y actividades en pro de la sostenibilidad se han llevado a cabo facilitando partenariados con otras organizaciones (...) (Business and the Environment, 2005), destacando: "EPA's Climate Leaders Program", "Voluntary Principles on security and Human Rights"... Adicionalmente, otras iniciativas de calado para la expansión de la ISR han tenido lugar recientemente, fundamentalmente llevadas a cabo por instituciones no relacionadas con el Estado, enfocadas a promover la ISR mediante la publicación de prácticas y líneas de comunicación con stakeholders. Por mencionar las más relevantes subrayamos: "Policy toolkit" por USSIF, "que ayuda a los miembros a institucionalizar políticas como estrategia en sus actividades" (USSIF, 2017) "A Guide for Retail Investors", que resulta representativa porque "proporciona soporte para obtener servicios de profesionales en ISR. (USSIF, 2017); la creación de un "Company Calls Committee y Member Programming Committee" (USSIF, 2017). Otra iniciativa reciente relevante se corresponde con la creación del "Chartered SRI Conselor", iniciativa promovida por la colaboración entre el College of Financial Planning y USSIF, que en palabras de Lisa Woll (CEO de USSIF): "el programa ha sido diseñado para cubrir la demanda de especialización en sostenibilidad, ISR e inversión de impacto, promovida por inversores institucionales y minoristas" (Min, 2018).

La siguiente tabla muestra el mapeo de las iniciativas identificadas con las dimensiones objeto de análisis en este trabajo; si bien no se han incluido varias de las mencionadas por no considerarse representativas como es el caso de la mayoría de iniciativas del 2017 y 2018 al no disponer de datos para medir su efecto y la Financial CHOICE Act, al tener un efecto desregulador y negativo. Se observa, al igual que en los dos casos analizados en los capítulos anteriores, y a pesar del distinto rol de las instituciones públicas que la mayoría de iniciativas se enfocan a la promoción de la ISR, seguido de la transparencia informativa; si bien, EE.UU. es la nación analizada con menor número de iniciativas de participación directa en ISR, condicionado primordialmente por la distinta naturaleza del sistema de pensiones implementado.

Tabla 14. Mapeo iniciativas EE.UU.	Promocion ISR	Transparencia informativa	Participación directa ISR
KLD crea GSI y GSE Index	✓		
Massachusetts v. Environmental Protection Agency	✓		
Presidential Climate Action Plan	✓		
Guía DOL para integración ESG en fondos pensiones (ERISA)	✓		
White House Office of Social Innovation and Civic Participation created; Healthy Food Financing Initiative (HFFI) launched; American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) enacted			✓
Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act		✓	
SEC Guía información riesgos climáticos cotizadas		✓	
"Policy Toolkit"	✓		
Social Impact Bond			✓
Clean Power Plan	✓		
Fiduciary Rule		✓	
Shareholder Proposal Rule		✓	
Corporate Governance Reform and Transparency Act (H.R. 4015)		✓	
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>2</b>
<b>Cobertura</b>	<b>46%</b>	<b>38%</b>	<b>15%</b>

Elaboración propia

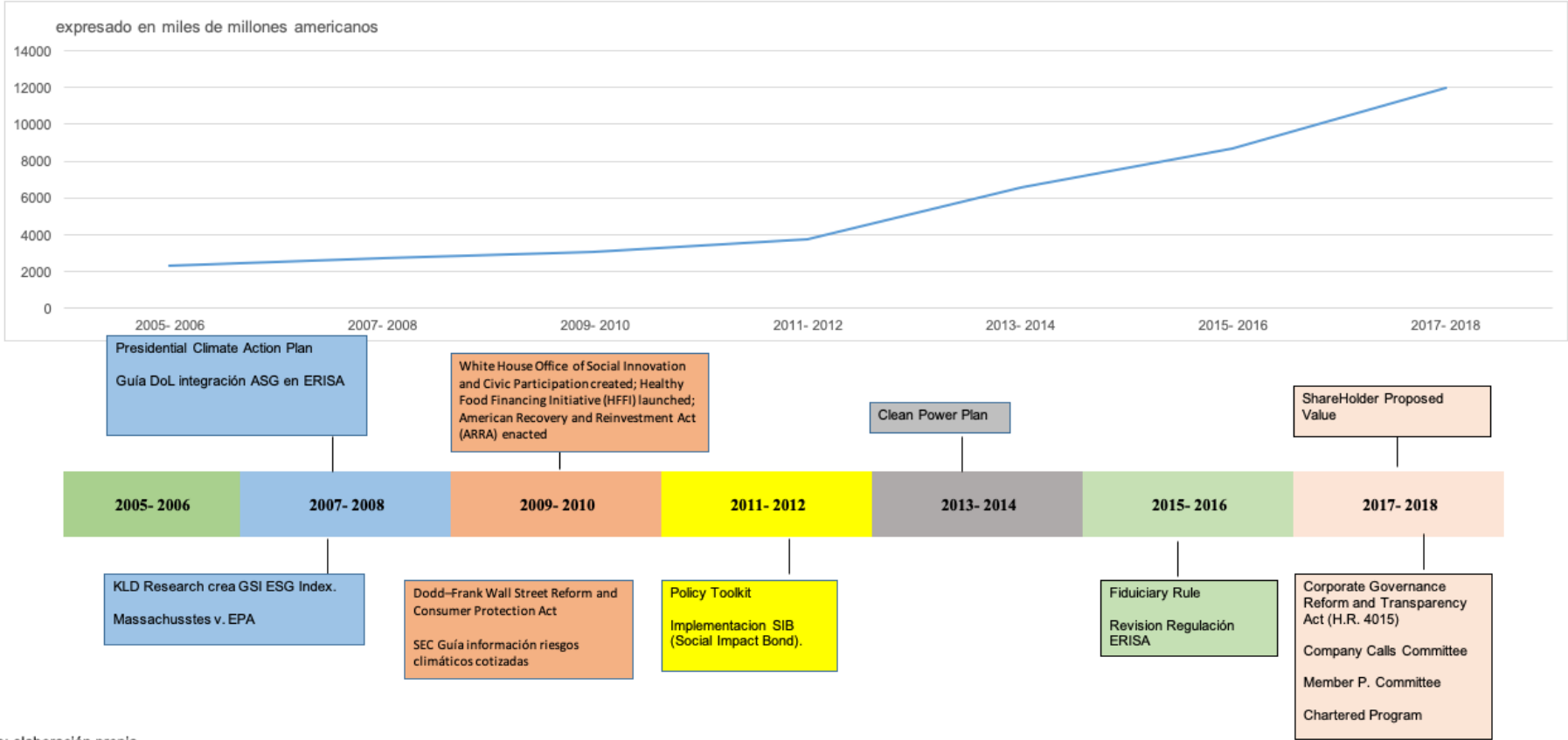
En el gráfico 8 se expone cronológicamente la evolución del mercado ISR, junto con las iniciativas más relevantes, apreciándose que el mayor crecimiento se da desde la crisis de 2008.

#### 8.4 Iniciativas de éxito

En nuestra opinión el éxito más significativo se da a partir del 2011 empujado por la nueva reforma de Wall Street (Dodd Franck) y un mayor grado de concienciación sobre la importancia de la sostenibilidad y su positiva correlación con la rentabilidad financiera, en línea con las afirmaciones de los gestores entrevistados por USSIF “(...) entre las razones para incorporar factores ambientales, sociales y de gobernanza en decisiones más de un 85% responde que se deriva de una petición expresa de sus clientes” (Social Investment Forum Foundation, 2010). Asimismo, consideramos que esta reforma ha contribuido significativamente a la toma de conciencia del inversor particular por la repercusión y el impacto de su alcance, tal y como se confirma en la tabla 2, donde observamos que la proporción de activos responsables sobre el total de activos se han duplicado desde el 2012, ejemplo no tan palpable en Europa y otras economías comparables (a excepción de la región ANZ, previamente explicada).

Otro factor que ha servido de trampolín a la ISR, especialmente relacionado con inversiones en la comunidad local ha sido la “(...) asistencia de los programas del Tesoro (Fed) en 2009 a las instituciones financieras en forma de estímulo económico y motor de la recuperación económica” (Social Investment Forum Foundation, 2010).

Gráfico 8. Eje cronológico expansión ISR e iniciativas institucionales EE.UU.



Fuente: elaboración propia.

## 9) CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES

El alcance del trabajo es limitado, enfocándose fundamentalmente a identificar acciones de éxito específicas de la ISR en otros mercados. Aunque la literatura existente es extensa en cuanto al desempeño financiero de la ISR en cada mercado de forma individual, el número de publicaciones comparativas entre países y que expliquen las causas del desarrollo de la ISR es muy reducido fundamentalmente derivado de que la ISR está en una fase incipiente, se encuentra aún poco estandarizada y es ambigua por el reducido consenso entre stakeholders.

Este trabajo pone de manifiesto que las características del entorno de la ISR son muy diferentes en las economías analizadas, y todas ellas determinan en cierto grado el desarrollo de la industria en cada país. El caso australiano resulta especialmente fructífero por el empoderamiento del ciudadano en la elección de dónde invertir sus contribuciones sociales al mismo tiempo que las instituciones se encargan de dotar a los actores del mercado de la mayor información posible facilitando la transparencia y promocionando la ISR. El caso francés, sin embargo, es el referente por la implicación del gobierno en la promoción de la ISR tomando medidas innovadoras y siendo un claro ejemplo de regulación pionera, fundamentalmente en materia ambiental. Y, en EE.UU. la ISR se caracteriza por estar moldeada por los actores del mercado y tener una mayor participación de ONGs y otras instituciones de carácter no lucrativo, limitándose el papel del gobierno a regular “o desregular” el mercado siguiendo el cauce de los acontecimientos.

A pesar de estas diferencias, se aprecia que en todos los casos analizados el grueso de las medidas se enfocan en la promoción de la ISR, representando el 54% de las iniciativas en la región ANZ y un 46% en el mercado francés y estadounidense; seguidas por las medidas facilitadoras de transparencia e información representando un 31% en el mercado australiano y francés y un 38% del americano; y en última instancia la inversión directa representa la categoría con menor atención institucional.

En línea con otros trabajos publicados por los autores Avertisyan & Ferrari hemos analizado que la participación e iniciativas desarrolladas por los stakeholder globales, como Naciones Unidas, Unión Europea, ISO ..., no tienen un impacto significativo en la organización de la estructura de la RSC en dichas economías; si bien, resultan el motor y principal “driver” de la acción institucional, siendo las medidas y compromisos adquiridos la hoja de ruta de los gobiernos, difiriendo entre ellos en su grado de aplicación y escrutinio.



## 9.1 Batería de medidas para expandir el mercado ISR en España

Para aumentar el tamaño del mercado español resulta indispensable incrementar la oferta y la demanda; al mismo tiempo que se promueve una transición del modelo de inversión institucional (planes de pensiones) hacia el mundo retail (FISR minoristas).

Para llevar a cabo dichas acciones es clave que la mayoría de iniciativas se enfoquen en la promoción de la ISR y la transparencia informativa, relegando a un segundo plano la participación directa de las instituciones que han de destinar dichos fondos a iniciativas enfocadas directamente en la promoción de la ISR.

La lista de medidas propuesta está orientada al grado actual de desarrollo de la industria en España, que aún está lejos de entrar en un periodo de maduración; si bien las experiencias analizadas resultan de aplicación tras una expansión inicial del mercado. Inicialmente, nuestras recomendaciones se resumen en los siguientes puntos:

1. Promover la interacción y comunicación entre actores del mercado. Es necesario una comunicación de carácter periódica y formal para comprender cómo los ciudadanos quieren invertir, que sirva como guía para medir la evolución de la demanda. En este sentido, se ha observado tanto en el mercado australiano como americano que se realizan encuestas anuales tanto a gestores como a individuos que son publicadas en los principales foros de ISR.
2. Implementar criterios de educación en materia ASG a los profesionales de inversión. En todos los casos analizados hemos corroborado que un mayor grado de asesoramiento financiero desemboca en un creciente interés por la ISR; en este sentido los profesionales del sector financiero han de tener más conocimientos en esta materia para posteriormente estandarizarse y ser objeto de certificación.
3. Facilitar y abaratar el asesoramiento financiero al inversor minorista, que actualmente se encuentra muy influenciado por el sector financiero tradicional. El Gobierno ha de promover y facilitar la accesibilidad a asesoramiento ISR, dicha iniciativa ha sido clave para la expansión de la industria en ANZ y Francia.
4. Promover la inclusión de un estándar ético o confirmación de un mínimo moral y en materia ASG en la ficha de cualquier producto de inversión comercializado en España. En una fase inicial sería incluso suficiente la inclusión de una exclusión por producto para ayudar a crear consciencia y promover un mayor empoderamiento ciudadano al facilitar la alineación entre valores e inversiones. Esta iniciativa ha sido obtenida del caso australiano y fue parte del boom en la

oferta a partir del ejercicio 2012, que tuvo un efecto llamada para atraer a la demanda.

5. Fortalecer y promocionar la adhesión a las organizaciones que promueven la ISR. España está a la cola de los países analizados respecto signatarios PRI y entidades asociadas a los foros de ISR, con apenas 65 miembros<sup>26</sup>, muchos de ellos extranjeros. En todos los casos analizados se ha identificado mayor actividad promocional y didáctica de estos foros, así como un entorno y “networking” más profesional, sólido y desarrollado.
6. Ampliar la promoción de información para dotar a la ciudadanía de más recursos y conocimiento para alinear sus inversiones con sus valores. En este sentido resulta imprescindible, no solo crear conciencia, sino informar y ahondar en el debate de la rentabilidad de la ISR vs. inversión tradicional. En todos los casos analizados hay un número representativo de publicaciones, métricas y reporte frecuente a público sobre la rentabilidad de la ISR, aspecto en el que el minorista español es aún escéptico.
7. Promoción de estudios de investigación para promover un aumento del número de publicaciones en materia ISR en nuestro país, que es muy reducido en comparación los mercados ya analizados, donde en todos los casos se realizan programas específicos en colaboración con otras asociaciones.
8. Creación de grupos de trabajo específicos que ahonden en soluciones a cuestiones ASG que ejerzan como acelerador de oportunidades de inversión específicas, bonos sociales e inversiones de impacto.
9. Favorecer fiscalmente a los inversores responsables institucionales y minoristas, desarrollando métricas para la valoración de los mismos más exactas y rigurosas que la mera confirmación o compromiso ético de dichas inversiones.
10. Informar a los inversores de forma directa y con carácter frecuente del rendimiento de su inversión versus benchmark de corte sostenible. En este sentido no basta con la mera publicación de dicha información en la web de las organizaciones, si no que ha de reportarse dicha información de forma personalizada y al detalle, ya que la complejidad y los cambios por el cortoplacismo que guían los mercados desembocan en un derrotismo por parte del inversor individual y una subsecuente falta de interés y desconocimiento de la evolución de sus inversiones.

---

<sup>26</sup> Dato extractado Spain SRI Study 2018, publicado por SpainSIF

11. El gobierno español debe proporcionar subsidios e incentivos fiscales para promocionar el acceso a la inversión responsable, como es el caso de Francia y EE.UU.
12. Mayor colaboración con organizaciones a nivel local, para comenzar a trabajar en un marco regulatorio enfocado en los problemas locales.

En una segunda etapa de maduración tras la consolidación de la ISR, la certificación, labelling y demás iniciativas pioneras de moda en los mercados analizados y que promueven una estandarización y confirmación de cierto nivel de responsabilidad en los productos de inversión sería la dirección que las iniciativas deberían seguir, ya que en la situación actual con la escasa conciencia minorista, la reducida oferta y la relevancia institucional influenciada por los actores extranjeros resulta poco probable el éxito de las mismas sin un previo impulso de la ISR, un mayor consenso de expertos y transferencia de información al público.

A pesar de que el crecimiento del mercado y la transición a retail está determinado por factores a largo plazo que han de ser promocionados por la batería de medidas arriba expuesta, resulta primordial e indispensable la aprobación de un marco regulatorio adecuado para dirigir e incentivar esta transición. Como hemos analizado y concluido en todos los casos, el principal propulsor ha sido la aprobación de legislación relevante: SuperAnnuation Legislation Amendment Act y Legislación FoFA en las antípodas, TECC en Francia y Dodd- Franck y SOX en Estados Unidos; si bien el esfuerzo institucional en España es más limitado, habiendo hasta la fecha solo trabajado en borradores “en fase de consulta respecto a legislación alineada con los ODS (...) y con la transición energética (...)” (SpainSIF, 2018).

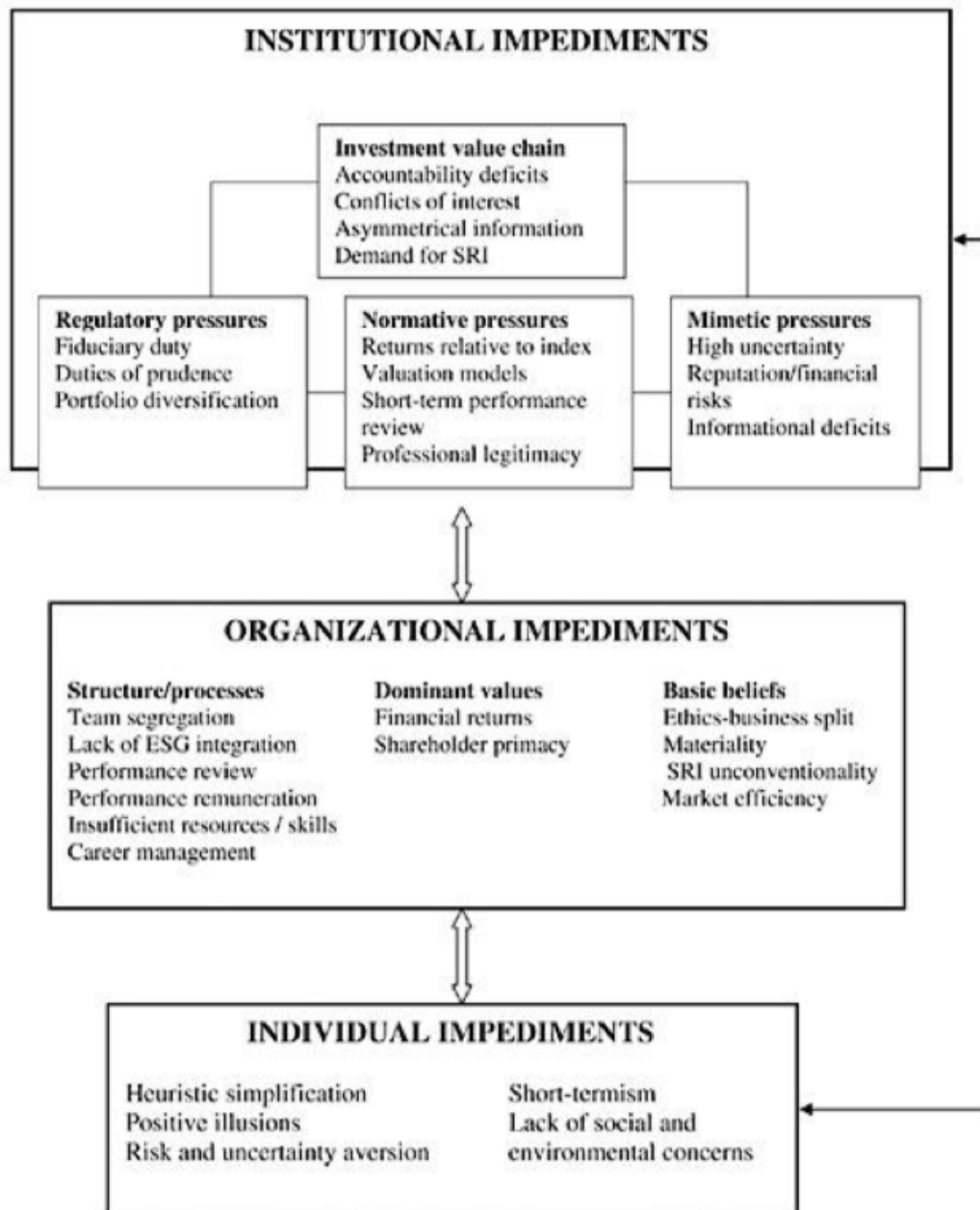
Es imperativo, por tanto, una actividad legislativa más enérgica e innovadora que asuma un papel proactivo en lugar de reactivo, que se oriente en tomar la iniciativa en lugar de ir a caballo por las presiones de los principales compromisos de instituciones internacionales. No solo se han de prestar esfuerzos en el marco nacional, sino que también hay terreno para mejora en un marco local, donde la innovación y el compromiso de medidas de corte social y orientadas a la comunidad pueden actuar como un acelerador de propuestas de mayor tamaño y calado. En este sentido hemos analizado como otras economías, EE.UU. en mayor medida, han realizado diversas iniciativas a nivel local que han desembocado en un auge de inversiones de impacto e incluso nuevos productos ISR, mediante incentivos proporcionados por dichos gobiernos.

## PROPUESTA DE EXPANSION DE LA ISR EN EL MERCADO ESPAÑOL

Independientemente de que la batería de medidas y las posibles acciones sean extensas hay que subrayar que la dirección y hoja de ruta del mercado español es la correcta. En palabras del informe de SpainSIF de 2018:

Todo apunta a que la ISR en España está a las puertas de una nueva etapa de consolidación, tanto en términos de volumen como calidad soportada por las iniciativas internacionales, gobiernos y demanda de inversores. (SpainSIF, 2018)

10) ANEXO 1. INTERACCIÓN ENTRE BARRERAS A LA ISR.



(Juravle & Lewis, 2008)

## 11) ANEXO 2. DATOS MACROECONÓMICOS

<b>Datos macroeconómicos</b>	<b>España</b>	<b>Australia</b>	<b>Nueva Zelanda</b>	<b>Francia</b>	<b>EE.UU.</b>
Poblacion 2018	46,7 M	25 M	5M	67M	326M
Renta per capita (PPP) 2018 -USD/ ranking-	USD 32k/ 31°	USD 52,191/ 17°	USD 40,266/ 17°	USD 45k/ 26°	USD 60k/ 11°
HDI -ratio/ ranking-	0,891/ 26°	0,939/3°	0,917/16°	0,90/ 24°	0,92/ 13°
Gini ranking	34.5	26°	22°	30.1	39
Crecimiento economico anualizado 10 años	0%	0,01	+0,5%	-0,5%	2%
Interes medio ultimos 10 años	0% ultimos 5 años	Cae del 6% al 2%	Cae del 5% al 0%	0% ultimos 5 años	+1% ultimos 5 años
Deuda publica/PIB	98%	0,4	0,22	97%	105%
Tasa de paro	15%	0,05	0,045	9,1%	3.5%
Inflacion media anualizada ultimos 10 años	Media 1%	+2%	+1,5%	Media 1,5%	media 2%
Ratio ahorro ultimos 10 años	10%	Cae del 15% al 1%	no disponible	13%	6%
Interes bono a 10 años	1,57%	min 2,5%	min 2,5%	0,70%	2,80%
Volumen ISR 2018 (billones AUD y NZD)	185.614 EUR	866 bio. AUD	183 bio. NZD	3.121.081 EUR	12 trillones USD
ISR por habitante	3,98 k EUR	22,5 k EUR	21,9 k EUR	46,6 k EUR	37k USD

*Elaboración propia información extractada de Trading Economics, IMF, RIAA, EuroSIF & USSIF*

## 12) ANEXO 3. GLOSARIO DE TÉRMINOS

**ARESE** : primera agencia rating social constituida en Francia en 1997 que proporciona métricas relevantes a la RSC de la organizaciones francesas.

**CDP (Carbon Disclosue Project)**: iniciativa de carácter internacional de NN.UU, promovida por esta organización no lucrativa basada en el R. Unido que promueve la transparencia y esfuerzos en el reporte de información ambiental para luchar contra el cambio climático.

**EPA (Environmental Protection Agency)**: agencia independiente perteneciente al gobierno federal norteamericano con la misión de proteger el medioambiente.

**Estrategia Broad**: grupo de estrategias utilizados para clasificar ISR que agrupa la estrategia de integración ASG, exclusiones éticas y engagement.

**Estrategias Core**: agrupación de estrategias basadas en normas, Best-in-class e inversión temática.

**EUROSIF**: foro para la promoción de la inversión socialmente responsable de Europa.

**Fondos SDG**: fondos de inversión pioneros orientados a cumplir los Objetivos Desarrollo Sostenible de NN.UU.

**GSIA (Global Sustainability Investment Alliance)**: organización internacional formada por los principales foros de inversión responsable del mundo para la promoción de la sostenibilidad e ISR.

**IIC**: instituciones de inversión colectiva.

**KiwiSaver**: es un vehículo de ahorro en Nueva Zelanda similar al “super” en Australia que cuenta con la particularidad de que “(...) se puede disponer de estos fondos para la compra de una primera vivienda por enfermedad, expatriación y situación de estrés económica personal (...)” (New Zealand Government, 2018).

**Labelling**: término de origen anglosajón que hace referencia al etiquetado referente a la obtención de certificación en materia de sostenibilidad.

**Novethic**: es una institución de origen privado fundada en Francia y constituida por expertos en finanzas sostenibles, con la misión de acelerar la transformación hacia la sostenibilidad.

**RIAA (Responsible Investment Association Australasia):** foro para la promoción de la ISR en Australia y Nueva Zelanda.

**SpainSIF:** foro para la promoción de la ISR en España.

**Stakeholders:** Grupos de interés. Colectivos o individuos que afectan o están afectados por el desarrollo u operativa de una organización.

**Superannuation funds:** consiste en un método de ahorro para el retiro implementado por el gobierno australiano que consiste en contribuciones de empleador y empleado durante la vida laboral de un trabajador” (Australian Taxation Office , 2017). Estos fondos cuentan con la particularidad de tener ventajas fiscales y estar gestionados por profesionales independientes para obtener un rendimiento positivo; si bien, el individuo es libre de elegir el fondo en el que confiar sus ahorros en el caso de los SMSF (self managed superannuation funds).

**TEEC (The Energy and Ecological Transition for Climate Label):** iniciativa francesa para certificar mediante etiquetado el cumplimiento de una organización con las iniciativas para la transición del modelo ante amenaza del cambio climático.

**USSIF:** foro para la promoción de la ISR en EE.UU., también denominado SIF Social Investment Forum.



### 13) REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adler, J. H. (2007). *MASSACHUSETTS V. EPA HEATS UP CLIMATE POLICY NO LESS THAN ADMINISTRATIVE LAW: A COMMENT ON PROFESSORS WATTS AND WILDERMUTH*. *Northwestern University School of Law Vol 102*.
- Antal, A. B. (2007). *Corporate social responsibility in France: A mix of national traditions and international influences*. *Business and Society*, 46(1), 9-32.
- Arjalies, D.-L. (2010). *A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered*. *Journal of Business Ethics* (2010) 92, 57-78.
- Arjalies, D.-L. (2014). *Challengers from Within Economic Institutions: A Second-Class Social Movement? A Response to De'jean, Giamporcaro, Gond, Leca and Penalva-Icher's Comment on French SRI*. *J Bus Ethics* (2014) 123, 257- 262.
- Australian Government. (2005). *Superannuation Legislation Amendment (Choice of Superannuation Funds) Act 2005, 85*. Retrieved from [legislation.com.au](http://legislation.com.au): <https://www.legislation.gov.au/Details/C2005A00082>
- Australian Taxation Office . (2017). *Superannuation basics*. Retrieved from <https://www.ato.gov.au/>: <https://www.ato.gov.au/General/Other-languages/In-detail/Information-in-other-languages/Your-superannuation-basics/>
- Avetisyan, E., & Ferrary, M. (2013). *Dynamics of Stakeholders' Implications in the Institutionalization of the CSR Field in France and in the United States*. 115-133.
- Burr, B. (2016). *ESG integration on rise, but issues remain*. *Pensions & Investments Vol. 44, Iss. 7, 12*.
- Business and the Environment*. (2005). *Global CSR: How the US Government and Business Meet*. *Business and the Environment Vol. 16, Iss. 11, 1-4*.
- Business Wire*. (2018). *Sustainable investing assets reach \$12 trillion as reported by the US SIF Foundation's biennial Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*. Retrieved from <https://www.businesswire.com/portal/site/home/>: <https://www.businesswire.com/news/home/20181031005229/en/Sustainable-investing-assets-reach-12-trillion-reported>
- Crifo, P., & Mottis, N. (2013). *Socially Responsible Investment in France*. *Business and Society* 55, 576- 593.
- CSR Wire*. (2007, Oct 1). *KLD Launches Global Sustainability Index (GSI)*. Retrieved from *The Corporate Social Responsibility Newswire*: [http://www.csrwire.com/press\\_releases/23136-KLD-Launches-Global-Sustainability-Index-GSI-](http://www.csrwire.com/press_releases/23136-KLD-Launches-Global-Sustainability-Index-GSI-)
- Deloitte. (2017). *ASX Australian Investor Study*. Sydney: Deloitte.

- Department of Environment. (2011). Clean Energy Regulator Act 2011. Australian Government.*
- Department of Environment. (2011). Australian Renewable Energy Agency Act 2011. Australian Government.*
- Department of Environment. (2012). Clean Energy Finance Corporation Act 2012. Australian Government, Australian Government.*
- Department of Environment. (2013). Greenhouse and Energy Minimum Standards Act 2012. Government of Australia.*
- Euronext; Vigeo Eiris. (2017). Euronext launches CAC40 Governance Index with Vigeo Eiris. Paris: Vigeo Eiris.*
- EuroSIF. (2008). European SRI Study 2008. EUROSIF.*
- EUROSIF. (2012). European SRI Study 2012. EuroSIF.*
- EUROSIF. (2016). European SRI Study . EuroSif.*
- EUROSIF. (2018, Nov). European SRI Study 2018. EUROSIF.*
- FINRA. (2016). Investors in the US 2016. FINRA. Investor Education Foundation.*
- Foo, M. (2017). A review of socially responsible investing in Australia. Monash Business School. Monash Business School.*
- FORETICA. (2010). Invirtiendo en valores. Madrid: RSEARCH.*
- Girard, S. (2013, August 8). Aussie RDR may boost industry. Financial Adviser.*
- Government Accountability Office. (2005). Numerous Federal Activities Complement U.S. Business's Global Corporate Social Responsibility Efforts. GAO-05-744.*
- GSIA. (2012). 2012 Global Sustainable Investment Review. GSIA.*
- GSIA. (2014). 2014 Global Sustainable Investment Review. GSIA.*
- GSIA. (2016). Global Sustainable Investment Review. GSIA.*
- Hahn, J. (2018). Socially responsible investing evolves, gains converts. Indianapolis Business Journal Vol. 39, Iss. 18 , 27.*
- Harnett, E. (2018). Responsible investment and ESG: An economic geography. St. Hilda's College, University of Oxford. St. Hilda's College, University of Oxford.*
- Higgins, K. (2017, 10 30). Shareholder proposal rule. Retrieved from Ropes & Gray LLP : <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=06cff34c-a9b9-4b05-9cf2-9bf97dcd6924>*
- Husson- Traore, A.-C. (2016). Novethic. Retrieved from <https://www.novethic.com/responsible-investment-news/sri-the-french-government-creates-official-labels-for-financial-products.html>: <https://www.novethic.com/responsible-investment-news/sri-the-french-government-creates-official-labels-for-financial-products.html>*

- IRI at Harvard University. (2012). Impact at Scale. Policy Innovation for insititutional investment with social and environmental benefit. IRI.*
- Isidro Nuñez, F., & Zion Bier, R. (2018). La Inversion Socialmente Responsable. Apuntes para una revision de su concepto y tendencias. EAE Business School. EAE Business School.*
- Isidro, F., Zion, R., & Stefanu, Y. (2017). Los Fondos de Inversion Socialmente Responsables. EAE Business School. EAE Business School.*
- Juravle, C., & Lewis, A. (2008). Identifying impediments to SRI in Europe: a review of the practitioner and academic literature. Business Ethics: A European Review, 17, 285- 310.*
- Kachor, K. (2007, March 29). EIA program makes waves globally. Money Management, 1.*
- KPMG. (2017). European responsible investing fund market 2016. Luxembourg: KPMG.*
- Mercer. (2006). Perspectives on responsible investment: A survey of US Pension Plans, Foundations and Endowments, and other long-term saving pools. Mercer.*
- Min, S. (2018, Oct 10). First-of-its-kind certification introduced for SRI investing. InvestmentNews. Retrieved from <https://www.investmentnews.com/article/20181010/FREE/181019991/first-of-its-kind-certification-introduced-for-sri-investing>*
- Mindful Money, & RIAA. (2018). Responsible Investment New Zealand. Consumer Survey 2018. RIAA.*
- Mindful Money; RIAA. (2018, September 18). Embargoed Media Release. New Consumer Survey shows that responsibility has become the new norm. Retrieved from [www.mindfulmoney.nz](http://www.mindfulmoney.nz): [www.responsibleinvestment.org](http://www.responsibleinvestment.org)*
- Mindful Money; RIAA. (2018). Responsible Investment: NZ Survey 2018. A report exploring New Zealanders' attitudes towards responsible investment. Mindful Money; RIAA.*
- Natixis. (2017). Mind shift: getting past the screens of responsible investing. Natixis Investment Managers.*
- New Zealand Government. (2018). KiwiSaver withdrawals before you turn 65. Retrieved from <https://www.govt.nz/>: <https://www.govt.nz/browse/tax-benefits-and-finance/kiwisaver/kiwisaver-withdrawals-before-65/>*
- Novethic. (2018). Climate and ESG reporting of french institutional investors. Novethic.*
- Novethic. (2018). The Novethic indicator on High- Impact SRI. Paris: Novethic.*
- O Connor, S. (2018, November 1). Australia takes responsibility. Financial Adviser; London, p. 38.*
- Patzdorf, L. (2017). French Sovereign GB roadshow starts: they're being ambitious with size, tenor & proceeds reporting. The Year of Sovereign Green Bonds has*

- started! Retrieved from Climate Bonds Initiative:  
<https://www.climatebonds.net/2017/01/french-sovereign-gb-roadshow-starts-theyre-being-ambitious-size-tenor-proceeds-reporting/>*
- Pension Benefits. (2017). US sustainable, responsible and impact investing trends 2016. Pension Benefits, 26(2), 6-7.*
- PRI. (2018). Responsible Investment Policy in the US. A briefing for PRI signatories. PRI.*
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. Journal of Banking & Finance, Volume 32, Issue 9, 1723-1742.*
- RIAA . (2018). Super Fund Responsible Investment. Benchmark Report 2018. Sydney: RIAA.*
- RIAA. (2015). Driving Long-term Investment and Delivering Responsible Financial Markets A Preliminary Paper on Industry Priorities. Sydney: RIAA.*
- RIAA. (2015). Responsible Investment Certification Program. Retrieved from [riaa: responsibleinvestment.org](http://riaa.responsibleinvestment.org)*
- RIAA. (2016, March 1). RI Certification– A Spring clean and re-launch in order to move markets. <https://responsibleinvestment.org/ri-certification-a-spring-clean-and-re-launch-in-order-to-move-markets-shiftingcapital/>.*
- RIAA. (2017). From Values to Riches. Charting consumer attitudes and demand for responsible investing in Australia. Sydney: RIAA.*
- RIAA. (2018). Responsible Investment Benchmark Report 2018 Australia. Sydney: GSIA.*
- Rust, S. (2016, Feb 1). France aims high with first-ever investor climate-reporting law. Retrieved from IPE: <https://www.ipe.com/countries/france/france-aims-high-with-first-ever-investor-climate-reporting-law/10011722.fullarticle>*
- Schroders. (2017). Estudio Global de Inversión 2017 de Schroders. Perspectivas globales sobre la inversión sostenible. London: Schroders.*
- Senior, C. (2007). Assets surge as French institutions embrace SRI. EPN: European Pensions & Investments News.*
- Sherry, N. (2013, April 13). Aussie rules. Financial Adviser.*
- Social Finance. (2018, Jan 30). Social Impact Bonds reach global mass: 108 projects launched in 24 countries. Retrieved from GLOBE NEWSWIRE: <https://globenewswire.com/news-release/2018/01/30/1314226/0/en/Social-Impact-Bonds-reach-global-mass-108-projects-launched-in-24-countries.html>*
- Social Investment Forum Foundation. (2010). 2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. Washington: Social Investment Forum Foundation.*
- SpainSIF. (2016). Estudio SpainSIF 2016. La ISR en España. Madrid: SapinSIF.*

- SpainSIF. (2018). *La inversión sostenible y responsable en España*. Madrid: SpainSIF.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2016). *Classifying and measuring the performance of socially responsible mutual funds*. *The Journal of Portfolio Management*, 146-151.
- Steurer, R. (2010). *The role of governments in corporate social responsibility: characterising public policies on CSR in Europe*. *Policy Sci* 43, 49- 72.
- Stiftung, B., & GTZ. (2007). *The CSR navigator study. Public Policies in Africa, the Americas, Asia and Europe*. Bertelsmann Stiftung.
- Stojanovic, A., & Ivanisevic Hernaus, A. (2014). *The impact of policy instruments on the application of sustainable development principles in financial investment decisions. An Enterprise Odyssey. International Conference Proceedings*, 634-655.
- Superratings. (2018). *SuperRatings*. Retrieved from SuperRatings: <https://www.superratings.com.au/ratings-and-awards/>
- US Government. (2010). *H.R.6183 - Federal Employees Responsible Investment Act*.
- US Government. (2013). *H.R.3563 - Federal Employees Responsible Investment Act*. US Government.
- USSIF. (2016). *2016 Report on US Sustainable, Resonsible and Impact Investing Trends 2016*. USSIF.
- USSIF. (2017). *2017 Annual Report: US SIF and SIF Foundation*. [https://www.ussif.org/files/Publications/2017USSIFAnnualReport\\_online.pdf](https://www.ussif.org/files/Publications/2017USSIFAnnualReport_online.pdf). Washington: USSIF.
- USSIF. (2018). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018*. USSIF.
- Vanatko, N. (2018). *Regulatory Reform 10 Years After the Financial Crisis: Dodd-Frank and Securities Law*. Congressional Research Service 7-5700.
- Vigeo. (2013). *Vigeo Academic Conference*. Vigeo Academic Conference. Paris: Vigeo.
- Vigeo Eiris. (2013). *French investors want environmental & social factors taken into account even without knowing about SRI*. Vigeo Eiris.
- Vigeo Eiris; FIR. (2017). *The French and SRI: Results of the 8th National Survey run by Ipsos for Vigeo Eiris and the FIR*. Paris: Vigeo Eiris.
- Yan, S., Ferraro, F., & Almandoz, J. (2018). *The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic*. Cornell SC Johnson College of Business.