

## **Subgrupo ISR del CERSE 02/06/2010**

- 1) Una aproximación a la Inversión Socialmente Responsable.
  - 1.1. La RSE e ISR
  - 1.2. Modelos de inversión
  - 1.3 Características de Rentabilidad de la ISR.
  - 1.4 Índices Bursátiles
  - 1.5 Activismo / implicación accionarial
  - 1.6 Iniciativas internacionales
- 2) Situación en España.
- 3) Experiencias ISR:
  - 3.1 Tipología Inversión Privada
  - 3.2 Experiencias Públicas. Mercado institucional.
- 4) Desarrollo de capacidades
  - a) Información por parte de las empresas y gestoras.
  - b) Proveedores de información ISR.
  - c) Formación de los analistas, inversores y profesionales
  - d) Información y educación al cliente final
- 5) Recomendaciones
- 6) Anexos

## **1. UNA APROXIMACIÓN A LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR)**

### **1.1 LA RESPONSABILIDAD SOCIAL Y LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

La Responsabilidad Social de las Empresas indica el camino hacia un modelo socio-económico que integra las preocupaciones medioambientales, sociales y de buen gobierno en las estrategias de las empresas permitiendo la consecución de sus objetivos con un crecimiento sólido y equilibrado, más acorde con un desarrollo sostenible, en la medida en que las decisiones de negocio pasan por el establecimiento de nuevas relaciones entre la economía y el progreso social, entre el modelo productivo y el medioambiente.

En la actualidad, ante este modelo de decisión y con el objetivo de preservar la rentabilidad, los inversores reclaman una mayor consideración de los riesgos no financieros en la convicción de que no puede haber diferencias entre los criterios que marcan la viabilidad de las empresas en el mercado y los riesgos a considerar en las decisiones de inversión. Adicionalmente en los mercados de capitales, la crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de asumir una filosofía de inversión basada en una mayor transparencia y una mejor y más amplia gestión del riesgo.

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) vincula estos dos mercados, de bienes y financiero, relacionando la asignación de capitales con el impacto de la actividad empresarial sobre la sociedad y el medio ambiente.

Este cambio de perspectiva es relativo. La consideración de variables no financieras en el proceso de inversión tuvo su origen en un primer momento, en un grupo de inversores comprometidos con idearios éticos basados en doctrinas religiosas mediante la aplicación de filtros negativos que excluían determinadas industrias o sectores de acuerdo con su ideario ético. La ISR camina, desde la idea inicial de evitar un riesgo ético, hacia el objetivo final de la aplicación de estos criterios Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno (ASG) como elementos adicionales a los criterios financieros tradicionales.

Por tanto en este punto nos encontramos que la adopción de la ISR, implica:

- una decisión encaminada a preservar la rentabilidad que complementa la valoración tradicional de las inversiones a través de la gestión de otros riesgos. Los resultados económicos marcan el histórico de una empresa, pero no son siempre suficientes para explicar los riesgos y oportunidades que surgen al operar en un entorno cambiante, donde existe una mayor transparencia e información acerca de las prácticas empresariales y en el que se exige, de manera creciente, una mayor responsabilidad a la actuación de las empresas e instituciones.

- en segundo lugar, la ISR puede suponer un incentivo para las empresas socialmente responsables en los mercados financieros, que encuentran un incentivo, vía coste y/o accesibilidad a los mercados financieros, a un comportamiento más responsable y sostenible (esta idea está auspiciada por el Pacto Mundial de las Naciones Unidas pues conlleva una identificación de los objetivos de los inversores y de la sociedad).

-por último, la ISR es una fórmula que permite alinear de mejor manera las carteras de inversión con las preocupaciones e idiosincrasia del inversor, con la finalidad de adecuar cada decisión en los mercados a un ideario predefinido.

## 1.2. MODELOS DE INVERSIÓN

La inclusión de los criterios ASG y consideraciones éticas en el proceso de inversión admite una gradualidad en su aplicación y supone un reforzamiento de cada decisión de inversión (Anexo 1 Proceso de Inversión); así como también implica una mayor transparencia en la gestión de capitales. De esta forma, la ISR contribuye a enriquecer el análisis de las inversiones, reduciendo el nivel de riesgo de las mismas. La ISR es además una herramienta fundamental para impulsar un crecimiento sostenible.

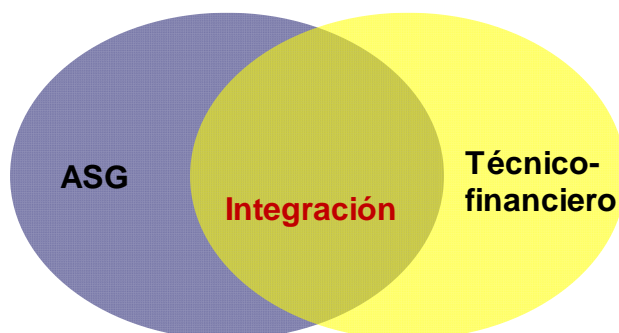
De esta manera, el concepto de Inversión Socialmente Responsable abarca cualquier proceso de inversión, que junto con el análisis de rentabilidad tradicional, considere siempre criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno y, en algunos casos, consideraciones éticas, con el objetivo de seleccionar inversiones sostenibles a largo plazo.

Existen varios enfoques y vehículos de inversión (Tabla 1) para el desarrollo de la ISR. Las diferentes aproximaciones se distinguen según el grado de aplicación de los motivos no financieros y por el momento de realización de estas consideraciones dentro del proceso de inversión.

Por tanto existen diferentes estrategias en la aplicación de los criterios ASG. En el momento de definir el universo de inversiones podemos definir:

- a) **Integración:** Es la evaluación de las carteras de inversión con criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno en el proceso de análisis de inversiones, por lo tanto se incluyen explícitamente las consideraciones en materia ASG en el tradicional análisis financiero.

### Gráfico 1



Fuente: elaboración propia

Esta aproximación es la que concilia la perspectiva técnico-financiera, con un control de riesgos más amplio incorporando la dimensión del impacto social y medioambiental de las inversiones, así como un enfoque hacia el buen gobierno y la transparencia en la gestión empresarial. En este sentido, los criterios ASG proporcionan un marco estructural para lograr mejores rendimientos a largo plazo de las inversiones y un mayor número de mercados sostenibles. La aplicación de estos criterios en las inversiones es el modelo que promueven las Naciones Unidas (dentro del mercado español, tres de las principales entidades que gestionan el 41 % del patrimonio de los fondos de pensiones de empleo promueven y desarrollan este modelo, *Inverco 31-12-2009*)

- b) **Activismo/implicación accionarial (*engagement*):** Como resultado de sus estrategias de inversión, la ISR también trabaja para mejorar la actuación de las empresas (que fueron analizadas como opción de inversión), en materia de RSE y puntualmente estableciendo colaboraciones con otros inversores ante la dirección de la compañía.

Este ejercicio de los derechos políticos se realiza a través del establecimiento de vías de diálogo con la empresa, mediante la intervención en la Junta de accionistas, etc... Ver punto 1.5

- c) **ISR específica:** los inversores tratan de incentivar a empresas rentables que hacen contribuciones positivas a la sociedad o con buenos resultados contemplando<sup>1</sup> criterios de buen gobierno, aspectos sociales y medioambientales en alguna fase del proceso de selección. Partiendo de una aplicación de unos criterios mínimos ASG, e independientemente del marco general de la inversión (integración, *engagement* o ISR específica) el componente ISR se canaliza a través de una o más de las siguientes técnicas:

- **Valoraciones destacadas (*Best in class*):** Mediante este enfoque la selección de inversiones se determina por una mayor valoración respecto de una variable objetivo (ej. establecer una calificación *-rating-* mínima RSE para definir el universo de inversiones)
- **Inversión temática:** estas inversiones tratan de promover específicamente un impacto positivo en una determinada área de análisis (sector o industria), normalmente con un potencial de crecimiento elevado

Esta idea, en línea con la metodología de clasificación de Eurosif (*European SRI study*), establece que para que los fondos temáticos sean considerados ISR, deben contemplar el resto de los criterios ASG además de sus propias temáticas (energías limpias, agua, innovación o microcréditos, entre otros).

- **Exclusiones.** Consiste en la aplicación de criterios excluyentes, que eliminan del universo de inversión determinadas empresas, industrias, sectores, países u otros. Estos criterios pueden estar basados en la aceptación de determinadas normas internacionales (OCDE, OIT, etc.) u otro tipo de criterios valorativos.

En este punto, dentro de las **inversiones éticas**, el universo de de inversiones viene definido por la exclusión de determinadas empresas, industrias, sectores o países. Algunos de los filtros éticos empleados pueden ser la exclusión de actividades vinculadas a determinados productos considerados nocivos (bombas racimo, etc.), actividades concretas (pornografía, etc.) o por la vulneración de derechos (países con regímenes que permiten la violación de derechos humanos fundamentales, etc.) En realidad, estos filtros en la ISR se están utilizando cada vez con mayor frecuencia a la hora de invertir en compañías que son líderes en la adopción de tecnologías limpias, buenas prácticas sociales y de buen gobierno así como en un mayor compromiso en el ejercicio de los derechos políticos.

Se observa que existen varias etapas para la asunción de la ISR. Las diferentes aproximaciones son motivadas por la interacción de los distintos actores:

---

<sup>1</sup> Tratados y convenciones de Naciones Unidas, convenciones de la OIT, directrices de la OCDE para empresas multinacionales: Agenda 21 (adoptada por 171 países en la cumbre de Río de 1992); Objetivos de Desarrollo del Milenio (establecidos en 2000 por 198 países para lograr en el 2015).

comisiones de control, capacidad de las gestoras. El desarrollo de este tipo de políticas requiere de una coordinación de los distintos participantes.

**Tabla 1**

ORIGEN INVERSIONES	CRITERIOS ASG		DESTINO INVERSIONES
1. INSTITUCIONAL: <ul style="list-style-type: none"> <li>• PRIVADOS (Planes de Pensiones de Empleo).</li> <li>• FONDOS E INICIATIVAS PÚBLICAS</li> </ul> 2. RETAIL: <ul style="list-style-type: none"> <li>• PARTICULARES</li> </ul>	<b>VEHÍCULOS DE INVERSIÓN</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Fondos de inversión.</li> <li>➤ Sociedades de inversión</li> <li>➤ Fondos de pensiones</li> <li>➤ Sociedades de capital riesgo</li> <li>➤ Fondos de capital riesgo</li> <li>➤ Microcréditos</li> </ul>	<b>ESTRATEGIAS</b>  INTEGRACIÓN BEST IN CLASS TEMÁTICAS EXCLUSIONES	<b>ISR DE MAYOR IMPACTO:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acciones cotizadas.</li> </ul> <b>ISR LIMITADA:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Renta fija soberana y privada: <i>Gran capacidad de influencia, pero imposibilidad de ejercicio de derechos políticos.</i></li> <li>• Microcréditos.</li> </ul> <b>INVERSIÓN ALTERNATIVA:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acciones no cotizadas (ej. capital riesgo). <i>Estrategia Integración, engagement, Voto y Exclusión limitada. Best in class excluida.</i></li> <li>• Inversión inmobiliaria. <i>Estrategia integración limitada.</i></li> </ul>
	<b>ENGAGEMENT-ACTIVISMO</b>		

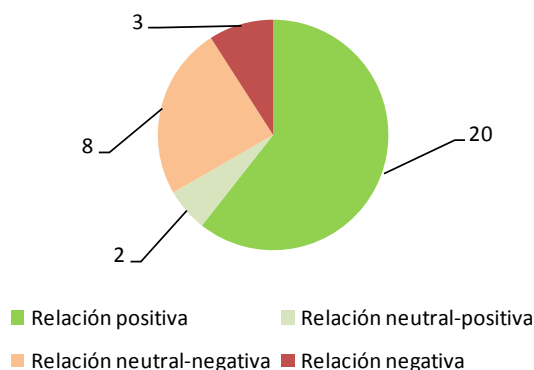
Fuente: Elaboración propia

### 1.3. CARACTERÍSTICAS DE RENTABILIDAD Y RIESGO DE LAS INVERSIONES ISR

Uno de las cuestiones más debatidas en torno a la ISR es su posible afección a los atributos de rentabilidad y riesgo con respecto a la inversión tradicional. Existe abundante literatura al respecto pero **la opinión mayoritaria** por parte de la comunidad científica es que **la ISR es al menos tan eficiente** desde un punto de vista de rentabilidad-riesgo como la inversión tradicional, si no mayor.

El reciente estudio realizado por una reconocida consultora de inversiones revisa hasta 36 estudios académicos a este respecto, desde 1984 hasta la actualidad, revela que **el 60%** de los estudios en este campo **establece** que existe una **relación positiva** entre la aplicación de los criterios ESG y la rentabilidad financiera.

### Relación rentabilidad riesgo de la ISR- estudios empíricos



Fuente: Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts . Mercer, noviembre de 2009.

En la misma línea apunta una reciente publicación en la que se destaca que existe un desempeño equivalente entre los mejores fondos tradicionales comparados con los fondos ISR, tanto en momentos de bonanza como en las severas correcciones bursátiles producidas entre 2008 y 2009 (Anexo 2).

## 1.4. ÍNDICES BURSÁTILES

Los índices bursátiles son instrumentos para la calificación de las empresas. Por definición se aplican exclusivamente a empresas cotizadas. Las empresas optan voluntariamente a su inclusión.

Los índices ISR reflejan, por una parte, **el interés y la vocación del mercado** en cuestión por la ISR. En segundo lugar **categorizan a las empresas de dicho mercado “públicamente”**. Por último, suponen un importante instrumento para el inversor minorista, puesto que a partir de su existencia se pueden lanzar fondos cotizados referenciados a dichos índices.

Hay dos familias fundamentales de índices ISR, la FTSE4Good y la Dow Jones Sustainability, que cuentan con metodologías distintas para valorar la inclusión o no de valores.

### Dow Jones Sustainability Indexes

- Valora y califica a partir del Dow Jones World Index. A partir de ahí, toma a las 2.500 empresas más grandes y con base en el análisis que le facilita SAM Group, selecciona al 10-12% mejor calificado
- La metodología utilizada por SAM no excluye sectores a priori y utiliza un 50% de criterios generales y un 50% de criterios específicos y sectoriales
- Existen índices dentro de esta familia por segmentación geográfica (Europa, Norteamérica, Asia-Pacífico, etc.) y también con la exclusión de algunos sectores industriales (tabaco, juego, alcohol, armamento)

### FTSE4Good

- Valora y califica a las empresas a partir del índice FTSE
- Su proveedor de análisis es EIRIS

- Utiliza criterios de exclusión de los siguientes sectores:
  - Compañías **tabaqueras**
  - Empresas que suministran servicios o piezas estratégicas o que fabrican sistemas de **armamento nuclear**
  - Fabricantes de sistemas de **armamento** completos
  - Propietarios u operadores de centrales de **energía nuclear**

Las compañías que han superado este filtro, son a partir de ahí evaluadas con base en criterios ASG. Esta familia de índices también incorpora una segmentación regional y en el caso del Reino Unido, también un índice “sostenible” para compañías de menor capitalización.

Dentro de esta familia, cabe destacar el **FTSE4Good IBEX**, lanzado en Madrid el 9 de abril de 2008. Tiene un número abierto de miembros (a fines de 2009 contaba con 30 miembros) y está sujeto a revisiones semestrales. Por la metodología utilizada, excluye a compañías que tienen mucho peso en el IBEX35 (todas las compañías energéticas).

En la actualidad hay también un ETF (*Exchange Traded Fund*, Fondo de inversión cotizado) que cotiza referenciado al FTSE4Good IBEX.

## 1.5. ACTIVISMO / IMPLICACIÓN ACCIONARIAL. ESCENARIO NORMATIVO

El concepto de Inversión Socialmente Responsable comprende tres pilares fundamentales: la búsqueda de rentabilidad a largo plazo reduciendo el riesgo, la influencia de otros factores extrafinancieros y el ejercicio de los derechos políticos de las inversiones como propietarios activos.

A nivel nacional, se encuentra regulado, como parte de la gestión de sus carteras de activos, el ejercicio de los derechos políticos de los inversores institucionales (fondos de pensiones del sistema de empleo). *El Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones*, establece como obligación legal el ejercicio de derecho de voto y participación en las Juntas Generales. Esta exigencia se establece como principio general de las inversiones en su artículo 69. 6<sup>2</sup>. La legislación de algunos países de la Unión Europea en el ámbito de la gestión de los planes de pensiones (Dinamarca, Francia, Alemania, Reino Unido) regula la obligación de informar sobre los criterios no financieros en las decisiones de inversión (ver apartado 4.3).

Esta normativa existente en el ámbito nacional y en otros países viene a ser complementada con los **Principios de Inversión Responsable** de Naciones Unidas, que establecen directrices voluntarias en el proceso de decisión y en las prácticas de la gestión de activos. Aún reconociendo la voluntariedad de estos principios, sí que representan un compromiso real en esta materia y en el especial el principio número dos: “*Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas*”. En la actualidad, la aceptación por parte de las entidades gestoras de fondos institucionales de estas normas internacionales permite un ejercicio activo y un mayor control sobre la delegación del ejercicio de los derechos de voto.

---

<sup>2</sup> RD 304/ 2004. Art. 69.6: La comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales.

**FORMAS DE ACTIVISMO / IMPLICACIÓN ACCIONARIAL.** El activismo accionarial puede considerarse como una parte integral de una gestión de fondos. Principalmente este tipo de actuaciones se realizan a través de:

**A- Establecimiento de vías de diálogo con las empresas.** Los inversores institucionales pueden establecer vías de diálogo con las empresas en las que han invertido. La comunicación con las mismas puede ser interna (diálogo empresa-inversor o inversores) o externa (notas de prensa, comunicación con autoridades reguladoras, etc., en las que se expresa la opinión de los inversores sobre algún tema o asunto determinado). De esta forma, los inversores alinean sus intereses como inversores socialmente responsables con el devenir futuro de la empresa.

**B- Mediante la intervención en las Junta de Accionistas.** La configuración de los derechos políticos tiene diferente implicación dependiendo de las distintas normativas y legislaciones. Buscando un efecto armonizador la Ley 26/2003, de 17 de julio (la “Ley de Transparencia”), introduce en la Ley de Sociedades Anónimas modificaciones aplicables para todo tipo de sociedades anónimas, sean o no cotizadas. Se posibilita el ejercicio del voto mediante correspondencia postal, electrónica, representación, pero supeditado a lo que se disponga en los estatutos de cada compañía (Anexo 3, Artículos Ley de Sociedades Anónimas).

**C- Colaboración con otros inversores.** El activismo accionarial es una práctica básicamente **nacional**, si bien hay ya iniciativas internacionales relevantes de grandes inversores institucionales o redes como la UNPRI. No obstante, todavía existen barreras (legales y económicas) que dificultan el ejercicio de estos derechos más allá de los países de origen. A día de hoy, en el marco global en el que se mueve la inversión –los propietarios de las empresas provienen de diversas áreas geográficas-, parece lógico que estas dificultades vayan disminuyendo en el futuro, de forma que un inversor español, pueda votar igual en Madrid que en Londres.

También existen algunas dudas entre los inversores institucionales para el establecimiento de colaboración entre ellos y el cumplimiento de la normativa vigente. La [Directiva 2004/25/CE de 21 de abril de 2004](#), así como la *Ley 6/2007 y Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, no distinguen claramente entre la colaboración de los inversores que mantienen una postura o política común ante la gestión de la compañía, de otros pactos que persigan el control de la sociedad, existiendo dudas en cuanto a la interpretación de la naturaleza de estos acuerdos, según la normativa anteriormente mencionada.

Asimismo, la Ley 14/1988 de Mercado de Valores en su artículo 112 indica que cualquier pacto que tenga por objeto el sentido de voto, deberá ser comunicado a la CNMV previa inscripción en el Registro Mercantil. Por tanto, estas colaboraciones que no pretenden el control de la compañía (sindicadas si se revistieran y supusieran la formalización de algún documento marco) y la puesta en práctica de una política común (*acting in concert*) podría verse obstaculizada por la interpretación de la normativa que regula los cambios de control de la sociedades cotizadas y por los altos costes administrativos de su ejecución.

Por tanto existe cierta preocupación entre algunos inversores que participan en la ISR de que los organismos reguladores (CNMV) y las empresas puedan interpretar estas colaboraciones de inversores como acciones concertadas que persiguen el control de la compañía.



Por ello, estos mismos inversores han iniciado una campaña entre diferentes fondos de inversión y pensiones, así como agentes que participan en la ISR, para tratar de obtener apoyos en la demanda de una aclaración o interpretación de la normativa que no impida la colaboración puntual entre inversores institucionales sobre aspectos de ISR.

Por otro lado, la implicación del mercado minorista e institucional pasa por establecimiento de acuerdos con redes internacionales. En los últimos años se ha incrementado el número de entidades que asesoran y orientan las decisiones de los accionistas, como *Governance Metrics Internacional* (GMI) y *Pensions & Investment Research Consultants* (PIRC), en el Reino Unido, o la red de ISR, Euresactiv.

## COMISIONES DE CONTROL DE FONDOS DE PENSIONES Y DERECHOS POLÍTICOS.

Un número creciente de comisiones de control de fondos de pensiones han ejercido en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, el derecho de participación y voto en las juntas generales. Según el estudio ESADE: En 2008, ejercieron su derecho a voto en las juntas de accionistas 671.330 partícipes (36% del sistema de empleo en España, que cuenta con un total de 1.864.007 partícipes). Los derechos consolidados de estos partícipes suponen 5.370,689 miles de euros en patrimonio (18,9% del total del patrimonio del sistema de empleo, un total de 28.356.552 miles de euros).

## RESULTADOS ACTIVISMO ACCIONARIAL. ESCENARIO NACIONAL. (Informe Anual CNMV sobre Gobierno Corporativo IBEX 35 2008).

Según este informe el porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas fue **del 72%**. En 2008 se mantiene el nivel de participación física y a distancia del ejercicio y aumenta la participación por representación. (Anexo 4; Gráfico 1, Informe CNMV).

**Voto electrónico:** A pesar de que el 71% de empresas del Ibex 35 tenían desarrollado procedimiento para permitir el voto electrónico, la participación mediante este sistema es **muy baja**, ninguna sociedad del IBEX ha alcanzado una participación por voto electrónico superior al **0,6 del Capital**.

En tres sociedades, ninguno de sus accionistas lo ha utilizado en las juntas celebradas a pesar de estar habilitado. En torno a 1.600 accionistas de todas las sociedades del IBEX han utilizado este sistema, la sociedad en la que un mayor número de accionistas lo han utilizado declara que 807 accionistas representativos del **0,32% del capital**, participaron mediante voto electrónico en la Junta celebrada en 2008.

Según consta en el mismo documento, el capital flotante (capital no estable) de las empresas era del 44% **por tanto muchos pequeños inversores no participan en la juntas**.

En los últimos se ha puesto especial énfasis<sup>3</sup> en la adopción por parte de las empresas cotizadas, de medidas que favorezcan la participación de los accionistas minoritarios en las juntas generales. Sin embargo, en el gráfico se puede observar que en 2008, como en años anteriores, la existencia de mayor porcentaje de accionistas minoritarios

---

<sup>3</sup> Eurosif en distintos documentos ha mostrado su idea de la conveniencia de mejorar la regulación que permita a los accionistas el control de los derechos políticos y mejorar la comunicación de las empresas con los accionistas minoritarios. Estos documentos se presentaron el 10 de febrero y 14 de abril de 2009.

está acompañada, en general de una menor participación en las Juntas (Anexo 4; Gráfico 2, Informe CNMV)

## 1.6. INICIATIVAS INTERNACIONALES

Se han desarrollado muchas iniciativas a nivel tanto internacional como europeo para impulsar la Responsabilidad Social de las empresas. Algunos ejemplos serían el Pacto Mundial de Naciones Unidas (United Nations Global Compact) o las Directrices OCDE para Empresas Multinacionales. En todo caso, la principal iniciativa diseñada específicamente para promover la ISR son los Principios de Naciones Unidas para la Inversión Socialmente Responsable, los **UNPRI (United Nations Principles for Responsible Investment)** (Anexo 5 PRI).

En el marco de la **Unión Europea, Eurosif (European Social Investment Forum)** es una iniciativa específica para el desarrollo de la ISR. Aglutina a los distintos intervinientes en los mercados (fondos de pensiones, gestoras, entidades financieras, instituciones académicas). Esta asociación de carácter privado tiene a su vez reflejo, ya a nivel nacional, en los distintos foros para una actuación ajustada a las singularidades de los mercados de cada estado.

En **2009** tuvo lugar la fundación de **Spainsif**, el homólogo español de estos foros, como una plataforma de encuentro y referencia para generar y difundir conocimiento sobre la ISR, así como para concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora, las administraciones públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

El carácter plural de esta asociación se recoge en su estructura formada por cinco grupos de opinión (entidades financieras, gestoras, proveedores de servicios, organizaciones sin ánimo de lucro y sindicatos).

## 2. La ISR EN ESPAÑA

**La ISR en España<sup>4</sup>: los inversores institucionales, los fondos de pensiones del sistema de empleo.**

Las principales conclusiones que se extraen del análisis de la situación de la ISR en España según el **Observatorio de la ISR en España 2009** de ESADE son:

- Tras el impacto inicial de la crisis, se constata que la ISR en el **mercado institucional** está avanzando.
- En los últimos años, las comisiones de control de los **fondos de pensiones de empleo** se han convertido en uno de los principales impulsores de la ISR en el mercado institucional. Cada vez hay más comisiones de control de fondos de pensiones de empleo en España que adoptan políticas ISR, tanto en la preselección de la cartera como ejerciendo su derecho a voto en las juntas de accionistas de las empresas participadas.
- Por lo que respecta a los fondos de pensiones individuales, hay un único fondo en España que integra criterios ISR en toda la cartera. Existen otros dos fondos indexados a índices de sostenibilidad.

---

<sup>4</sup> Toda la información de este apartado proviene del estudio de ESADE: Observatorio de la ISR 2009.

➤ Los fondos de inversión y sociedades de inversión colectiva han aumentado en un 8,2% respecto a 2008, una cifra positiva en un contexto de crisis financiera. El patrimonio de estos fondos domiciliados en España es del 0,43% del total de patrimonio de inversión mobiliaria en España, cifra modesta pero superior al 0,38% del año anterior. El número de partícipes, sin embargo, ha disminuido.

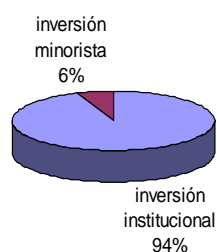
**Tabla 2. ISR en España (31 de diciembre de 2008)**

Mercado	Patrimonio (miles de euros)	Partícipes
Inversores institucionales	12.066.735,34	779.201
Mercado retail	729.129	33.707
TOTAL	12.795.864,34	812.908

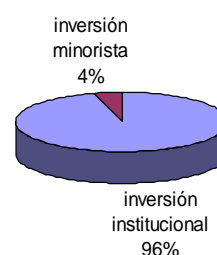
Fuente: ESADE

**Gráfico 2**

ISR en España: patrimonio ('000€)



ISR en España: partícipes



Fuente: elaboración propia

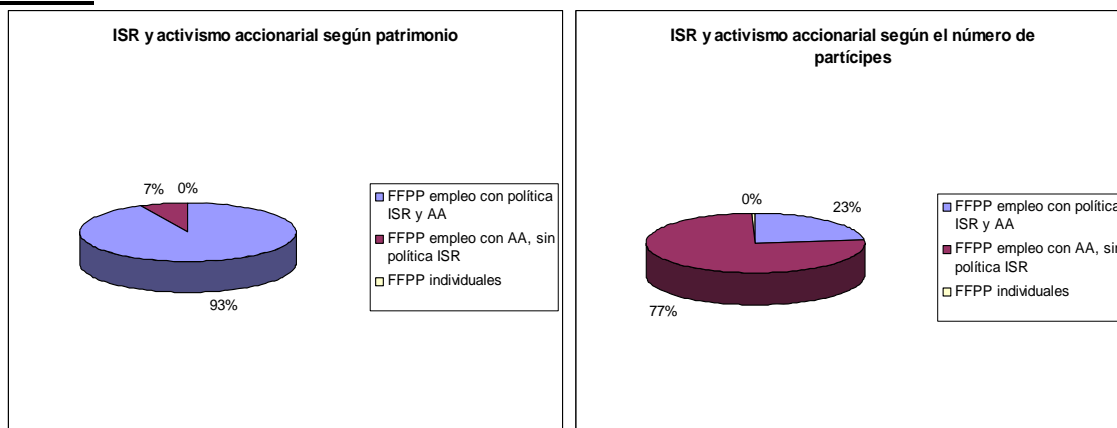
**Tabla 3. ISR y activismo accionarial en el mercado institucional (31 de diciembre de 2008)**

Tipología	Patrimonio (miles de euros)	Partícipes
Fondos de pensiones de empleo con política ISR y activismo accionarial	11.200.704,34	182.927
Activismo accionarial (Fondos de pensiones de empleo y asociados sin política ISR, pero con activismo accionarial) (1)	859.454	592.808
Fondos de pensiones individuales	6.577	3.466
TOTAL	12.066.735,34	779.201

Fuente: elaboración propia

(1) Se contabilizan aquellos fondos de pensiones de empleo y asociados que ejercen el derecho al voto en las asambleas generales de accionistas de los valores en cartera, pero que no tienen política de preselección de la cartera. Los fondos de pensiones de empleo que tienen política de preselección de la cartera y activismo accionarial conjuntamente han sido contabilizados en el apartado anterior.

### Gráfico 3



Fuente: elaboración propia

## 3. EXPERIENCIAS EN ISR:

### 3.1 TIPOLOGÍA INVERSIÓN PRIVADA.

#### a. Sociedades y fondos de inversión

Al ser una de los principales productos de inversión, es una de las formas más habituales para canalizar la ISR, tanto *retail* como institucional.

La cartera de un fondo o sociedad de inversión se compone de distintos tipos de activos financieros y tanto en su diseño, como en la definición de su política o selección de activos (ver Tabla 1) se consideran, además del binomio rentabilidad riesgo, criterios éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno.

#### b. Fondos de pensiones

Es también una de las formas más habituales para canalizar los criterios éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno en la inversión, tanto en los fondos de pensiones de empleo como en los del sistema individual. Los fondos más activos son los del 2º pilar (sistema de empleo), tanto en el ámbito internacional como nacional.

Los motores de impulso de este desarrollo en el 2º pilar son:

- La necesidad de controlar mejor los riesgos (financieros y extrafinancieros) que afectan a las carteras de inversión, teniendo en cuenta que el horizonte temporal de este tipo de inversiones es a largo plazo.
- Los órganos de gobierno de estas instituciones, que han decidido actuar como propietarios activos que ejercen sus derechos políticos, tal y como recomiendan las entidades supervisoras del sistema financiero (ver epígrafe de activismo accionarial).
- La creciente sensibilización ante estos criterios de las diferentes instituciones nacionales e internacionales (Gobierno de España, UE,

OCDE, ONU). Varios fondos de pensiones son cofundadores de la Iniciativa de Naciones Unidas UNPRI.

### **c. Sociedades y fondos de capital riesgo e inversión alternativa**

La inversión alternativa suele estar desligada de la evolución de los mercados financieros tradicionales, de ahí su interés para reducir la volatilidad de la inversión (diversificación de activos). En el caso de los fondos de pensiones, esta inversión no forma el núcleo de la inversión (bonos y acciones, que significan del 70 al 100% de la cartera), sino que es más bien considerada como inversión satélite (del 0% al 30% de la cartera). No obstante, la ISR debe aplicarse a todo tipo de activos.

Inversión en inmuebles: tanto la inversión directa como a través de sociedades o fondos.

Capital riesgo: actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación (Ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras).

Fondo de inversión libre: fondo no convencional de inversiones. Utiliza una estrategia o conjuntos de estrategias diferenciadas de la gestión tradicional para invertir en bonos, acciones o activos monetarios.

Los grupos de trabajo de la Iniciativa de Naciones Unidas sobre los Principios de Inversión Responsable (UNPRI) han abordado la aplicación de políticas de ISR a las inversiones en capital riesgo e inmuebles.

Respecto al capital riesgo, el diálogo entre la ONU PRI y el Consejo del Capital Riesgo de EE.UU. ha dado lugar a unas recomendaciones (ver en el anexo 6).

### **d. Microfinanzas y microcréditos**

Consisten en la provisión de servicios financieros a personas activas, económicamente desfavorecidas potencialmente excluidas del sector financiero formal. Los microcréditos son créditos de cuantía reducida (en general inferior a 6.000 euros) que se conceden sin garantía financiera y van destinados a una actividad empresarial, bien de autoempleo, bien a la constitución o financiación de una micro o pequeña empresa.

En España son generalmente las Cajas las que conceden este tipo de créditos, principalmente a través de su obra social, pero también a través de su propia actividad financiera (en menor medida)<sup>5</sup>. Es por tanto una actividad marginal dentro del mercado español.

Los fondos de pensiones también invierten en este tipo de actividades<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Desde su puesta en marcha en 2001 se han concedido más de 11.500 microcréditos por un volumen total superior a los 15 millones de euros.

<sup>6</sup> Un ejemplo de ello, lo encontramos en PGGM, el fondo de pensiones holandés, que en 2008 invirtió 200 millones en microfinanzas especializadas en pequeñas empresas u operaciones familiares desarrolladas en países emergentes.

### 3.2. EXPERIENCIAS PÚBLICAS

Los fondos institucionales, tanto de pensiones como soberanos, son actores principales en el desarrollo del mercado de la ISR en la medida en que:

- El horizonte temporal a largo plazo de sus inversiones facilita la integración de los criterios ISR
- Por otro lado, el elevado patrimonio de estos fondos pueden ser impulso de este mercado.
- Por último, se lanza un mensaje que pueden seguir otros actores.

#### a. Fondos de pensiones del sistema de empleo del sector público (2º pilar).

Aquí nos referimos, básicamente, a los planes de pensiones del sistema de empleo de los funcionarios públicos.

Antes de nada, conviene matizar que los fondos de pensiones de funcionarios públicos son, de hecho, un fondo de pensiones de carácter privado dado que no existe titularidad pública de los activos, es decir, el patrimonio es propiedad de los trabajadores.

Las decisiones de gestión se toman en los órganos de gobierno de estas entidades, conjuntamente entre los representantes de los trabajadores y los representantes de la Administración Pública. Sin embargo, se justifica un análisis por separado dado que existe cierta capacidad de iniciativa pública, en lo referente a la Administración Pública como entidad promotora de estos planes de pensiones. De hecho, en muchos de los principales foros internacionales de análisis, los planes de pensiones de los funcionarios se catalogan como iniciativa por parte del sector público para fomentar la ISR, el cual tiene, de esta forma, un poder de iniciativa y de predicar con el ejemplo que puede tener mucho impacto.

En el siguiente epígrafe se indican las ideas principales respecto a cómo se instrumenta la inclusión de políticas ISR en la gestión del fondo<sup>7</sup>. En anexo 7 se incluye una breve referencia y a los principales fondos y sus políticas de inversión.

#### b. Fondos Públicos

La implementación de criterios ISR en la gestión de Fondos Públicos es, probablemente, el arma más eficaz en manos del sector público para promover la ISR. Los ejemplos más comunes son los fondos de reserva del sistema de seguridad social, partes capitalizadas de la Seguridad Social o fondos soberanos.

- **Implementación de las políticas ISR en los fondos de pensiones y en los fondos públicos**

La forma de instrumentar la inclusión de políticas ISR en la política de inversión de estos fondos es distinta para cada uno de ellos. En cualquier caso, todas estas instituciones de inversión se autocalifican como inversores de largo plazo y siempre se enfatiza que, más allá de cuestiones éticas, la motivación básica para incorporar este

---

<sup>7</sup> Esta selección de fondos de pensiones del sector público corresponde a la incluida en el documento "How leading public pension funds are meeting the challenge", publicado por UNEP Financial Initiative y por UK Social Investment Forum (<http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/infocus.pdf>.)

tipo de criterios es la de maximizar el binomio rentabilidad-riesgo dentro de su obligación fiduciaria. Esto, en un horizonte de largo plazo, como lo es el de los fondos de pensiones y de reserva, pasa necesariamente por incorporar información más allá de la económica y financiera.

Una visión más detallada de cada uno de ellos se incluye en el Anexo 7.1. Sin embargo, destacamos aquí las líneas de actuación más comunes.

- En primer lugar, hay que distinguir dos tipos de prácticas: la incorporación de ISR al proceso de decisión de inversión (internalizarla al proceso de decisión), o bien la inversión en productos ISR gestionados por otros. Estas distintas vías no son en ningún caso excluyentes, sino complementarias, y en algunos casos se dan las dos de forma simultánea.
- Las referencias en los ámbitos definidos suelen ser las convenciones internacionales al respecto en Derechos Humanos, Trabajo, Medio Ambiente, Corrupción (OIT, OCDE, ONU, etc.).
- Una práctica habitual es invertir directamente en fondos temáticos relacionados.
- Típicamente estos fondos dedican una proporción de su cartera a renta fija, otra a renta variable y reservan una tercera parte a inversión alternativa. La incorporación de criterios ISR al proceso de inversión se hace principalmente a través de la parte del fondo dedicada a la inversión en renta variable, si bien, la tendencia es ir extendiendo a otro tipo de activos (como es el caso de ABP, Holanda), como así recomienda UNPRI.
- Se suele participar en iniciativas como UNPRI, *Carbon Disclosure Project* (CDP), Eurosif, *Enhanced Analytics Initiative* (EAI), *Global Investor Governance Network* (GIGN), *International Corporate Governance Network* (ICGN), etc.
- Se suelen utilizar estándares internacionales (*OCDE Guidelines on Corporate Governance*, *United Nations Global Compact Principles*) como guía para valorar las inversiones o bien se pueden desarrollar herramientas propias inspiradas en patrones internacionales (GAS de ARIA, Australia). Para la categorización se utilizan además distintas herramientas, como la de *Innovest*, *Sustainable Asset Management* (SAM), *Eiris*, *Vigéo*...
- También hay iniciativas particulares en ciertos ámbitos, como Calpers en cuanto a los programas de incentivos para ejecutivos o la lista de exclusión para mercados emergentes que no cumplan unos requisitos mínimos.
- En muchos casos, no sólo se implementan filtros para cribar los mejores valores en términos ASG, sino que, además, se hace un seguimiento ex-post de las inversiones. Si no se obtiene la respuesta considerada adecuada por parte de la empresa se puede llegar a desinvertir, pero en general se busca modificar la conducta antes que penalizar. El seguimiento se hace tanto a través del ejercicio del derecho de voto en las JGA, como a través del contacto directo con la empresa como es el caso de *ABP* (Holanda), Fondo de Reserva para la Jubilación (*Fonds de Réserve pour les Retraites*) de Francia, Fondo Global de pensiones de la administración pública (*Government Pension Fund Global*) de Noruega.

- Otro ejemplo como pionero en el uso de la implicación del accionista desde principios de la década de los noventa, sería el de los *Fondos de pensiones de la Administración Local* en el Reino Unido.
- En ocasiones se pueden unir incluso a demandas colectivas.

### c. Otras iniciativas públicas

#### c.1. Capital público

Entendemos que este epígrafe tiene su campo objetivo en participaciones industriales, financieras, fondos de capital riesgo, concesión de créditos y concesión de avales.

No se trata de un campo excesivamente desarrollado. Estas iniciativas facilitan el control de determinadas sociedades de carácter estratégico, otras facilitan la financiación de determinados proyectos (I+D, energías renovables) o el crédito a empresas (PYMES). No serían ISR pero sí que comparten elementos comunes.

Destacamos dos iniciativas:

- En Bélgica, los *Fondos de la economía social y sostenible (Fonds de l'Economie sociale et durable - Kringloopfonds)* se destinan a créditos y capital riesgo para proyectos con impacto social y ambiental.
- En Dinamarca, los *Vaeksfonden* (capital riesgo) han firmado los PRI y tienen filtros sociales y medioambientales en la cartera del fondo, aunque ya no están activos.

#### c.2 Incentivos Fiscales.

Es probablemente uno de los temas más delicados. Existe un debate no resuelto acerca de la consideración de la fiscalidad como impulso de este tipo de inversiones.

No obstante, en Francia, Holanda y Reino Unido se trabaja en implementar este tipo de estímulos (puede que sea línea de avance a nivel europeo) para determinados proyectos de inversión que potencian proyectos específicos (no serían ISR pero sí que comparten elementos comunes. (Anexo 8)

#### c.3 Otras iniciativas

Existen otras iniciativas públicas en la UE de carácter informativo *Ethical-ecological investment* de Austria y *Sustainable Money Guide y Research on Socially Responsible Investment* de los Países Bajos o mediante normativas que excluyan la financiación de determinados sectores *Ley contra la financiación de armamento (Bélgica)*. En el anexo 9 se recogen estas iniciativas que se incluyen en el estudio RIMAS para la Comisión Europea, marzo 2008.

## 4. DESARROLLO DE CAPACIDADES

### 4.1 Información por parte de las empresas

Se considera que este epígrafe se tratará con mayor extensión y detalle en el Grupo de Trabajo Transparencia y Reporte. No obstante, se considera que el tema



debe ser objeto de análisis también por parte de este Grupo de Trabajo, en cuanto a que trata la comunicación entre las empresas y los analistas e inversores.

Las empresas pueden informar de su desempeño extra financiero, es decir, aquel que trasciende al desempeño puramente financiero e incluye aspectos económicos más amplios, de gobierno corporativo, sociales y medioambientales:

#### 4.1.1 Información pública y privada

La **información pública** puede ser:

- De manera **estandarizada vs. formato “libre”**, es decir, bien siguiendo indicadores o estándares formalizados (GRI, Informe de Progreso del Pacto Mundial, AA1000, Guías OCDE para multinacionales, etc.), bien no siguiendo un estándar prefijado, o bien con una combinación de los anteriores. La tendencia es clara, al menos en España, a seguir las directrices del GRI. 30 de las 35 empresas del IBEX35 lo utilizan.

La información estandarizada permite una mejor comparabilidad y facilita la transparencia en asuntos considerados relevantes.

- De forma **individual vs. agregada** (sectorialmente o funcionalmente), es decir, reportando cada empresa de forma particular o bien formando parte del ejercicio de reporte de un grupo de empresas. Este grupo de empresas puede ser sectorial (ejemplo de reporte en el sector de cajas de ahorros o de seguros), bien funcional (por ejemplo los proveedores de determinada multinacional), bien local (las empresas agrupadas en un determinado lugar -*cluster*). La información agregada puede ser complementaria de la individual, no sustitutiva.

- De forma **desagregada del resto de la información financiera vs. agregada**, es decir, incluyendo toda la información en un solo documento o en dos (o varios).

Las empresas facilitan **información de una manera más particular y privada** a los demandantes de información, normalmente inversores institucionales, agencias de calificación o de índices bursátiles de sostenibilidad o proveedores de información ISR. En estos casos se recurre a la cumplimentación de cuestionarios estándar o bien reuniones específicas entre gestores de la empresa y analistas.

#### 4.1.2. Prácticas europeas en materia de reporte

Algunos países han estimado adecuado regular las prácticas de sus empresas en materia de reporte. Estas prácticas varían en su ámbito de aplicación (empresas cotizadas, empresas estatales, empresas grandes, etc.), de su cobertura (aspectos sociales y laborales, ambientales, etc.) o sus principios de cumplimiento, en general bajo el principio de “informar o explicar”.

Ver en Anexo 10 el detalle de algunas de estas prácticas.

#### 4.2 Proveedores de información ISR.

Existen proveedores de este tipo de información en el mercado, que analizan las diferentes empresas cotizadas en términos de sostenibilidad. La gran mayoría de ellos realiza sus informe basándose en los criterios ASG (medioambientales, sociales y de buen gobierno).

En muchas ocasiones, la información utilizada sólo proviene de la documentación pública de la empresa, de los cuestionarios que se le hacen a ésta y de las entrevistas que se hacen a los responsables de la misma. No es habitual, por ejemplo, consultar a otras partes interesadas (sindicatos, consumidores, etc.).

#### 4.3 Información por parte de las gestoras

La Ley de Pensiones (*Pensions Act*) británica regula desde 1999 la obligación por parte de los gestores de planes de pensiones de **hacer pública la existencia** de criterios éticos, sociales y ambientales en sus políticas de inversiones. También están regulados los gestores de planes de pensiones daneses, alemanes y franceses que, además, deben hacerlo público en su memoria anual.

En el caso de los gestores de fondos y planes de pensiones británicos deben, además, explicitar su política respecto del ejercicio de derechos de sus inversiones, sean de voto, de delegación o cesión del voto, etc.

En España, el Real Decreto 1684/2007 (diciembre de 2007, modifica el artículo 69.6 RD 304/2004, de 20 de febrero, Reglamento de Fondos y Planes de Pensiones): “El ejercicio de los derechos políticos es obligatorio para la Comisión de Control; se deberá dejar constancia de la política de la Comisión de Control en el informe de gestión anual del fondo”. Por tanto, las Comisiones de Control de los Planes de Pensiones del Sistema de Empleo, están obligadas a informar de ello desde el 1 de enero de 2008.

El borrador de la reforma de la Ley de Fondos y Planes de Pensiones española no recoge, por el momento, ninguna indicación en el sentido de informar o explicar sobre la inclusión de criterios de ISR en la Declaración de la Política de Inversión de este tipo de fondos.

#### 4.4 Formación de los analistas e inversores

En lo referente a la educación, cabe destacar que la sociedad, en general, como así han revelado diferentes estudios, desconoce lo que significa la ISR.

En lo que respecta a la formación reglada universitaria (licenciaturas de economía y administración y dirección de empresas), así como en las escuelas de negocios y certificaciones profesionales, estimamos que es necesario e imprescindible introducir estas materias, pues de otra forma los futuros gestores de fondos de inversión, de fondos de pensiones y empresas, tendrán carencias formativas en esta área y no establecerán estrategias de gestión adecuadas<sup>8</sup>. La formación en ISR está mucho más orientada a la ética del profesional a la hora de realizar su trabajo (información privilegiada,...) que a la inclusión de criterios ASG (medioambientales, sociales y de buen gobierno) en la valoración de las inversiones. En España no existe ningún curso reglado universitario o de

---

<sup>8</sup> Si analizamos el programa sintético, disponible en la página Web de la Fundación de Estudios Financieros, de una de las certificaciones existentes en el mercado para analistas financieros, la Certificación internacional de analistas de inversión (*Certified International Investment Analyst, CIIA*), observaremos que únicamente en la asignatura de marco normativo, normas contables nacionales, ética, estructura del mercado y fiscalidad del área nacional, existe un apartado dedicado a Ética del Mercado. Lo mismo sucede si analizamos otra de las titulaciones de mayor prestigio en este campo, la Certificación para analistas financieros (*Chartered Financial Analyst CFA*). Únicamente hay un bloque dedicado a Estándares Éticos y Profesionales.

postgrado únicamente dedicado a la ISR o a las finanzas socialmente responsables, sino que ésta se integra en ocasiones como parte de la especialización en RSC<sup>9</sup>.

Las temáticas que se tratan en la formación ISR son, principalmente: fondos de inversión socialmente responsables, índices bursátiles de sostenibilidad, y productos socialmente responsables en el mercado financiero.

#### 4.5 Información y educación del cliente final

El derecho del inversor a la información que le permita tomar decisiones responsables se articula en tres niveles:

- i. Sus conocimientos financieros generales – **Educación financiera**. Ver Anexo 11
- ii. Su conocimiento sobre las implicaciones y riesgos que asume al contratar un producto de inversión – **Directiva europea de mercados de instrumentos financieros (MIFID)**
- iii. Su conocimiento de las políticas de inversión aplicadas a sus inversiones – **Información al inversor ISR**. El cliente o inversor ISR demuestra una preocupación específica por el destino de sus inversiones. Es importante por lo tanto garantizar su derecho a la información en lo relacionado con la política de inversión que rige el destino de sus fondos.

Para salvaguardar el derecho de los inversores a la información y a la transparencia en la gestión de sus fondos, Eurosif lanzó en 2004, con el apoyo de la Comisión Europea, la **Guía europea para la transparencia en la ISR (European SRI Transparency Guidelines)**<sup>10</sup>. Se trata de una iniciativa de los diferentes agentes que participan en la ISR, articulada a través de los SIF europeos.

Con el cumplimiento de estas orientaciones, los gestores informan de aspectos de la gestión de activos, su política de selección y de inversión, la evaluación de sus inversiones, su compromiso y su política de voto. Deben cumplimentar al menos una vez por año un cuestionario en el que se recojan estos aspectos o explicar las razones por las que no están en disposición de responder a algunas cuestiones (principio de cumplimentar o explicar). La respuesta a este cuestionario debe ser pública y accesible a los consumidores. El cuestionario debe ser revisado por el SIF nacional antes de que la gestora pueda utilizar el logo específico de transparencia otorgado por Eurosif. Este logo no tiene ánimo certificador ni de validación y pretende estimular las buenas prácticas entre gestores. Los cuestionarios actualizados se encuentran además en la web de Eurosif.

Gracias a estas guías los clientes están mejor informados y pueden tomar mejores decisiones. Se estimulan, además, las buenas prácticas y se adelanta

---

<sup>9</sup> En los principales cursos de postgrado impartidos en nuestro país sobre RSC, la ISR aparece con mediana relevancia en sólo la mitad de estos programas, siendo incluso inexistente en uno de ellos. Únicamente en el programa de oferta pública (UNED+UJI), el monto de horas lectivas dedicadas específicamente a este tema es considerable (375h), y conforman un título de experto universitario. Se han analizado los postgrados y master impartidos por CIFF, EOI, UNED+UJI e IE.

<sup>10</sup> ver en la web de Eurosif [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

a una posible regulación que no recoja la perspectiva de los diferentes agentes que participan en la industria de la ISR. Se trata, por tanto, de una iniciativa privada y voluntaria en aras de mejorar la transparencia y el derecho de los inversores ISR.

A marzo de 2009 están registrados en la web de Eurosif más de 30 firmantes que representan alrededor de 150 fondos. Actualmente no existe ninguna entidad española firmante de estas Guías y es posible que su difusión se generalice con la puesta en marcha de SpainSIF.

## 5. RECOMENDACIONES PRELIMINARES

- Suscribimos la propuesta de Spainsif al Reglamento sobre fondos y planes de pensiones, que dice:

### Artículo 69.4:

La comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad.

Dicha declaración se referirá, al menos, a cuestiones tales como los métodos de medición de los riesgos inherentes a las inversiones y los procesos de gestión del control de dichos riesgos, así como la colocación estratégica de activos con respecto a la naturaleza y duración de sus compromisos, y deberá ser revisada cuando se produzcan cambios significativos en ella y, en todo caso, como consecuencia de las modificaciones que deban realizarse en función de las conclusiones de la revisión financiero actuarial.

**En esta declaración se deberá mencionar si se consideran, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones.**

### Artículo 69.6:

La comisión de control del fondo de pensiones deberá ejercer, en beneficio exclusivo de los partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales.

Dichos derechos los ejercerá la comisión de control del fondo, directamente o a través de la entidad gestora, que seguirá las indicaciones de dicha comisión o lo dispuesto en las normas de funcionamiento del fondo.

En cualquier caso, en el informe de gestión anual del fondo de pensiones se deberá dejar constancia de la política de la comisión de control del fondo, o en su caso de la entidad gestora, con relación al ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el fondo de pensiones.

**De la misma manera, se deberá informar en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento.**

- Incluir conceptos de ISR en los programas de formación del Plan Nacional de Educación Financiera

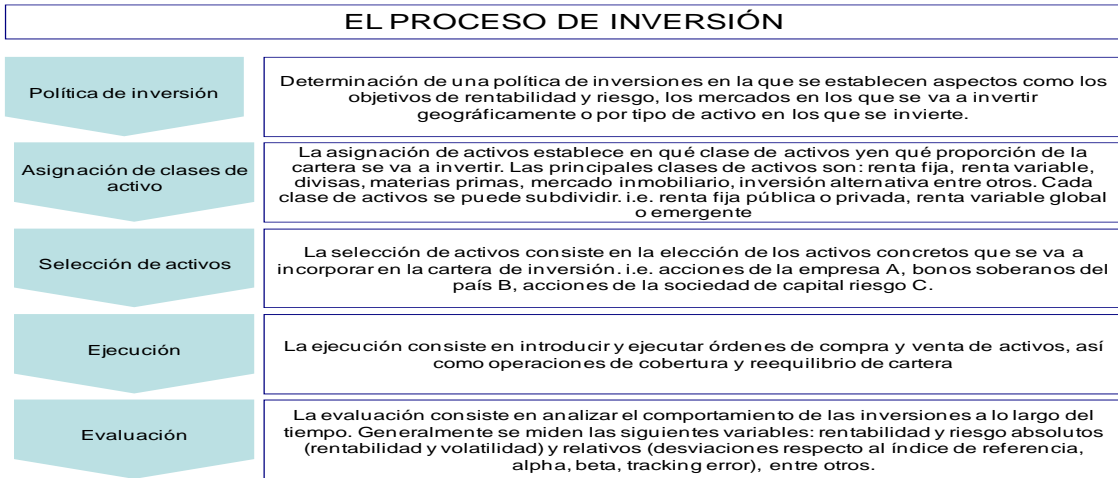
- Incluir en los programas de formación secundaria, formación profesional y universitaria y post grado, particularmente en economía, finanzas y administración de empresas, conceptos de responsabilidad social en general e inversión socialmente responsable en particular.

Para el caso concreto de estudios de especialización en economía, finanzas, análisis y gestión de riesgos, actuariales, administración de empresas o similar, la ISR debería conformar una parte sustancial de programa de estudios.

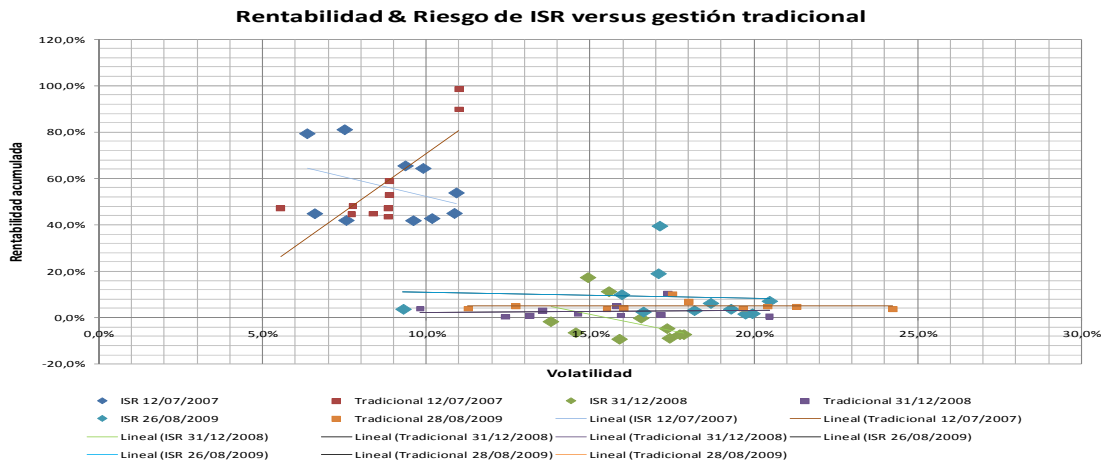
- Para una buena implementación de las políticas ISR, es deseable que la información facilitada por las empresas sea comparable, homogénea, estandarizada, relevante y desagregada en la medida que sea factible y eficiente, explicando aquellos aspectos no incluidos en el informe y que puedan ser considerados relevantes (principio de cumplir o explicar). Se recomienda que se tengan en cuenta las discusiones que se están llevando a cabo a nivel europeo e internacional en este tema.
- Se propone que las inversiones financieras y no financieras (industriales) del estado analicen la pertinencia de incorporar, en su caso, criterios ISR.
- Sería conveniente que el Banco de España emitiera algún tipo de recomendación, principios u orientaciones en cuanto al análisis de los riesgos extra financieros en la política de créditos e inversiones.

## 6. ANEXOS

### Anexo 1 PROCESO DE INVERSIÓN.



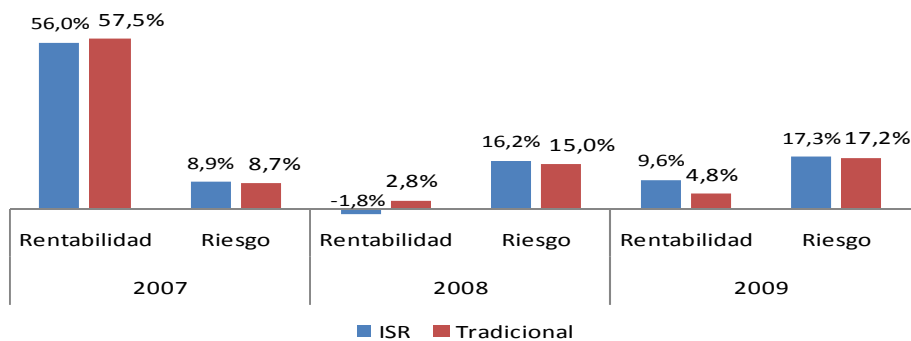
### Anexo 2 RENTABILIDAD DE LA ISR.



Fuente: Morningstar, Avanzi, Forética

### Rentabilidad fondos de inversión, renta variable global.

#### Rentabilidad 5 años - Top 10 ISR vs. Top 10 tradicional



Anexo 3 ARTÍCULOS DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS.
---

La Ley 26/2003, de 17 de julio (la “Ley de Transparencia”), introduce en la LSA modificaciones aplicables para todo tipo de sociedades anónimas, sean o no cotizadas:

- art. 105 de la LSA se introducen dos nuevos apartados 4 y 5 mediante los cuales se especifica que (a), supeditado a lo que se disponga en los estatutos, el ejercicio del voto y la delegación de éste con ocasión de las Juntas Generales podrá realizarse mediante **correspondencia postal, electrónica** o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejercita su derecho de voto y que los accionistas que emitan sus votos a distancia deben ser tenidos en cuenta como presentes a efectos de la constitución de la Junta.
- El art. 106.2 se modifica para especificar que la **representación** deberá conferirse por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos mencionados en el art. 105, y con carácter especial para cada junta.

**Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Vigente).**

**Artículo 105.** Limitaciones de los derechos de asistencia y voto.

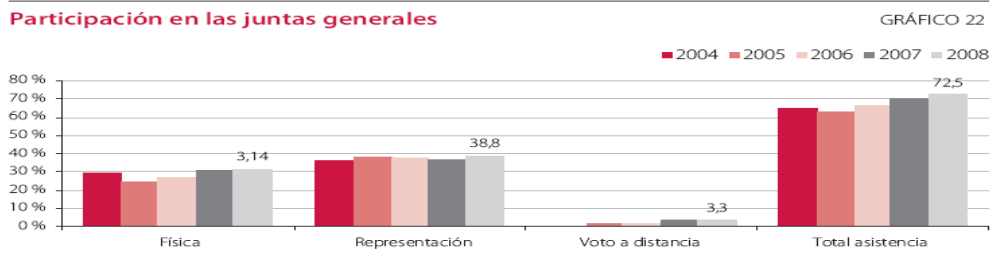
1. Los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social.
2. También podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo.
3. Para el ejercicio del derecho de asistencia a las juntas y el de voto será lícita la agrupación de acciones.
4. De conformidad con lo que se disponga en los estatutos, el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá delegarse o ejercitarse por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto.
5. Los accionistas que emitan sus votos a distancia deberán ser tenidos en cuenta a efectos de constitución de la junta como presentes.

**Artículo 106.** Representación.

1. Todo accionista que tenga derecho de asistencia podrá hacerse representar en la junta general por medio de otra persona, aunque esta no sea accionista. Los estatutos podrán limitar esta facultad.
2. La representación deberá conferirse por escrito o por medios de comunicación a distancia que cumplan con los requisitos previstos en el artículo anterior para el ejercicio del derecho de voto a distancia, y con carácter especial para cada junta.
3. La representación es siempre revocable. La asistencia personal a la junta del representado tendrá valor de revocación.

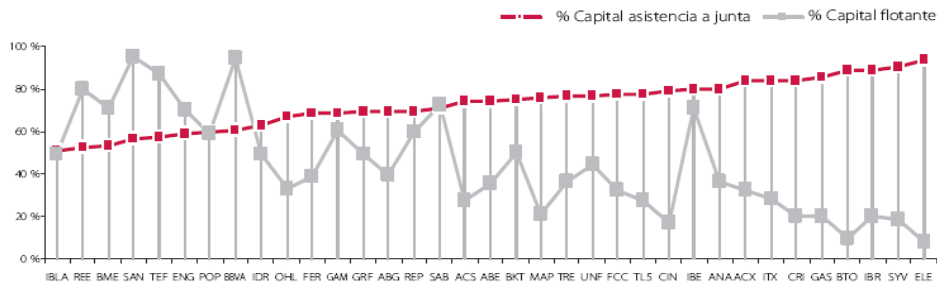
## Anexo 4 RESULTADOS INFORME CNMV 2008.

**Gráfico 1 de los resultados CNMV**



**Gráfico 2 de los resultados CNMV**

**Participación del capital en Junta frente al capital flotante de cada entidad**



## Anexo 5 PRINCIPIOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

Fueron lanzados en 2006 por un grupo de trabajo coordinado por la UNEP FI (Programa de Naciones Unidas para el Medioambiente, Iniciativa Financiera - *United Nations Environment Programme Finance Initiative*). Se enfocan directamente a la ISR. Son 6 principios que hacen hincapié en la inclusión de criterios ASG dentro de la estrategia de inversión. Se dirigen a gestores de activos, propietarios de activos y proveedores de servicios de inversión. Su firma es voluntaria y no hay tampoco mecanismos sancionadores en caso de su no cumplimiento, fuera de lo que es eliminar al incumplidor como signatario.

*“Como inversores institucionales, tenemos el deber de actuar en el mejor interés a largo plazo de nuestros beneficiarios. En esta función fiduciaria, estimamos que las cuestiones ambientales, sociales, y de gobernanza empresarial (ASG) pueden afectar al rendimiento de las carteras de inversión (en diferentes grados según las empresas, sectores, regiones, clases de activos y el momento). También reconocemos que la aplicación de estos Principios podrá hacer que los inversores actúen más en consonancia con objetivos más amplios de la sociedad. Por lo tanto, en la medida en que sea compatible con nuestras responsabilidades fiduciarias, nos comprometemos a lo siguiente:*

*1 Incorporaremos las cuestiones ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.*

*2 Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas.*

*3 Pediremos a las entidades en que invirtamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ASG.*



4 *Promoveremos la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global de la inversión.*

5 *Colaboraremos para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los Principios.*

6 *Informaremos sobre nuestras actividades y progresos en la aplicación de los Principios.”*

**Trabajos previos RSE:** Libro Verde de la Comisión Europea (2001) y Comunicaciones posteriores de la Comisión (2002 y 2006), los trabajos del Foro de Grupos de Interés (*Multistakeholder Forum*) de la Comisión Europea o el Grupo de Alto Nivel de Representantes de los Gobiernos y el Parlamento Europeo.

Ya en **España**, se creó en 2004 una Subcomisión del Congreso de los Diputados dentro de la Comisión de Trabajo y Asuntos Sociales para potenciar y promover la RSE. El Foro de Expertos sobre RSE, constituido el 17 de marzo de 2005 por iniciativa del Mº de Trabajo y Asuntos Sociales, publicó en julio de 2007 el documento “Las políticas públicas de fomento y desarrollo de la RSE en España” (que se suma a tres trabajos anteriores) dando lugar al Informe-Conclusiones del Foro de Expertos sobre RSE. También aquí hay una mención especial a la Inversión Socialmente Responsable.

Finalmente, en abril de 2009 se crea el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas.

## Anexo 6 RECOMENDACIONES UNPRI-CONSEJO DE CAPITAL RIESGO DE EE.UU.

Recomendaciones UNPRI - Consejo del Capital Riesgo de EE.UU.:

- Tener en cuenta factores medioambientales, de salud pública, de seguridad y sociales a la hora de valorar la inversión en cada empresa.
- Establecer vías para ser accesibles a las partes interesadas relevantes, bien directamente o a través de las empresas en las que se ha invertido.
- Trabajar con las empresas participadas para mejorar su actuación en diferentes ámbitos: medioambiental, salud pública, seguridad y social.
- Utilizar estructuras de gobierno que proporcionen niveles adecuados de control financiero, en un sentido amplio.
- Estar comprometidos con el cumplimiento de la normativa laboral de ámbito nacional, provincial y local de los países en que se invierte. Apoyar el pago de salarios competitivos, así como otras prestaciones, a los trabajadores.
- Proporcionar un lugar de trabajo seguro y saludable de acuerdo con la legislación nacional y local. Y, de acuerdo con la legislación aplicable, respetar los derechos de los trabajadores a decidir si se organizan sindicalmente y reclaman el derecho a la negociación colectiva.
- Mantener políticas estrictas prohibiendo el soborno de funcionarios locales y extranjeros.
- Respetar los derechos humanos de aquellos afectados por sus inversiones.
- Suministrar información oportuna, y a tiempo, a los asociados limitados (los inversores institucionales no gestores de capital riesgo) sobre los temas relacionados con las políticas de inversión responsable.
- Instar a las compañías participadas a cumplir estas líneas de actuación de una forma coherente con sus responsabilidades fiduciarias.

## Anexo 7 FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO DE FUNCIONARIOS PÚBLICOS.

**ABP, Holanda.** Es el fondo de pensiones de las entidades y trabajadores del sector público holandés y del sector de la educación. Tiene un volumen de 265.000 millones de dólares (es el

2º mayor fondo de pensiones a nivel mundial). El 80% es gestionado internamente y de ese importe se invierte un 55% en renta variable y activos alternativos, un 43% en renta fija y un 2% en otra inversión. ABP aplica políticas ISR a las inversiones en renta variable y renta fija, pero está revisando extender estas políticas a toda clase de activos (próximamente a infraestructuras y capital riesgo). Ejerce, además, sus derechos políticos en beneficio de sus partícipes y beneficiarios.

**Australian Reward Investment Alliance (ARIA), Australia.** Son tres fondos de pensiones para los trabajadores del sector público (Gobierno Australiano). Dos de ellos han sido cerrados a la entrada de nuevos partícipes, mientras que el tercero es la opción por defecto disponible. Volumen: 13.500 millones de dólares. Todos los activos están gestionados externamente. Composición: 30% renta variable australiana y 25% en renta variable global.

**(Caisse de dépôt et placement du Québec, Canadá** Creado en 1965, es el plan de pensiones universal de esta Caja de Depósitos. Cuenta con 143.500 millones de dólares de volumen gestionado (AUM), de los cuales el 80% se gestiona internamente y el 20% externamente. Invierte en renta variable doméstica e internacional, bonos, capital riesgo, inmobiliario, divisas y *hedge funds*.

**(Caisse de Prévoyance du Personnel Enseignant de L'Instruction Publique et des Fonctionnaires du Canton de Genève (CIA), Suiza.** El mayor fondo de contingencia (pensiones y seguros) del Cantón de Ginebra. Gestiona 5.000 millones de dólares repartidos de prácticamente a partes iguales entre acciones, bonos y activos inmobiliarios. Se gestiona externamente, a excepción de la cartera inmobiliaria.

**CalPERS, California, Estados Unidos, (1932).** Volumen: 230.000 millones de dólares. Es el plan de pensiones de los empleados públicos del Estado de California. Es el mayor fondo de pensiones estadounidense y el tercero mayor a nivel mundial. Se gestiona tanto interna como externamente e invierte en renta variable internacional, renta fija global, activos inmobiliarios e inversiones alternativas.

**Environment Agency Pension Fund Reino Unido.** Es el fondo de pensiones de la Agencia Medioambiental (el regulador medioambiental de Inglaterra y Gales, que tiene responsabilidades en el control de la polución y en la gestión del agua). Gestiona unos 2.700 millones de dólares, todo externamente.

**Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP), Francia (2004).** Se creó como el suplemento obligatorio al sistema de pensiones público francés. Se nutre de las compensaciones ad-hoc de los empleados públicos (horas extras, bonus, retribuciones en especie). Gestiona 4.000 millones de dólares con previsión de grandes incrementos anuales. Se espera que en 2010 tenga 12.000 millones. Su mandato limita a un máximo del 25% la inversión en renta variable, con un máximo a su vez del 10% invertido en monedas distintas al euro. Se gestiona externamente. El restante 75% se invierte en bonos y se gestiona internamente.

**Metallrente, Alemania.** Es el mayor plan de jubilación alemán e incluye seguros, caja y fondo de pensiones para los trabajadores de la industria metalúrgica y eléctrica. El instrumento que se estudia en relación a la ISR es el tercero, el de fondo de pensiones. Los tres instrumentos gestionan 780 millones de dólares (el fondo de pensiones es el más pequeño de los tres con 33 millones de dólares), con un crecimiento medio anual de 240 millones. Todos los activos se gestionan externamente y se invierte en bonos y renta variable predominantemente europea.

**PGGM, Países Bajos.** Es el plan de pensiones de los trabajadores del sector social y de la salud. Segundo fondo de pensiones de los Países Bajos y uno de los cinco mayores a nivel europeo. Cuenta con 97.000 millones de dólares, que invierte en acciones, bonos, sector inmobiliario, capital riesgo y materias primas a nivel internacional y se gestiona tanto interna como externamente.

**PREVI, Brasil.** Fondo de pensiones del Banco de Brasil. Es el mayor fondo de pensiones de América Latina. Gestiona unos 60.000 millones de dólares, que invierte en acciones (60%), renta fija (37%) y activos inmobiliarios (3%). El 97% se gestiona internamente y sólo está autorizado a invertir en Brasil.

**(Teachers Insurance and Annuity Association, College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF), Estados Unidos.** Es una de las mayores organizaciones de servicios financieros a nivel mundial. Provee de productos de ahorro previsión a los empleados del campo académico, de investigación, médico y cultural. Volumen: más de 406.000 millones de dólares, todo gestionado internamente a través de fondos tanto de gestión activa como pasiva (indexados).

**Fondos de pensiones de la Administración Local en el Reino Unido.** En el Reino Unido el Forum del Fondo de Pensiones de la Administración Local (LAPFF) (una agrupación de 36 fondos de pensiones del sector público con alrededor de 60 mil millones de euros en activos) ha sido pionero en el uso de la implicación del accionista desde principios de la década de los noventa. Esto se ha producido por la influencia de sus fideicomisarios, quienes son concejales locales electos.

## Anexo 7.1 FONDOS PUBLICOS

**AP, Suecia,** Parte capitalizada de la aportación a la seguridad social. Cuenta con un volumen de 105.000 millones de dólares. La renta variable sueca y europea es gestionada internamente mientras que el resto se hace de forma externa. Invierte también en renta fija pública y privada y en divisa, capital riesgo y mercado inmobiliario. **AP, Suecia** tiene en cuenta a la hora de invertir, los convenios internacionales que el gobierno sueco ha firmado en materia de derechos humanos, laborales, medioambiente, sobornos, corrupción; así como también las principales convenciones de la OIT.

**Fonds de Réserve pour les Retraites, Francia.** Fondo de reserva del sistema de Seguridad Social francés. Gestiona 42.000 millones de dólares, todo externamente. Ejerce los derechos de voto en las compañías en las que invierte. Su política ISR está más centrada en los mandatos de renta variable europea.

**Government Pension Fund Global, Noruega.** Es un fondo soberano creado en 2006 como continuación del Fondo del Petróleo (1990). Es un instrumento fiscal para gestionar los ingresos del petróleo; hay que tener en cuenta que el petróleo representa un 25% del PIB del país. Su responsable es el Ministro de Economía, pero la gestión diaria la realiza el Banco de Noruega. Gestiona 280.000 millones de dólares, e invierte el 60% en bonos, el 40% en acciones, todo fuera de Noruega y la mayoría gestionado internamente. Vota en las juntas de accionistas y se implica con las empresas, llegando a la exclusión si es necesario.

**Government Pension Fund, Tailandia** (1997). Fondo complementario del sistema de reparto del sistema de seguridad social. Opera como una entidad gestionada de forma privada, independiente del Ministerio de Finanzas. Volumen: 9.000 millones de dólares. Invierte en renta fija (68% tailandesa y 9% global), acciones (13% tailandesas y 1% globales), activos inmobiliarios (3%) e inversiones alternativas y capital riesgo principalmente tailandés (6%).

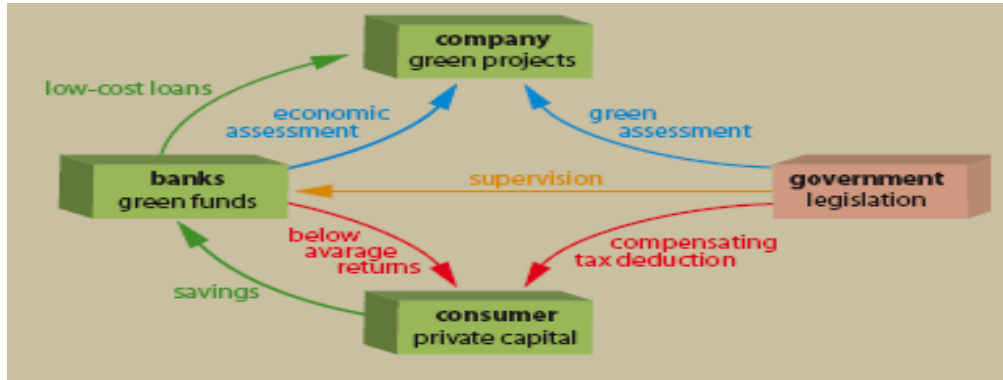
## Anexo 8 CAPITAL PÚBLICO.

El principal precedente lo supone el Sistema de Fondos Verdes Holandés (**“Green Funds Scheme”**) (1995). Este sistema de Fondos Verdes es una forma de inversión sostenible que se dirige a ciertos proyectos innovadores en sectores con impacto medioambiental positivo (como el de energías renovables, agricultura ecológica o construcción sostenible entre otros). Son proyectos en fase de lanzamiento que no ofrecen la rentabilidad suficiente como para ser financiados en condiciones de mercado. En este esquema el inversor deposita fondos para financiar estos proyectos a un tipo de interés reducido, que permite al proyecto desarrollarse y el inversor es compensado por ello con incentivos fiscales:

- Personas físicas depositan dinero en los “Bancos Verdes” a un tipo de interés reducido

- El tipo de interés reducido es compensado por un incentivo fiscal (crédito fiscal medioambiental)
- Los “Bancos Verdes” pueden ofrecer créditos más baratos a las iniciativas medioambientales sin perder margen financiero
- El Gobierno emite “certificados verdes” para los proyectos que cumplen con los criterios requeridos

#### “Green Funds” Holanda



1. **Desgravación fiscal a la inversión en la comunidad (Community Investment Tax Relief)**, se introduce en 2003 en Reino Unido. Supone un incentivo fiscal a inversores que inviertan en negocios en comunidades con déficit inversor, en comunidades menos desarrolladas, y que consecuentemente generen empleo e ingresos en esas áreas. Los inversores deben invertir a través *Community Development Finance Institutions (CDFI)*, instituciones acreditadas por la Secretaría de Estado, ya que una inversión directa en estas comunidades no daría derecho a la exención fiscal. Los inversores que invierten en CDFIs obtienen una exención fiscal del 25% del importe invertido. Esa exención se distribuye en el tiempo en un periodo de 5 años (5% anual). (referencia: [www.hmrc.gov.uk/specialist/cic\\_guidance.htm](http://www.hmrc.gov.uk/specialist/cic_guidance.htm))

### Anexo 9 OTRAS INICIATIVAS PÚBLICAS.

#### **Austria: Ethical-ecological investment:**

Tipo de iniciativa: información

Destinatario: inversores potenciales, especialmente inversores privados y fondos de pensiones.

Se crea en 2001. Es una plataforma online ISR puesta en marcha por la Sociedad Austriaca para el Medio ambiente y la Tecnología y el Ministerio de Agricultura, Forestal, de Medio Ambiente y de Gestión del Agua.

Se crea la web [www.gruenesgeld.at](http://www.gruenesgeld.at), con el objetivo de clarificar el término ISR y promover la ISR resaltando el valor añadido tanto para los inversores como para los beneficios sociales y ecológicos. Da una visión general de distintos tipos de inversiones, da listados de productos, certificados y fondos ISR y ofrece links relacionados con la ISR.

#### **Países Bajos: Sustainable Money Guide:**

Tipo de iniciativa: información

Destinatario: inversores privados

También una iniciativa informativa, patrocinada por el Ministerio de Medio Ambiente, en la que se da información de la ISR en general y de los fondos de inversión disponibles que incorporan dichos criterios

- **Research on Socially Responsible Investment**

Tipo de iniciativa: investigación

Destinatario: sector financiero en general.

Subvenciona proyectos de investigación en el marco de la ISR, “*From Principle to risk management: The financial sector and the climate change- an analisis of approaches*”

to the management of indirect impact” o “Powerful Pension funds” son algunos ejemplos.

**Bélgica: Ley contra la financiación de armamento**

Tipo de iniciativa: legal

Destinatario: inversores en sentido amplio.

En 2007 se promulgó una ley que prohíbe la financiación de la producción, el comercio y el uso de minas anti-personas y bombas racimo.

<b>Anexo 10 PRÁCTICAS EUROPEAS EN MATERIAS DE REPORTE.</b>
--

Reino Unido<sup>11</sup>: Fue pionero en la incorporación de información extra financiera. Según la Ley de Empresas (*Companies Act*) 2006<sup>12</sup> los gestores de las empresas son responsables del impacto social y ambiental de las operaciones empresariales. Además, las empresas cotizadas en la Bolsa de Londres deben informar acerca de la existencia y la eficacia de políticas corporativas con impacto ambiental, laboral, social o relacionada con otros grupos de interés.

Francia: El artículo 116 de la NRE (Nueva Regulación Económica) del 15 de mayo de 2001 (ampliada en 2002) introduce la obligación de incluir información social y ambiental a todas las **empresas cotizadas en la Bolsa de París**. Esto incluye información social interna (condiciones laborales en sede y en las subsidiarias, formación, seguridad e higiene), impacto territorial (filiales, proveedores, etc.) y ambientales (uso de recursos, emisiones de CO2, impacto en la biodiversidad, etc.).

La **obligación es de reportar** como tal, no de cumplir determinados estándares, normas o umbrales. Tampoco se requiere ninguna certificación de la información ni se incluyen sanciones en caso de no cumplimiento.

Dinamarca: La normativa más reciente y probablemente más ambiciosa en su ámbito de aplicación es la introducida por el gobierno danés a finales de 2008. A raíz de su Plan de acción para la RSE (*Action Plan for Corporate Social Responsibility*) se reforma la Ley danesa de estados financieros (*Danish Financial Statements Act*). Esta reforma introduce la obligación de informar sobre sus iniciativas en materia de RSC a las **1.100 mayores empresas danesas, a todas las empresas cotizadas, empresas públicas e inversores institucionales**.

Esta normativa se rige también por el principio de **informar o explicar**. Las empresas deben informar de si llevan a cabo o no estrategias o políticas de responsabilidad social, pero no están obligadas a justificar sus decisiones empresariales.

Suecia: El gobierno sueco optó por un sistema “de ejemplo” sin recurrir a la imposición de ninguna obligación. A partir de 2007, las **55 empresas públicas suecas** están obligadas a reportar de acuerdo con las orientaciones del GRI. Estos indicadores complementarán la información contable y financiera.

El principio que rige la aplicación de esta normativa es el de **cumplir o explicar**, en este caso **informar o explicar**. Esto quiere decir que las empresas que no informan, deberán justificar o explicar su decisión de no reportar.

<b>Anexo 11 EDUCACIÓN FINANCIERA</b>
--------------------------------------

Existen diversas iniciativas públicas y privadas para favorecer el conocimiento y la educación financiera de la sociedad. Se considera muy conveniente para el buen funcionamiento de la

---

<sup>11</sup> RSEARCH, Forética

<sup>12</sup> Equivalente a la Ley de Sociedades Anónimas española.

economía y de los mercados financieros, que los clientes y la sociedad en general, dispongan de un nivel de conocimientos financieros suficiente para la toma de decisiones responsable. Esto redundaría en interés directo de los clientes y de las propias entidades financieras, así como de los poderes públicos y de la sociedad en general. Se previenen problemas de sobreendeudamiento, se equilibra la asimetría de información entre entidades financieras y clientes y se genera un clima de confianza en ellos.

Por todo lo anterior, existen diversas iniciativas privadas lideradas tanto por bancos y cajas como por organizaciones sociales, sindicales, centros educativos y administraciones públicas. Por su carácter institucional y su ambición en cuanto al alcance, es de destacar el **Plan Nacional de Educación Financiera** promovido por la CNMV y Banco de España. A este Plan se han adherido una serie de entidades de carácter público (ministerios, consejerías, etc) como privadas (asociaciones de consumidores, entidades financieras, etc.).