



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

LOS CRITERIOS ESG EN LAS GESTORAS DE ACTIVOS

Autor: Paloma Isabel Porta Serrano
Director: Raúl González Fabre

MADRID | Marzo 2024

RESUMEN

Los factores no financieros están cobrando cada vez más relevancia en las políticas empresariales, en parte, debido a la mayor conciencia social y regulación de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza, recogidas en inglés por las siglas ESG.

La incorporación, aplicación y control de los criterios ESG es un desafío para las empresas de diversa índole, entre las que se encuentran las gestoras de activos. La demanda en productos sostenibles es cada vez mayor y la integración efectiva de los criterios ESG en la gestión de activos se presenta como un valor empresarial añadido.

El presente trabajo de fin de grado analiza la integración de las cuestiones ESG en los productos de inversión y en las políticas internas de las gestoras de activos.

Palabras clave: ESG, gestoras de activos, integración ESG, Objetivos de Desarrollo Sostenible, productos de inversión, políticas internas.

ABSTRACT

Non-financial factors are becoming increasingly relevant in corporate policies, in part due to increased social awareness and regulation of environmental, social and governance issues, known as ESG.

The incorporation, application and monitoring of ESG criteria is a challenge for companies, including asset managers. The demand for sustainable products is increasing and the effective integration of ESG criteria in asset management is presented as an added business value.

This paper examines the integration of ESG into investment products and asset managers' internal policies.

Key words: ESG, asset managers, ESG integration, Sustainable Development Goals, investment products, internal policies.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO	7
1.2. JUSTIFICACIÓN	7
1.3. OBJETIVOS	8
1.4. METODOLOGÍA	8
1.5. DESARROLLO	9
2. ORÍGENES DE LOS CRITERIOS ESG.....	10
2.2. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR SOSTENIBILIDAD?.....	13
2.3. ¿QUÉ ES EL GOBIERNO CORPORATIVO?	14
2.4. RELACIONES ENTRE LA RSC, LA SOSTENIBILIDAD, EL GOBIERNO CORPORATIVO: EL ORIGEN DE LOS CRITERIOS ESG	15
3. MARCO JURÍDICO ESPAÑOL.....	17
3.1. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA	17
3.2. SOSTENIBILIDAD	18
3.3. GOBIERNO CORPORATIVO	19
3.4. CRITERIOS ESG, COMO FRUTO DE LA EVOLUCIÓN.....	21
4. GESTORAS DE ACTIVOS.....	21
4.1. ¿QUÉ SON LAS GESTORAS DE ACTIVOS?	22
4.2. CLASIFICACIÓN DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS	23
4.2.1. Tipología de la inversión.....	24
4.2.2. Tipología del inversor	27
4.2.3. Propiedad de la gestora.....	28
5. APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LAS GESTORAS DE ACTIVOS	28
5.1. POLÍTICAS INTERNAS DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS.....	29
5.1.1. Relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial en las gestoras de activos: entrevista con Sofía García (nombre ficticio), directora del departamento de desarrollo corporativo en una gestora de activos	30
5.2. PRODUCTOS DE INVERSIÓN DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS.....	31
5.2.1. La sostenibilidad en las inversiones de las gestoras de activos: entrevista con Sofía García (nombre ficticio), directora del departamento de desarrollo corporativo en una gestora de activos	34
6. INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS	34
6.1. ESTRATEGIAS DE INTEGRACIÓN	35

6.2. OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE (ODS)	37
7. CONTROL DEL CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS ESG EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS.....	37
8. EJEMPLO DE INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS: LAS INVERSIONES EN ACTIVOS INMOBILIARIOS	39
8.1. CRITERIOS ESG EN LAS INVERSIONES EN ACTIVOS INMOBILIARIOS	40
8.2. ANÁLISIS DE LOS CRITERIOS ESG EN ALMAGRO CAPITAL GESTIÓN	41
8.2.1. Integración de los criterios ESG	41
8.2.2. Control de los criterios ESG	42
9. CONCLUSIONES.....	44
10. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE TRABAJO	45
11. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO	47
12. BIBLIOGRAFÍA	48
13. ANEXOS.....	60
ANEXO I: TRANSCRIPCIÓN DE LA ENTREVISTA CON SOFÍA GARCÍA (NOMBRE FICTICIO), DIRECTORA DEL DEPARTAMENTO DE DESARROLLO CORPORATIVO EN UNA GESTORA DE ACTIVOS	60
ANEXO II: PRINCIPIOS DE INVERSIÓN RESPONSABLE	63

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Criterios ESG	16
Figura 2: Esquema de clasificación de las gestoras de activos	24
Figura 3: Gasto global previsto y estimado para 2023 en datos ESG en comparación con el año 2022	33

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

ASG: Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CSRD: Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas

ESG: *Environmental, Social and Governance*

ESRS: Estándares Europeos de Informes de Sostenibilidad

ETF: *Exchange Traded Funds*

IPO: *Initial Public Offering*

ODS: Objetivos de Desarrollo Sostenible

PRI: Principios de Inversión Responsable

REACH: Reglamento (CE) n.º 1907/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de diciembre de 2006, relativo al registro, la evaluación, la autorización y la restricción de las sustancias y preparados químicos (REACH), por el que se crea la Agencia Europea de Sustancias y Preparados Químicos, se modifica la Directiva 1999/45/CE y se derogan el Reglamento (CEE) n.º 793/93 del Consejo y el Reglamento (CE) n.º 1488/94 de la Comisión así como la Directiva 76/769/CEE del Consejo y las Directivas 91/155/CEE, 93/67/CEE, 93/105/CE y 2000/21/CE de la Comisión

RSC: Responsabilidad Social Corporativa

RSE: Responsabilidad Social Empresarial

SFDR: Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros

SGIIC: Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva

SOCIMI: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario

S&P: *Standard and Poor's*

1. INTRODUCCIÓN

1.1. PROPÓSITO DEL TRABAJO

El propósito del presente trabajo de fin de grado es analizar la incorporación y aplicación de las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (recogidas por sus siglas en castellano ASG o, en inglés, ESG¹) tanto en las políticas de inversión de las gestoras de activos como en las políticas internas de las propias gestoras de activos.

El análisis se realiza mediante el contraste del marco teórico general de los criterios ESG con la puesta en práctica de los mismos a través del desempeño de las políticas, principalmente de inversión y de desarrollo corporativo, de las gestoras de activos.

1.2. JUSTIFICACIÓN

Las gestoras de activos están encontrándose cada vez con mayores dificultades para comercializar productos de inversión que no cuentan con un alto componente ESG (Aggarwal et al., 2023). La falta de acción que acompañaba a los criterios ESG está desapareciendo a favor de la materialidad y puesta en marcha de políticas empresariales que los incorporen. Aun con todo, no existe una regulación homogénea y generalizada de las cuestiones ESG, por lo que las empresas tienen un desafío añadido para la asimilación e integración de los criterios.

La creciente demanda de productos sostenibles orienta en cierta medida las políticas de inversión de las gestoras a favor de productos de inversión con componentes ESG. Se estima que la inversión ESG es una tendencia en enorme crecimiento y se espera un aumento de los activos ESG bajo gestión en este formato o tipología para los próximos años.

Este trabajo analiza la integración y el control de los criterios ESG en un tipo de empresas determinado, las gestoras de activos. La integración de los criterios ESG puede realizarse a través de diferentes estrategias, afecta tanto a las políticas internas de las gestoras de activos como a sus productos de inversión y será valorada, entre otras, por las agencias

¹ Los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo se expresarán bajo las siglas en inglés de ESG, salvo aquellas definiciones oficiales que contengan las siglas ASG.

de *rating*. Adicionalmente, este trabajo recoge a modo de ejemplo, la relevancia de la integración y aplicación de criterios ESG en los activos inmobiliarios debido a la alta dificultad de apreciación de los mismos y a los amplios márgenes de mejora, así como el análisis de los ESG en una gestora de activos actual, Almagro Capital Gestión S.L.

1.3. OBJETIVOS

La finalidad primordial es analizar la integración efectiva de los criterios ESG en las políticas sostenibles y en el gobierno corporativo de las gestoras de activos. Para ello, se establecen, a su vez, una serie de objetivos secundarios:

- i. Estudiar los conceptos de ESG, de la responsabilidad social corporativa, de la sostenibilidad y del gobierno corporativo.
- ii. Presentar el marco jurídico español de los criterios ESG, de la responsabilidad social corporativa, de la sostenibilidad y del gobierno corporativo.
- iii. Describir el rol y funcionamiento de las gestoras de activos.
- iv. Analizar la aplicación de los criterios ESG en las políticas de las gestoras de activos.
- v. Describir la integración de los criterios ESG en la gestión de activos.
- vi. Exponer los mecanismos de control relativos a la integración efectiva de los criterios ESG en las gestoras de activos.
- vii. Relacionar el significado de los criterios ESG respecto a las inversiones en activos inmobiliarios de las gestoras de activos.
- viii. Contrastar la teoría con la experiencia profesional.

1.4. METODOLOGÍA

La mayor parte de la información para la elaboración de este trabajo, se obtendrá de informes de instituciones como gestoras de activos, consultoras y otras cuyo desempeño está directamente relacionado con la materia objeto de investigación. Por lo mencionado, prevalecen las fuentes de información primarias respecto las fuentes de información secundarias. A su vez, se recoge una entrevista con un profesional en el desempeño de políticas de las gestoras de activos y con conocimiento experto de las cuestiones ESG.

Con el propósito de alcanzar los objetivos indicados previamente, los conceptos de ESG, la responsabilidad social corporativa, la sostenibilidad y el gobierno corporativo son analizados desde un punto de vista teórico-conceptual. De esta forma, se estudia la relación histórica entre los mismos, el significado de cada uno de ellos y su relevancia en las políticas actuales. Asimismo, se recoge un capítulo conceptual relativo a las gestoras de activos.

El estudio teórico se completa a través de la integración de los mencionados conceptos en las gestoras de activos aportando, de esta forma, un componente práctico al trabajo de fin de grado. La aplicación de los criterios ESG en las políticas de las gestoras de activos se analiza desde la perspectiva de que las mismas son un tipo determinado de entes empresariales (nivel interno) como desde la perspectiva de sus productos de inversión disponibles (nivel externo). La entrevista con Sofia García (nombre ficticio), directora del departamento de desarrollo corporativo en una gestora de activos, versa sobre ambas perspectivas y permite contrastar el marco teórico con su experiencia profesional.

Las gestoras de activos emplean diferentes estrategias tanto para la integración como para la posterior justificación de aplicación de los criterios ESG. A modo de ejemplo, se recoge la incorporación de las cuestiones ESG en las inversiones en activos inmobiliarios realizadas por la gestora de activos Almagro Capital Gestión.

La metodología de investigación se caracteriza por ser cualitativa debido a la predominancia de los datos de texto frente a los datos numéricos. Adicionalmente, se presentarán datos numéricos para profundizar en la comprensión de la materia.

1.5. DESARROLLO

El trabajo de fin de grado está conformado por siete capítulos básicos, sin incluir los capítulos dedicados a la introducción y a las conclusiones:

El primer capítulo se denomina “Orígenes de los criterios ESG” y es un capítulo conceptual, que recoge las nociones básicas de la responsabilidad social corporativa, la sostenibilidad y el gobierno corporativo, como conceptos previos a los ESG. Asimismo, recoge la relación histórica de los mencionados conceptos y el origen de las cuestiones ESG.

El segundo capítulo, “Marco jurídico español”, contiene tanto las normas esenciales como las instituciones principales reguladoras en materia de responsabilidad social corporativa, sostenibilidad, gobierno corporativo y ESG.

El tercer capítulo denominado “Gestoras de activos” se caracteriza por ser conceptual al describir el rol y funcionamiento de las gestoras de activos. A su vez, contiene posibles clasificaciones de las gestoras de activos según tres tipos de prismas: la tipología de la inversión, la tipología del inversor y la propiedad de la gestora.

El cuarto capítulo, “Aplicación de los criterios ESG en las gestoras de activos”, conecta los capítulos descritos previamente y aporta un componente práctico al trabajo de fin de grado ya que traslada la integración de los criterios ESG a un sector determinado, la gestión de activos. A lo largo del capítulo, se analizan las políticas ESG de las gestoras de activos tanto a nivel interno empresarial como en sus productos de inversión disponibles.

El quinto capítulo, “Estrategias de integración de los criterios ESG en la gestión de activos”, recopila las principales estrategias de integración de las cuestiones ESG en los productos de inversión de las gestoras de activos, así como la integración de los criterios ESG a través de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

El sexto capítulo, “Control del cumplimiento de los criterios ESG en la gestión de activos”, revela los posibles mecanismos de control de la efectiva integración de los ESG en las políticas de las gestoras de activos, con especial atención a la labor de las agencias de *rating*.

Finalmente, el séptimo capítulo designado como “Ejemplo de integración de los criterios ESG de las gestoras de activos: las inversiones en activos inmobiliarios” recoge la relevancia de los criterios ESG en las inversiones en activos inmobiliarios y aporta un ejemplo real de integración y control de los criterios ESG en una gestora de activos actual, como es Almagro Capital Gestión.

2. ORÍGENES DE LOS CRITERIOS ESG

Los criterios ESG derivan de otros conceptos, como son la responsabilidad social corporativa, la sostenibilidad y el gobierno corporativo, que serán analizados a lo largo

de este capítulo con la finalidad de recoger un marco teórico completo de los criterios ESG actuales.

2.1. ¿QUÉ ES LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA?

El origen del concepto de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) se asocia a las décadas de 1950 y 1960, época donde se debatió si debía integrarse un componente social al modelo de *shareholder value* o dominio de la “lógica económica” (García Echevarría, 2006).

Desde sus inicios, la RSC ha pasado de considerarse como una obligación moral del empresario a ir adquiriendo cada vez más relevancia en las políticas empresariales, llegando incluso a recogerse en normas y códigos de conducta. Esto se debe, en gran parte, a tres dimensiones de tendencia, que fortalecen la relevancia de la RSC en los modelos de negocio: la evolución de las expectativas sociales, la expansión de la prosperidad y la globalización. Consecuentemente, los beneficios, las personas y el planeta se convierten en los tres pilares básicos de la RSC y se formula la teoría del triple resultado (conocida en inglés como *triple bottom line*) o modelo de negocio que persigue el equilibrio entre los intereses económicos, las expectativas sociales y las necesidades ambientales (Arteaga-Alcívar et al., 2022).

Por tanto, la RSC es un concepto complejo y, a pesar de los esfuerzos de determinados organismos oficiales (como la Comisión Europea) y numerosos autores, no cuenta con una definición universal ni única.

Entre las múltiples definiciones, cabe mencionar que el Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa define a la RSC como “la forma de conducir los negocios de las empresas que se caracteriza por tener en cuenta los impactos que todos los aspectos de sus actividades generan sobre sus clientes, empleados, accionistas, comunidades locales, medioambiente y sobre la sociedad en general” (Observatorio de RSC, 2014).

Por ende, la razón de ser de la RSC consiste en proporcionar una herramienta que disminuya el impacto negativo sobre los derechos sociales, laborales, derechos humanos y medioambiente generado por las empresas. No obstante, la RSC incluye no solo empresas sino, a su vez, otras personas jurídicas como serían ONG, agencias

gubernamentales y otro tipo de organizaciones. En cambio, la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) se circunscribe exclusivamente a la responsabilidad social derivada de la actividad empresarial (Observatorio de RSC, 2014).

El concepto de RSC abarca tanto el cumplimiento de la legislación nacional e internacional en materia de derechos humanos, derechos reconocidos a nivel laboral, social o medioambiental como todas aquellas actuaciones voluntariamente ejecutadas por la empresa con la finalidad de mejorar las condiciones vitales de los trabajadores, de las comunidades a las que afecta o, incluso, de la sociedad en su conjunto. Se trata de un concepto transversal, que afecta a la gestión empresarial. Las actuaciones derivadas de la ejecución de la RSC impactan en las actividades vinculadas a la actividad principal de la entidad, aspiran a ser permanentes y comprometen las políticas de la alta dirección (Observatorio de RSC, 2014).

Finalmente, resulta interesante analizar la relación entre la RSE y la rentabilidad de la compañía. Según el artículo de análisis documental *Relación entre responsabilidad social empresarial y rentabilidad: una revisión de literatura*, la relación entre la RSE y la rentabilidad puede ser positiva, negativa o neutral (Camargo et al., 2020). Tras un estudio de cincuenta y siete investigaciones, la relación predominante entre ambos conceptos es la positiva. A continuación, se recogen los tres tipos de relaciones entre la RSE y la rentabilidad empresarial:

En primer lugar, la relación de tipo positivo implica la creación de valor en la compañía a través de la ejecución de las políticas de RSE. Los grupos de interés valoran positivamente aquellas empresas que llevan a cabo actuaciones sociales. Por lo mencionado, la inversión en RSE se entiende que genera más beneficios que costes y se caracteriza por contribuir en la rentabilidad de los flujos de ingresos futuros y de los retornos económicos de las inversiones. En concreto, el análisis documental recoge que el 62% de los artículos analizados defienden una relación positiva entre la RSE y la rentabilidad en las compañías.

En segundo lugar, los estudios que reflejan la relación neutral entre ambos conceptos sostienen que la RSE no genera una incidencia notable en el rendimiento financiero de la empresa. En otras palabras, estos estudios defienden la incapacidad de demostrar, con plena certeza, la aportación de rentabilidad económica o financiera por parte de la RSE.

En particular, el 33% de los estudios analizados contemplan este tipo de relación entre la RSE y la rentabilidad en las empresas.

Por último, dependiendo del estudio analizado, los autores entienden la expresión de la relación negativa entre la RSE y la rentabilidad de una compañía de una forma u otra. A modo de ejemplo, el fracaso empresarial se relaciona con la inexistencia de estrategias de buen gobierno centradas en los grupos de interés de la compañía. Únicamente el 5% de los estudios del análisis documental sostienen la relación de tipo negativo entre la RSE y la rentabilidad en las compañías. Adicionalmente, los autores del artículo conectan la relación de tipo negativo con el problema del *greenwashing* o creación de una imagen de responsabilidad de las empresas frente a sus grupos de interés, pero donde en realidad subyacen prácticas desleales que ocultan los efectos negativos de las empresas. El concepto de *greenwashing* se analiza desde el punto de vista de las gestoras de activos a lo largo del apartado 5.2 del presente trabajo.

2.2. ¿QUÉ SE ENTIENDE POR SOSTENIBILIDAD?

La actividad económica del ser humano y, en concreto, la civilización industrial ha desplegado una serie de consecuencias y efectos en el planeta sin precedentes. En los dos últimos siglos, la temperatura global se ha incrementado en aproximadamente 1.1 grados Celsius y ha aumentado el número de catástrofes naturales derivadas del cambio climático. La temperatura de los océanos es cada vez mayor, su superficie cada vez es más ácida debido a las emisiones de dióxido de carbono emitidos a la atmósfera y se estima que el nivel del mar ha crecido 3.4 milímetros por año desde 1993. Esto, a su vez, ha provocado una reducción de las capas de hielo de los glaciares, siendo la extensión de hielo marino del Ártico mínima con una tasa de reducción del 12.3% por década. Por lo mencionado, el impacto medioambiental está cada vez más presente en las políticas actuales.

La sostenibilidad se define en el *Informe Nuestro futuro común* (Informe Brundtland) y es aquella que permite “satisfacer las necesidades del presente sin comprometer la habilidad de las futuras generaciones de satisfacer sus necesidades propias” (Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo, 1987). Se considera que esta definición es el origen del concepto de desarrollo sostenible, el cual valora tanto las cuestiones

medioambientales como el desarrollo económico. En numerosas ocasiones, los términos de “sostenibilidad” y “desarrollo sostenible” se utilizan de forma indistinta, no obstante, ciertos organismos, como las Naciones Unidas, distinguen entre ambos conceptos.

Actualmente, la sostenibilidad es esencial para mitigar las consecuencias derivadas del cambio climático. Determinados recursos naturales, como los no renovables, son limitados y, por tanto, su sobreexplotación implica el agotamiento y la imposibilidad de uso de dichos recursos en un futuro.

Por tanto, la sostenibilidad engloba el respeto del medio ambiente y la mitigación de los efectos causados al planeta, a la vez que se satisface las necesidades del presente sin comprometer las necesidades de las generaciones futuras.

2.3. ¿QUÉ ES EL GOBIERNO CORPORATIVO?

Bajo el concepto de gobierno corporativo, se recoge al conjunto de principios, normas, y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una compañía estableciendo tanto las relaciones entre el consejo de administración, la junta directiva y los grupos de interés, como el proceso para la toma de decisiones empresariales.

No obstante, las definiciones concretas del gobierno corporativo difieren según las distintas estructuras y procesos empresariales dependiendo de la concreta asignación y control de los recursos por parte de cada una de las empresas. Aun con todo, se puede concluir que, independientemente de la perspectiva analizada, “uno de los objetivos del gobierno corporativo es asegurar y proteger los intereses de todos los *stakeholders* de una organización” (Portalanza, 2013). La protección de los intereses de los *stakeholders* o grupos de interés de una compañía, además de ser un factor esencial en la rentabilidad de un proyecto empresarial, traza la relevancia del aspecto social en las políticas que conforman el gobierno corporativo. Recientemente, las empresas han tratado de alcanzar una transparencia mayor con sus agentes económicos (clientes, empleados, accionistas, proveedores, etc.) con vistas a aumentar la confianza depositada en la actuación empresarial y presentarse como una opción más atractiva para invertir en la compañía. En otras palabras, los inversores de una compañía determinada confían en una actuación, por parte de los gerentes de la empresa, que justifique la inversión realizada.

Charan (2005) defiende que el gobierno corporativo aporta una ventaja competitiva a la empresa puesto que puede añadir valor a la misma e, incluso, llegar a ser un valor diferencial positivo respecto a las empresas de su competencia. Varios estudios realizados en la década de los noventa sobre el gobierno corporativo en diversos países europeos mostraron que los códigos de gobierno corporativo han contribuido en la mejoría de las prácticas de los consejos de administración, una mayor transparencia de sus actuaciones y, consecuentemente, una mayor protección a los inversores (Chivite y Rodríguez, 2009).

A modo de síntesis, el gobierno corporativo determina el funcionamiento, estructura y relaciones de los órganos de dirección de las empresas y se trata de un factor esencial para la rentabilidad empresarial ya que determina, en gran parte, las inversiones realizadas en la compañía. Además, el gobierno corporativo puede llegar a ser una ventaja competitiva de las empresas gracias a la creación de confianza y a una mayor transparencia con sus grupos de interés.

2.4. RELACIONES ENTRE LA RSC, LA SOSTENIBILIDAD, EL GOBIERNO CORPORATIVO: EL ORIGEN DE LOS CRITERIOS ESG

Los criterios ESG (*Environmental, Social and Governance*) agrupan los factores no financieros más importantes de una compañía y aportan un enfoque, tanto estratégico como analítico, del desempeño de las políticas de sostenibilidad de una empresa (Iberdrola, 2023).

En concreto, los criterios ESG integran y miden los riesgos y las oportunidades vinculadas a los factores ambientales, sociales y de gobernanza, que provienen de la sostenibilidad, la RSC y el gobierno corporativo. A continuación, se analizan los factores de forma separada:

En primer lugar, los criterios ambientales (E) valoran los efectos medioambientales, tanto directos como indirectos, generados por las empresas. En otras palabras, evalúan el desempeño de la actividad empresarial respecto al impacto generado en el planeta y a los desafíos ambientales midiendo, de esta forma, la sostenibilidad en su vertiente medioambiental como se recoge en el apartado 2.2. de este trabajo. A título de ejemplo citar que el uso de recursos naturales, la emisión de gases de efecto invernadero a la

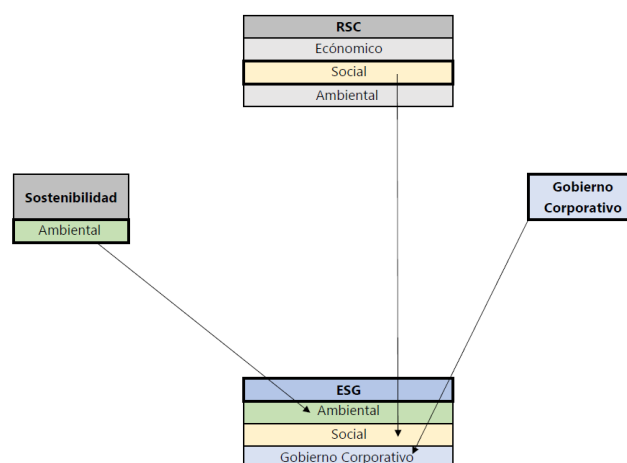
atmósfera, la contaminación del agua, aire, suelo y la deforestación se consideran criterios ambientales que miden la sostenibilidad (Iberdrola, 2023).

En segundo lugar, los criterios sociales (S) son el reflejo de la mayoría de los valores corporativos de la empresa (Iberdrola, 2023) y se centran en la relación de las compañías con su entorno social (trabajadores, comunidades locales y ciudadanía general) conforme al impacto generado en la diversidad, inclusión e igualdad laboral, en los derechos humanos, en la salud y seguridad de las personas, etc. La RSC diseña el marco de los factores sociales (S) y los criterios ESG integran y miden los riesgos y las oportunidades aportando, de esta forma, un enfoque más integral y cuantitativo mediante variables medibles y cuantificables que permiten la elaboración de un juicio crítico sobre la compañía.

En tercer lugar, los criterios de gobernanza (G) se focalizan en la gestión empresarial, en la evaluación de políticas y procedimientos corporativos y aporta variables medibles que permiten el análisis del gobierno corporativo de una empresa. Algunos ejemplos de criterios de gobernanza son la composición del consejo, la ética y la diversidad empresarial (J.P. Morgan, 2023).

La Figura 1 muestra esquemáticamente la relación de los criterios ESG con la RSC, la sostenibilidad y el gobierno corporativo ya que estos tres conceptos son esenciales para los factores medioambientales, sociales y de gobernanza que impregnan a los criterios ESG. En concreto, la sostenibilidad sirve como base para el factor E, el componente S es aportado por la RSC y el gobierno corporativo es esencial para el factor G.

Figura 1: Criterios ESG



Fuente: elaboración propia

La integración de los análisis de las cuestiones ESG fomenta la anticipación de las compañías a las nuevas regulaciones, la gestión de los riesgos, la reputación empresarial y el acceso a nuevos mercados. Así, el estudio de los factores ESG ayuda a incrementar el valor para el accionista (Naciones Unidas, 2017).

Una vez incorporados los factores en el análisis de la inversión, la teoría ESG sostiene que las empresas y los inversores deberían poder ofrecer iguales o mejores rendimientos que el análisis financiero tradicional (Larrasquitu et al., 2023).

3. MARCO JURÍDICO ESPAÑOL

A lo largo de los últimos años, se han promulgado una gran cantidad de normas, tanto comunitarias como nacionales, con el objetivo de regular la RSC, la sostenibilidad, el gobierno corporativo y, consecuentemente, los criterios ESG. El presente capítulo procura recoger las principales normas reguladoras, así como mencionar el papel de órganos relevantes en estos ámbitos como son el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de Empresas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Comisión Europea.

3.1. RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

A nivel institucional, España cuenta con el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de Empresas, órgano asesor y consultivo del Gobierno cuyo objetivo es fomentar las políticas de RSC de las empresas. En 2014, el Consejo Estatal de Responsabilidad Social de Empresas primero y el Consejo de Ministros después, aprobaron un documento (la Estrategia Española de Responsabilidad Social de las Empresas) que establecía sesenta medidas para impulsar la práctica de políticas de RSC y, de esta forma, establecer un marco de referencia en el territorio español.

Adicionalmente, existen otras personas jurídicas en España que incentivan la integración de la RSC en las estrategias empresariales. En particular, el Observatorio de RSC es una organización sin ánimo de lucro, que tiene como misión el fomento de la implantación de la RSC en España y en aquellos países donde operan entidades españolas. Establece cinco principios básicos en materia de la RSC: (i) el acatamiento de la vigente legislación

nacional e internacional, (ii) su carácter global y afectación al conjunto de áreas de negocio y áreas geográficas necesarias para la cadena de valor y el desarrollo de la actividad empresarial, (iii) la creación de compromisos éticos objetivos y vinculantes para sus contrayentes, (iv) su reflejo en el impacto social, económico y medioambiental generado con la actividad empresarial y (v) la satisfacción e información de las necesidades y expectativas de los grupos de interés.

3.2. SOSTENIBILIDAD

A nivel internacional, el desarrollo sostenible cobró más protagonismo en las políticas de los países desarrollados a partir del 2015. Se aprobó, ese mismo año, la conocida como “Agenda 2030”, conformada por 17 ODS, y el Acuerdo de París.

En el ámbito económico y comunitario, la Comisión Europea aprobó en 2018 el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, con el objetivo primordial de fomentar la sostenibilidad de los recursos financieros en Europa y alcanzar una economía con bajas emisiones de carbono. Entre las normas que componen este plan, cabe mencionar: el Reglamento de Taxonomía, el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR) y la Directiva sobre Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD).

Primeramente, el Reglamento de Taxonomía, junto al SFDR y al CSRD, pretende crear normas coherentes y sostenibles desde el punto de vista medioambiental. Su ámbito de aplicación es el SFDR o CSRD, dependiendo de las características en cuestión que regule. En particular, el artículo 3 establece criterios medioambientales para la clasificación de actividades económicas sostenibles y el artículo 9 establece la obligación empresarial de contribuir a, como mínimo, uno de los seis objetivos establecidos. Los seis objetivos recogidos son: (i) la mitigación del cambio climático, (ii) la adaptación al cambio climático, (iii) el uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos, (iv) la transición hacia una economía circular, (v) la prevención y el control de la contaminación; y (vi) la protección y la restauración de la biodiversidad y los ecosistemas.

En segundo lugar, el SFDR entró en vigor en diciembre de 2019 y comenzó su aplicación en marzo de 2021 estableciéndose, de esta forma, la obligación de las gestoras de activos, los asesores financieros y los proveedores de seguros de la Unión Europea de comunicar la información no financiera de sus productos. El SFDR es un conjunto de normas que

exige la divulgación de información sobre los riesgos ESG de las carteras y de clasificar los productos de inversión en categorías que, a su vez, conllevan otros requisitos de divulgación sobre la metodología, política y verificación de los criterios ESG. La clasificación se realiza conforme a lo establecido en los artículos 6, 8 y 9 del SFDR. Los productos de inversión “sin objetivos de sostenibilidad” se clasifican bajo la categoría del artículo 6 del SFDR, aquellos productos de inversión que “promueven iniciativas sociales y ambientales junto con los objetivos de resultados tradicionales” se catalogan atendiendo al artículo 8 del SFDR, mientras que, los productos de inversión “con objetivos explícitos de sostenibilidad” se subsumen en el artículo 9 del SFDR (Matesanz, 2023). Entre los efectos recientes derivados de la mencionada clasificación, se ha producido en septiembre de 2023 una disminución de los fondos del artículo 8 en virtud de un crecimiento de los fondos del artículo 9 (Baselli, 2023). Este flujo ha sido analizado por la Comisión Europea, la cual abrió un período de consulta entre septiembre y diciembre de 2023 con la finalidad de actualizar la normativa recogida en el SFDR.

En tercer lugar, la CSRD establece la obligación de divulgar información no financiera relevante, como sería el impacto ESG generado por las compañías. El ámbito de aplicación de esta norma abarca tanto a las empresas europeas que cotizan en bolsa como a las grandes empresas de interés público y que tienen más de 500 empleados y un balance total de más de 20 millones de euros o un volumen de negocios neto de más de 40 millones de euros. Con la aprobación de los Estándares Europeos de Informes de Sostenibilidad (ESRS), las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de esta medida, están obligadas a reportar en materia de sostenibilidad desde el 1 de enero de 2024.

Las medidas comunitarias afectan al ordenamiento jurídico español, dentro del cual, la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética figura como la principal norma reguladora de la sostenibilidad ambiental en España dado que establece una serie de medidas y de estrategias con la finalidad de alcanzar los objetivos asumidos por parte de España en el Acuerdo de París.

3.3. GOBIERNO CORPORATIVO

Dentro de los organismos reguladores en España, destaca la labor de la CNMV en materia del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en mercados españoles. El origen

del gobierno corporativo en España se asocia al informe elaborado por la conocida como Comisión Olivencia que impulsó la publicación en 1998 del primer Código de Buen Gobierno, conocido como “Código Olivencia”, y que contenía 23 recomendaciones dirigidas a las sociedades españolas que cotizaban en el mercado de valores.

Más adelante, una corriente exigía la actualización del Código Olivencia a favor de una mayor regulación de los aspectos del gobierno corporativo. Como respuesta a esta situación, se publicó el comúnmente conocido como “Informe Aldama”, germen de la Ley 26/2003, que afectó a disposiciones reguladoras de las sociedades anónimas y de las cajas de ahorros. En 2006, el Código Unificado de Buen Gobierno (“Código Conthe”) aportó una serie de definiciones vinculantes y aplicables a todas las sociedades cotizadas, con independencia de su capitalización y tamaño, que fueron actualizadas por el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas en 2013 y, posteriormente, en 2015.

El último Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas se publicó en 2020 y contempla un nuevo formato, la eliminación de recomendaciones que forman parte de normas legales y novedades específicas de la responsabilidad social corporativa de las sociedades cotizadas. A título de ejemplo, el principio 24 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2020) defiende que: “la sociedad promoverá una política adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados” (CNMV, 2020). Los códigos de buen gobierno no se consideran legislación en sentido estricto ya que tienen un carácter de voluntariedad, aunque sujetas al principio de “cumplir o explicar”. De esta forma, las empresas tienen la opción de cumplir con las recomendaciones contempladas en los códigos de buen gobierno, o bien, de exponer y argumentar los motivos de su incumplimiento.

Adicionalmente, se publicó un Código de Gobierno Corporativo en el Boletín Oficial del Estado con la finalidad de recopilar las principales medidas que afectan al gobierno corporativo de las personas jurídicas en España según la tipología de las entidades, los sectores en los que operan o si se tratan de entidades de titularidad pública.

3.4. CRITERIOS ESG, COMO FRUTO DE LA EVOLUCIÓN

Actualmente, no existe una única norma que homogenice la regulación de los criterios ESG, sino que son una infinidad de normas las que afectan a las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza. De hecho, la literatura califica como “tsunami regulatorio” a este amplio conjunto de normas. Por ende, las normas mencionadas en los apartados previos pueden considerarse como las normas más notables que afectan a los criterios ESG a través de la regulación de cada uno de sus factores.

Es digno de mención el papel regulador de la Unión Europea ya que las normas europeas han impulsado y dirigido los flujos de inversión a favor de productos financieros que incorporan criterios ESG. La normativa europea es pionera en la regulación de materias ESG que afecta a los Estados miembros y, además, influye en países no pertenecientes a la Unión Europea. La profesora de la Facultad de Derecho de Columbia, Anu Bradford, englobó bajo el título del “Efecto de Bruselas” al poder regulatorio de la Unión Europea capaz de establecer determinados parámetros mundiales que afectan a Estados no miembros, ajenos al ámbito de competencia de la Unión (De Mariz y Redondo Alamillos, 2022).

La literatura defiende la concurrencia de evidencias empíricas en asuntos ESG con este efecto de influencia de la normativa europea en otros países no pertenecientes a la Unión. Destacan la legislación sobre residuos relacionados con sustancias peligrosas en aparatos eléctricos y electrónicos; la regulación de productos químicos que ponen en peligro tanto al medioambiente como a la salud humana y la legislación de datos con la finalidad de proteger a las personas físicas. A modo de ejemplo, cabe citar la Directiva 2011/65/UE, el Reglamento (CE) número 1907/2006 (conocido bajo el acrónimo inglés de REACH) y el Reglamento (CE) número 2016/679. Estas tres normas asentaron los precedentes en sus respectivos ámbitos de aplicación y establecieron unos estándares que las multinacionales decidieron adoptar en relación con la eficiencia y eficacia de todas sus filiales (De Mariz y Redondo Alamillos, 2022).

4. GESTORAS DE ACTIVOS

Las gestoras de activos juegan un papel relevante en la economía española. En términos legales, se conoce a las gestoras de activos como Sociedades Gestoras de Instituciones de

Inversión Colectiva (SGIIC) y, conforme al *Informe anual 2022 sobre los mercados de valores y su actuación* elaborado por la CNMV, 123 SGIIC operaban en el mercado español a finales de 2022 (CNMV, 2023).

4.1. ¿QUÉ SON LAS GESTORAS DE ACTIVOS?

Las gestoras de activos son sociedades que, mediante diferentes estrategias de inversión, administran el patrimonio de un tercero en su nombre. En ocasiones, se denominan gestoras de fondos o gestoras de inversión.

Dentro del concepto general y comúnmente aceptado de definición de gestora, los organismos gubernamentales definen el concepto legal y jurídico de lo que se entiende por gestora, con el fin de buscar un marco jurídico homogéneo para la regulación de esta actividad y proteger el interés del inversor.

En este sentido, se aprobó la Directiva 2011/61/EU, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos con el objetivo de monitorizar y controlar el riesgo sistemático de los mercados financieros. En caso de superar los umbrales establecidos de patrimonio gestionado, la gestora debe someterse a autorización, regulación, supervisión y obligaciones de información ante la reguladora de las gestoras en cada Estado miembro.

A raíz de la Directiva 2011/61/EU, en España se desencadenaron una serie de cambios normativos. En primer lugar, se promulgó la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Consecuentemente, la entrada en vigor de la Ley 22/2014 derogó la antigua ley para los vehículos de carácter cerrado (Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras).

El artículo 40 de la Ley 35/2003 define a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) como “sociedades anónimas o de responsabilidad limitada cuyo objeto social consistirá en la gestión de las inversiones, el control y la gestión de riesgos, la administración, representación y gestión de las suscripciones y reembolsos de

los fondos y las sociedades de inversión”. Adicionalmente, se podrá autorizar a las SGIIC para desempeñar funciones de (i) gestión discrecional e individualizada, con arreglo al otorgamiento de un mandato de la persona legalmente autorizada, de carteras de inversiones, (ii) administración, representación, gestión y comercialización de fondos de capital riesgo, (iii) asesoramiento de inversiones y (iv) custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión (artículo 40 de la Ley 35/2003).

Las obligaciones principales de las SGIIC consisten en informar de la actuación de sus funciones ante la CNMV, los partícipes y accionistas de los fondos gestionados y a las entidades depositarias. A su vez, deben atender y resolver las reclamaciones relativas a los intereses y derechos legalmente reconocidos de los partícipes de los fondos. En particular, el departamento o servicio de atención al cliente de cada SGIIC realiza el registro interno de las quejas de los partícipes y sus respectivas contestaciones. Se prevé la posibilidad del nombramiento de un defensor del cliente, siendo este una entidad o experto independiente.

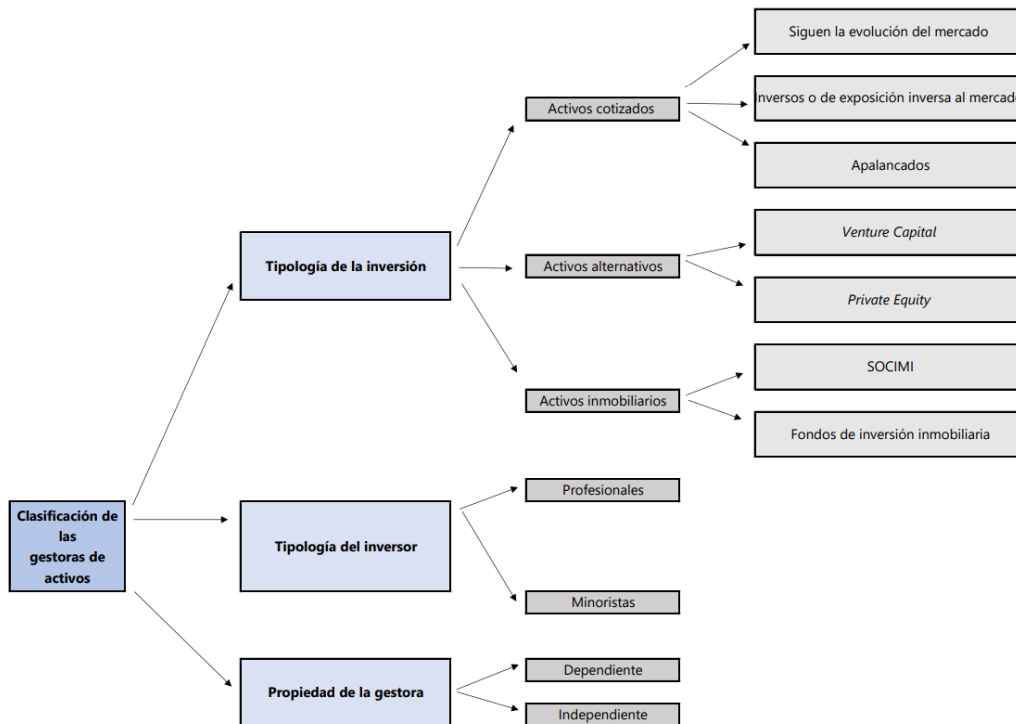
La CNMV es el organismo supervisor de los mercados de valores españoles y desempeña funciones de inspección de los mercados y de los participantes en los mismos. La CNMV delimita como gestora a aquella sociedad encargada de la inversión del capital aportado por los partícipes en los distintos activos financieros que constituyen la cartera del fondo. De esta forma, la gestora toma decisiones de inversión en fondos de diversa índole, como serían los fondos de renta fija, de renta variable, mixtos, inversiones alternativas, capital-riesgo, entre otros.

A modo de síntesis, las gestoras de activos son sociedades que administran, representan y gestionan inversiones, conformadas por el patrimonio de terceros (los inversores), reciben una comisión, como contraprestación de sus servicios, y están supervisadas por un órgano independiente (la CNMV en el mercado español).

4.2. CLASIFICACIÓN DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS

A continuación, se recogen posibles clasificaciones de gestoras de activos conforme a tres criterios: (i) tipología de la inversión, (ii) tipología del inversor, y (iii) propiedad de la gestora.

Figura 2: Esquema de clasificación de las gestoras de activos



Fuente: elaboración propia

4.2.1. Tipología de la inversión

Atendiendo al volumen de activos gestionados y a su relevancia en la economía española, las inversiones se pueden clasificar en inversiones en activos cotizados, activos alternativos y activos inmobiliarios.

4.2.1.1. Activos cotizados

Dentro de las inversiones en activos cotizados destacan los fondos cotizados (ETF). Son un tipo de fondos de inversión mobiliaria caracterizado por la negociación de sus participaciones en bolsas de valores. Presentan características propias de los fondos de inversión y del comportamiento de las acciones cotizadas ya que ciertos aspectos, como serían la compra y venta de las participaciones o el régimen fiscal aplicable en caso de ganancias patrimoniales, son similares a las acciones cotizadas.

Su política de inversión se basa en la reproducción de un índice y dependiendo de la estrategia, los ETF se clasifican en (i) de seguimiento de la evolución del mercado, caracterizados por la réplica del comportamiento del índice de referencia, (ii) inversos o

de exposición inversa al mercado, que evolucionan de manera contraria a la tendencia del mercado de referencia y (iii) apalancados, cuya réplica del índice se realiza conforme a una determinada proporción.

Los ETF ofrecen una diversificación y una posibilidad de percibir dividendos por parte del partícipe. Los principales rasgos distintivos son la presencia de entidades que fomentan la liquidez del producto, la transparencia y la inmediatez de las transacciones gracias al valor liquidativo estimado. Generalmente, son fondos caracterizados por la alta accesibilidad, debido al importe mínimo de inversión, y por la inferioridad de las comisiones de gestión y depósito respecto a las equivalentes en los fondos de inversión tradicionales con políticas de inversión similares.

La gestión en los ETF es pasiva ya que las decisiones de inversión se ajustan al comportamiento similar o igual de un índice de referencia.

4.2.1.2. Activos alternativos

Las inversiones en los activos alternativos se realizan mediante el capital-riesgo. Se define al capital-riesgo como “aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores” (preámbulo de la Ley 22/2014).

La estrategia, que está en pleno auge y crecimiento dentro del capital-riesgo, es el “capital privado”. SPAINCAP² engloba dentro del concepto de “capital privado” al *Venture Capital* y al *Private Equity*. El “capital privado” es la aportación temporal de recursos financieros por parte de entidades especializadas a cambio de obtener una participación en empresas no cotizadas con alto potencial del crecimiento presentándose, así, como una fuente de financiación alternativa para las pequeñas y medianas empresas.

El objetivo principal de la inversión es incrementar el valor de la compañía mediante la inyección de los fondos y la aportación de experiencia tanto en el asesoramiento en las estrategias empresariales como en la profesionalización de los directivos. De esta forma, se ofrecen puntos de vista exógenos al negocio, generan credibilidad frente a terceros y

² SPAINCAP es la asociación que agrupa a las entidades e inversores de *Venture Capital* y *Private Equity* en España.

comparten *best practices* de otros sectores. Una vez transcurrido el tiempo de la inversión (de tres a diez años), comienza la fase de desinversión donde se procura maximizar la inversión realizada a la vez que se maximiza el beneficio de los inversores, accionistas y gestores del proyecto. Con esta fase finaliza el proceso de inversión y se lleva a cabo una actividad que puede ser de diversa índole, como sería la venta a otra compañía o la salida a bolsa de la compañía (IPO).

La gran diferencia entre *Venture Capital* y el *Private Equity* radica en la fase empresarial en la que se encuentra la compañía objeto de la inversión. Por un lado, las inversiones de *Venture Capital* se centran en empresas emergentes e innovadoras cuyo potencial de crecimiento es alto. En la mayoría de las ocasiones, las empresas no han alcanzado la rentabilidad esperada y tienden a ser compañías que operan en sectores caracterizados por un alto binomio de rentabilidad – riesgo. Por otro lado, las inversiones de *Private Equity* suelen realizarse en compañías más maduras y estables en el mercado con la finalidad de incrementar sus rentabilidades actuales. Consecuentemente, las cantidades que componen los fondos de inversión de *Private Equity* tienden a ser superiores que las de *Venture Capital*.

En el año 2022, conforme al *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España 2023*, se alcanzó un récord histórico en la inversión en “capital privado” ya que se invirtieron 9.238M€ en un total de 960 operaciones en España (Alferez, s.f.).

4.2.1.3. Activos inmobiliarios

La inversión en activos inmobiliarios tiene como principales figuras de articulación a las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y a los fondos de inversión inmobiliaria. A lo largo del séptimo capítulo del presente trabajo, se recoge la integración y control de los ESG en inversiones en activos inmobiliarios.

En primer lugar, así como establece el preámbulo de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, las SOCIMI son “sociedades que configuran un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario y, más en concreto, al mercado del alquiler”. Por tanto, son vehículos de inversión de activos inmobiliarios que cotizan en bolsa y con características particulares en su régimen fiscal. En menos de diez años, el número de SOCIMI en España se ha incrementado en casi cien nuevos emisores. En septiembre de

2022, eran 112 SOCIMI cotizando en los mercados españoles, cifra notablemente superior a los tres vehículos constituidos en el año 2013. (JLL, 2022).

En segundo lugar, el carácter de los fondos de inversión inmobiliaria no es financiero y la inversión se realiza sobre inmuebles. Generalmente, los inmuebles se explotarán mediante un contrato de arrendamiento, aunque se puede obtener rendimientos, a su vez, mediante la compraventa de los inmuebles y revalorizaciones de los mismos. Por lo mencionado, los fondos de inversión inmobiliaria tienden a ser menos líquidos que los fondos de inversión mobiliaria.

4.2.2. Tipología del inversor

Los perfiles de los inversores de las gestoras de activos son muy variados. La CNMV clasifica a los inversores como profesionales o minoristas. Los inversores profesionales son aquellos que poseen un grado de conocimiento mayor sobre los comportamientos de los mercados financieros, sus productos y los servicios de inversión, mientras que los inversores minoristas suelen ser la mayoría de los particulares y cuentan con menos conocimiento y experiencia. Por tanto, los inversores clasificados como minoristas reciben una protección mayor que los clasificados como profesionales.

Dependiendo del tipo de inversor, la inversión tendrá unas características determinadas u otras, entre las cuales se integran en mayor o menor medida las cuestiones ESG. Por regla general, los inversores institucionales (empresas determinadas como bancos, sociedades financieras, etc.) son los que tienen mayor capacidad económica y demandan inversiones que integren ESG. En segundo lugar, el interés en ESG de los *family office* o grandes fortunas está creciendo, mientras que, los *retails* o particulares priorizan el rendimiento financiero frente al impacto social y medioambiental. Ciertamente es que las generaciones *millennial* y *Z* están impulsando la demanda de productos ESG ya que buscan productos de inversión alineados con sus valores. De hecho, las encuestas recogen que el 95% de los inversores pertenecientes a estas generaciones priorizan la inversión sostenible y la gran mayoría confían en su rentabilidad (Larrasquitu et al., 2023).

4.2.3. Propiedad de la gestora

La propiedad de la gestora es otro rasgo distintivo que divide a las gestoras de activos en dos grupos: las gestoras de activos dependientes y las gestoras de activos independientes. Las gestoras dependientes, entendidas como las entidades financieras no bancarias (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de IIC), se identifican como “aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, se englobarían en el ámbito de prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades” (CNMV, 2023).

Respecto al peso de negocios relacionados con la prestación de servicios de inversión en España, donde se incluye la gestión de instituciones de inversión colectiva mediante las comisiones percibidas, se estima que el 64% del mismo fue realizado por bancos comerciales tradicionales o entidades que forman parte de sus grupos en el año 2022 y 2021. El porcentaje restante representa al negocio desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. En cambio, en el año 2020 los bancos comerciales tradicionales (o sus entidades vinculadas) realizaron el 67% de los negocios relacionados con la prestación de servicios de inversión en España (CNMV, 2023). Por tanto, las gestoras de activos independientes cada vez están adquiriendo una mayor cuota en el mercado frente a las gestoras de activos dependientes de grupos bancarios comerciales.

Las gestoras dependientes tienen más recursos ante el desarrollo de políticas que fomenten la integración de los criterios ESG ya que cuentan con un respaldo económico superior. Como prueba de ello, las gestoras dependientes lideran los fondos nacionales sostenibles, entendidos como los fondos españoles catalogados conforme al artículo 8 o 9 del SFDR. Las tres gestoras líderes del mencionado patrimonio conjunto son Santander AM, CaixaBank AM y Kutxabank Gestión (Moreno, 2023).

5. APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LAS GESTORAS DE ACTIVOS

Las gestoras de activos integran los aspectos sostenibles tanto a nivel interno, por ser un determinado tipo de entes empresariales, como a nivel externo, entendido como los productos de inversión que ofrecen a los inversores.

A nivel interno, las gestoras de activos como empresas desarrollan políticas que tienen en cuenta aspectos propios de la sostenibilidad. A lo largo del epígrafe 5.1, se analizan principalmente los factores sociales (S) y de gobernanza (G) de las gestoras de activos con la finalidad de aportar un análisis de ambos factores en un tipo concreto de empresas. Adicionalmente, se recoge un ejemplo de la relación entre la RSE y el rendimiento empresarial en una gestora de activos independiente.

A nivel externo, se analiza la incorporación de aspectos “verdes” y cuestiones ESG en los productos de inversión de las gestoras de activos en el epígrafe 5.2. Para ello, las gestoras de activos valoran la integración de los criterios ESG de las empresas en las que invierten ya que el mayor impacto que puede generar una gestora de activos, como entidad financiera, es el destino de la aportación de capital a empresas que respeten, en mayor o menor medida, los criterios ESG.

La praxis de la aplicación de los criterios ESG, tanto a nivel interno como externo, deviene afectada por los denominados Principios de Inversión Responsable (PRI). Los PRI son seis principios generales que persiguen la creación de valor a largo plazo mediante un sistema financiero global y sostenible (ver Anexo II).

5.1. POLÍTICAS INTERNAS DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS

A nivel interno, las gestoras de activos toman una serie de decisiones empresariales que afectan a los criterios ESG. A continuación, se analiza las políticas internas de las gestoras de activos desde la perspectiva de cada factor ESG:

En primer lugar y relacionado con el factor E, las decisiones internas de las gestoras de activos tienen una relevancia menor respecto al impacto en el medioambiente generado por sus inversiones. En otras palabras, las inversiones de las gestoras de activos impactan más en el planeta que las medidas internas sostenibles adoptadas por una gestora de activos. A modo de ejemplo, una inversión cuyo objeto es la destrucción de un bosque tiene más consecuencias negativas para el planeta que el uso de utensilios no reciclables en el comedor de una gestora de activos.

En segundo lugar, el análisis del factor S suele realizarse a través de la relación de la empresa con sus empleados. Se ha demostrado una relación directa entre la productividad

de las empresas y el bienestar de los empleados. En decir, la felicidad de los empleados implica una mayor productividad por parte de los mismos, un descenso de las bajas por enfermedad y un nivel inferior de rotación (Larrasquitu et al., 2023). Por lo mencionado, la mayoría de las gestoras de activos procuran ofrecer condiciones laborales más ventajosas, como serían la flexibilidad laboral y la posibilidad de teletrabajar, que las legalmente exigidas para atraer y retener el talento.

Finalmente, se aprecia como “bueno” al gobierno de una empresa que sea capaz de generar confianza, transparencia y responsabilidad en las partes interesadas (OECD, 2023). Numerosas gestoras de activos publican documentos, además de las obligaciones legales exigidas, relativos al gobierno corporativo, a las políticas de retribuciones y a los órganos de control de su compañía. Asimismo, procurando tener un “buen” gobierno corporativo, las gestoras adoptan distintas medidas como serían el equilibrio de género en el Consejo de Administración o la separación de funciones entre consejero delegado y presidente. A modo de ejemplo, el reglamento del Consejo de Administración de Arcano Valores AV, S.A.U. contempla la separación de funciones entre el presidente y el consejero delegado. Por otro lado, gran parte de las gestoras de activos cuentan con comités para preservar el correcto desempeño de la actividad empresarial y evitar la presencia de conflictos de interés entre los trabajadores. Cabe resaltar al Comité de Inversión, orientador y determinante en las inversiones de la gestora, y al Comité de Dirección, crucial en el funcionamiento del día a día de la gestora.

5.1.1. Relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial en las gestoras de activos: entrevista con Sofía García (nombre ficticio), directora del departamento de desarrollo corporativo en una gestora de activos

La entrevistada (ver Anexo I) nos muestra que la relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial depende de los factores económicos y sociales de la gestora de activos en cuestión principalmente según su tamaño, el *timing* en el proceso de inversión (*fundraising* o levantamiento de capital, inversión o desinversión) y el grupo de interés analizado.

Para, Sofía García, la relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial en las gestoras de activos debería aspirar a ser neutral a largo plazo ya que “la RSE debería ser una

condición necesaria, pero no suficiente, para estructurar productos de inversión y lograr más fondos y, por tanto, las gestoras deberían de implantarla no por obligación legal o financiera sino porque es nuestra responsabilidad y compromiso por el bien de la sociedad”.

Actualmente, se puede inferir que existe una relación neutral entre la RSE y la rentabilidad empresarial desde el punto de vista de los trabajadores. Prueba de ello es que los trabajadores de nueva incorporación no mostraron ni muestran interés en el desempeño de la RSE y, consecuentemente, dicho desinterés e indiferencia puede significar la inexistencia de relación entre el desempeño de la RSE, la mejoría de la imagen y el rendimiento empresarial.

Desde el punto de vista contable, el desarrollo de políticas RSE se refleja en partidas de gasto en las cuentas anuales de la gestora de activos. A pesar de ello, la gestora de activos entiende el dinero invertido en RSE como una inversión a largo plazo y una apuesta firme de sus socios directivos, tanto como una acción para fortalecer la marca e imagen de la gestora como un compromiso social.

A modo de conclusión, la gestora de activos integra la RSE entre sus políticas empresariales, dotándola de un papel relevante en el crecimiento corporativo de la compañía. Tal es así, que entiende a la RSE como una inversión actual y que acabará convirtiéndose en una condición necesaria para el desarrollo de las políticas empresariales.

5.2. PRODUCTOS DE INVERSIÓN DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS

Las cuestiones ESG no financieras cada vez están adquiriendo más relevancia en la toma de decisión de los inversores debido a una mayor conciencia social sobre el cambio climático, el auge de las redes sociales y su difusión inmediata de las reacciones ante decisiones empresariales, el carácter temporal del largo plazo de las inversiones actuales y el peso cada vez mayor de los activos intangibles (Larrasquitu et al., 2023).

De esta forma, las tendencias de demandas de los productos de inversión han cambiado puesto que, a lo largo de los últimos años, ha incrementado la inversión (realizada tanto

por profesionales como por minoristas) en empresas que desarrollan soluciones para mitigar los efectos del cambio climático o empresas que se adaptan a él (Bioy, 2023).

Pero no solo ha incrementado la inversión que atiende a criterios medioambientales, sino que, la inversión responsable ha ido cobrando cada vez más presencia. Para los PRI, la inversión responsable es “una estrategia y práctica para incorporar factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en las decisiones de inversión y el ejercicio activo de la propiedad” (PRI, 2021). Se trata de un concepto amplio recogido bajo distintos calificativos, como podría ser inversión “sostenible”, “ética” o “de impacto”, generalmente empleados de forma indistinta y asociados a los criterios ESG. La promoción de inversiones responsables, que contribuyan a la sostenibilidad de las empresas en las que invierten, de la sociedad y de la economía en su conjunto, forma parte de las buenas prácticas de las gestoras de activos (CNMV, 2023).

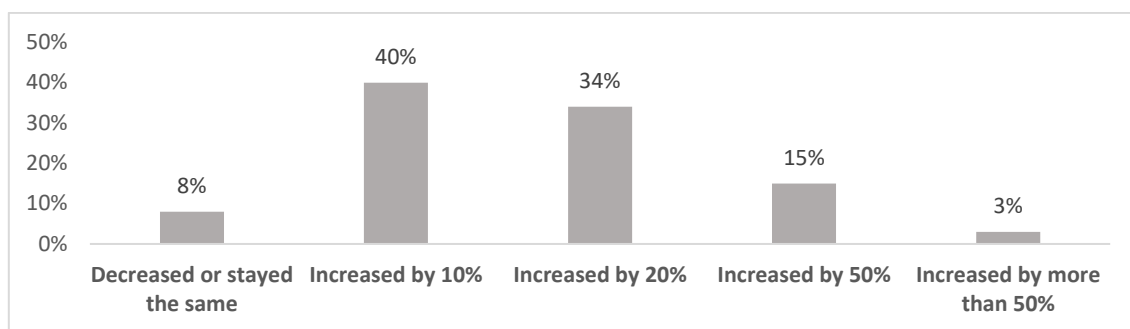
Una vez desplegados los efectos del SFDR, los inversores pueden valorar la implicación ESG de los productos de inversión conforme a una clasificación estandarizada y unos parámetros determinados. Desde entonces, las gestoras de activos cada vez están encontrándose con más dificultades para comercializar los fondos del artículo 6 SFDR o fondos no relacionados con los criterios ESG en Europa. A modo de ejemplo, las categorías ESG de Goldman Sachs ha recibido 3,4 veces más flujos de clientes que sus contrapartes sin ESG (Aggarwal et al., 2023). En cuanto a los fondos sostenibles españoles, entendidos como aquellos catalogados conforme al artículo 8 o 9 del SFDR, el patrimonio conjunto es de 117.000 millones de euros, cifra que representa un 35% del patrimonio total de los vehículos de inversión colectiva a finales de junio de 2023 (Buenaventura, 2023).

En este contexto, surge el problema del *greenwashing*, concepto que incluye la intención de las gestoras de activos de atraer a los inversores mediante afirmaciones engañosas relativas al perfil sostenible y de integración de los criterios ESG en un fondo ofertado determinado. De esta forma, las gestoras de activos pretenden incrementar las entradas netas y aumentar el capital de la inversión. Adicionalmente, otro elemento que contribuye a la confusión de los inversores es el nombre de los fondos, pues los inversores pueden percibir una idea de la estrategia de inversión. No obstante, los cambios en la denominación de los fondos no siempre devienen acompañados de un ajuste en las

estrategias de inversión. A pesar de ello, los fondos que cambian sus nombres se benefician de mayores entradas netas frente a los que no realizan ningún cambio, como ha ocurrido con la inclusión de palabras ESG en la denominación de los fondos (ESMA, 2023).

Actualmente, los datos ESG forman parte del valor de las empresas y, por ello, su demanda continúa en aumento, según Bloomberg y Adox Research ESG, tras la encuesta respondida por 103 administradores de carteras, ejecutivos de riesgo climático y ejecutivos de gestión de datos (Figura 3).

Figura 3: Gasto global previsto y estimado para 2023 en datos ESG en comparación con el año 2022



Fuente: elaboración propia a partir de la ESG Data Acquisition & Management Survey 2023.

Por tanto, el incremento del gasto para la obtención de datos ESG es un reflejo de la apuesta cada vez más firme por parte de los ejecutivos en incluir los criterios ESG en las estrategias empresariales de sus compañías.

De cara al futuro, se estima un crecimiento de los activos bajo gestión y las previsiones son optimistas respecto a la incorporación de cuestiones ESG en los activos. Asumiendo un crecimiento del 15%, según Bloomberg Data Analyses, los activos ESG bajo gestión alcanzarían los 53 billones de dólares en 2025, representando más de un tercio de los 140,5 billones de dólares de la totalidad de activos mundiales bajo gestión previstos para dicho año (Diab y Martin, 2021).

5.2.1. La sostenibilidad en las inversiones de las gestoras de activos: entrevista con Sofía García (nombre ficticio), directora del departamento de desarrollo corporativo en una gestora de activos

La entrevistada (ver Anexo I) nos muestra la apuesta actual de invertir en proyectos que integren los criterios ESG ya que la incorporación de las cuestiones ESG convierte los productos de inversión más atractivos desde el punto de vista de los inversores.

En concreto, los inversores, con preponderancia de los *family offices*, valoran positivamente la integración de cuestiones ESG en los proyectos de inversión, el compromiso con la inversión responsable a través del cumplimiento de los PRI, un porcentaje de mujeres con cargo relevante dentro de los órganos de administración y las pruebas del impacto medioambiental y social de los proyectos.

Actualmente, se aprecia una relación positiva entre los productos de inversión ESG y la rentabilidad financiera en la fase del *fundraising* o levantamiento de capital de las gestoras.

A modo de síntesis, los productos que integran criterios ESG son cada vez más demandados por los inversores de la gestora de activos, especialmente por los *family offices*, ya que entre las prioridades de los inversores se encuentra la RSC de las empresas objeto de inversión.

6. INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

La integración ESG se define como “la inclusión explícita y sistemática de cuestiones ESG en el análisis y las decisiones de inversión” (PRI, 2023). Invesco, una de las principales gestoras de activos independiente a nivel mundial, defiende que “la integración ESG es la base de toda estrategia, independientemente de si el objetivo principal es lograr una rentabilidad atractiva o proporcionar beneficios más amplios” (Invesco, 2021).

El proceso de integración abarca el análisis previo de la información tanto financiera como de la información no financiera con la intención de identificar sus puntos más relevantes. Asimismo, se debe evaluar el potencial impacto de los factores tanto materiales financieros como ESG en los resultados económicos del país, del sector y de

la empresa. De esta forma, en la toma de decisiones de inversión se valora los factores relevantes, entre los que se incluye los criterios ESG (PRI, 2018).

6.1. ESTRATEGIAS DE INTEGRACIÓN

Existe una gran variedad de estrategias para la integración ESG en los productos de inversión de las gestoras de activos y es frecuente la ejecución combinada de varias estrategias para la integración de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza en las carteras de inversión de las gestoras.

Las estrategias principales de inversión sostenible son el *screening* negativo, el *screening* positivo, la integración ESG, el *engagement* y voto, y la inversión de impacto. A continuación, se analiza cada una de las estrategias mencionadas:

En primer lugar, el *screening* o filtrado “hace uso de un conjunto de filtros para determinar qué empresas, sectores o actividades son aptas o inadmisibles para incluirlas en un portafolio específico” (PRI, 2020). El *screening* puede ser positivo o negativo. La categoría de *screening* positivo engloba las estrategias de inversión en aquellas entidades líderes en criterios ESG de su sector (*best-in-class*), así como, las inversiones relacionadas con materias específicas de sostenibilidad (inversión temática). En el caso de *screening* negativo, el filtro puede excluir proyectos e inversiones en base a la actividad realizada o, bien, conforme a los estándares internacionales y normas relativas a los criterios ESG. A modo de ejemplo, la gestora de fondos de inversión del Grupo Catalana Occidente realiza tanto *screening* positivo como negativo a los fines de invertir en fondos focalizados en cuestiones medioambientales (como la descarbonización, la eficiencia en los recursos energéticos, las emisiones y la gestión de los residuos) y sociales (defensa de los derechos humanos, ética empresarial, seguridad y salud de los empleados, etc.).

En segundo lugar, la estrategia concreta de integración ESG³ conlleva la aplicación de información no financiera (criterios medioambientales, sociales y de gobernanza) en el análisis de rentabilidad y riesgos de las carteras. Es la segunda estrategia preferida por los

³ Puede inducir a confusión los términos de “integración ESG” ya que abarca tanto al conjunto general de estrategias como a una estrategia determinada.

operadores nacionales e internacionales encuestados en el *Estudio Spainsif 2023: La inversión sostenible y responsable en España* elaborado por Spainsif y bajo el patrocinio de DWS. En particular, el volumen de activos ESG con la estrategia de integración ESG representa el 28% sobre el total de los activos ESG en España. En líneas generales, las empresas internacionales tienen mayores facilidades, frente a las entidades más pequeñas, para los análisis de los criterios ESG ya que sus equipos están más desarrollados y la integración de las cuestiones ESG es más transversal a lo largo de toda la compañía (Castañeda, 2023).

En tercer lugar, el activismo accionario se ve reflejado en las estrategias de *engagement* y voto. Por un lado, el *engagement* se basa en el diálogo activo entre los accionistas y los emisores⁴ (mediante llamadas, reuniones, e-mails, etc.), mientras que, el derecho a voto en la junta de accionistas anual de las empresas permite la participación de los accionistas en las políticas ESG de los emisores. El *engagement* y voto ha ido cobrando cada vez más presencia, llegando a ser la principal estrategia por los operadores tanto nacionales como internacionales en 2022 (Castañeda, 2023). Entre ellos, se encuentra Santander Asset Management S.A., gestora que ejecuta políticas de *engagement* tanto individual (comunicación directa con la compañía mediante e-mails, llamadas o reuniones) como colectiva (colaboración con otros inversores y elaboración de cartas abiertas sobre un sector o temática concreta, cartas dirigidas a los órganos de administración de las compañías, etc.).

En cuarto lugar, la inversión de impacto se realiza “con intención de generar un impacto social y ambiental positivo y medible a la vez que genera un retorno financiero para los inversores” (Castañeda, 2023). La inversión de impacto es una estrategia menos utilizada probablemente debido a su marco teórico, el cual es complejo y cuenta con rápidos desarrollos. Adicionalmente, la regulación europea sostiene la prudencia en la divulgación de declaraciones de sostenibilidad sustentadas en los resultados ESG finales de la inversión sostenible.

A modo de conclusión, los productos de inversión ofrecidos por las gestoras de activos pueden incorporar criterios ESG mediante diferentes estrategias, enfatizando las políticas

⁴ Conforme a la CNMV, el emisor es la “entidad que origina y pone en circulación valores o instrumentos financieros (que pueden negociarse en los mercados de valores)” (CNMV, s.f.).

activas de *engagement* y voto, la integración ESG, la inversión de impacto y el *screening*, ordenadas de forma decreciente conforme al uso empleado a lo largo del año 2022.

6.2. OBJETIVOS DE DESARROLLO SOSTENIBLE (ODS)

La integración ESG en las gestoras de activos puede apreciarse por medio de la alineación de los objetivos de inversión con los ODS de las Naciones Unidas. En reiteradas ocasiones, las gestoras de activos justifican sus inversiones según cómo afectan a los factores medioambientales, sociales y de gobernanza y en el grado de contribución a los ODS.

Meridiam, gestora de activos con inversiones en Europa, África y América, explica la integración de los criterios ESG, en relación con los ODS, a través de la elaboración de un marco de ESG - ODS para cada uno de sus proyectos, que mide el impacto de la inversión, los factores medioambientales, sociales y de gobernanza y a qué ODS contribuyen (Meridiam, 2023).

7. CONTROL DEL CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS ESG EN LA GESTIÓN DE ACTIVOS

La CNMV resalta la relevancia de someter la información ESG a un tercero independiente para la verificación de la información analizada y, de este modo, aportar credibilidad y confianza a las calificaciones obtenidas (Buenaventura, 2023).

En la actualidad, numerosas agencias de *rating* analizan la información no financiera de las gestoras de activos, determinando el cumplimiento con los criterios ESG. Las agencias de *rating* son “instituciones financieras especializadas en la evaluación del riesgo de crédito de los activos financieros y la solvencia de los emisores, tanto públicos como privados” (Bestinver, s.f.). La evaluación de las agencias de *rating* se realiza conforme a unos parámetros con vistas a obtener una clasificación, generalmente ordenada alfabéticamente, en la materia objeto de interés. Entre las principales agencias de *rating*, destacan Moody’s, Standard and Poor's (S&P) y Fitch Ratings, que controlan el 95% de las calificaciones crediticias de los mercados financieros.

En el ámbito de la sostenibilidad, las agencias de *rating* se han convertido en un referente para determinar el cumplimiento de los criterios ESG por parte de las gestoras de activos. Desde la publicación de los PRI, una gran variedad de agencias de *rating* ha incorporado el análisis de los criterios ESG a su clasificación financiera. Asimismo, existen agencias especializadas en la evaluación de cuestiones ESG y en el análisis de las diferentes estrategias de inversión responsable, entre las que destaca Morningstar Sustainalytics.

Aun con todo, el análisis de la información sostenible de las gestoras de activos no se realiza conforme a un criterio único y uniforme y, en consecuencia, cada agencia de *rating* examina la información conforme a los parámetros que considere oportunos. Como resultado, puede llegar a existir opiniones heterogéneas sobre una sola empresa debido a la estrecha dependencia de las valoraciones con los criterios subjetivos de las entidades que las emiten. De facto, las opiniones sobre una determinada compañía en materia de sostenibilidad pueden incluso llegar a ser completamente opuestas. Así ocurre con BBVA, empresa cuya posición, respecto a su sector en materia de sostenibilidad, varía según la agencia de *rating* que analice su información no financiera. Conforme al S&P Global, BBVA es la mejor entidad en sostenibilidad, a diferencia del criterio empleado por Sustainalytics, la cual califica los riesgos ESG del BBVA como medios y sitúa a la compañía como la peor de su sector en el ámbito sostenible.

Ahora bien, las agencias de *rating* no son los únicos organismos que analizan la incorporación de los criterios ESG en las gestoras de activos, puesto que existen otras entidades que examinan cuestiones medioambientales, sociales o de gobernanza. A modo de ilustración, B Lab Spain es una organización sin ánimo de lucro que formula estándares, herramientas, políticas y programas para las compañías, además, de reconocer entidades, como Empresas B Corp, a aquellas que atienden a aspectos económicos, sociales, ambientales, de responsabilidad empresarial y de transparencia. De este modo, la certificación B Corp proporciona información del impacto generado por la empresa y de su modelo de negocio para la creación de valor ambiental, social y económico de sus agentes de interés (entre otros, proveedores, trabajadores, clientes, comunidades, y accionistas). En enero de 2020, se reconoció a Cobas Asset Management como la primera gestora de activos en adquirir una certificación B Corp.

Las funciones supervisoras de la CNMV podría interpretarse como mecanismo de control de la integración de los criterios ESG en las gestoras de activos, si bien, ninguna gestora de activos ha sido sancionada por *greenwashing* o por incumplimiento de las normas relacionadas con la inversión sostenible a fecha de octubre de 2023 (Buenaventura, 2023).

A pesar del control externo, las gestoras de activos pueden llevar a cabo políticas internas de control a efectos de estudiar la incorporación íntegra de las cuestiones ESG en sus inversiones. Meridiam es una de las gestoras que rigurosamente vela y mide el impacto de sus inversiones en relación con los factores ESG y los ODS y ha llegado, incluso, a patentar la herramienta de medición del impacto de sus proyectos.

Por lo mencionado, no existe un mecanismo de control universal ni único para el análisis de la integración de los ESG en las gestoras de activos, sino que, existen numerosos mecanismos, entre los que destaca las clasificaciones de las agencias de *rating* como principal indicador de la integración de las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza en las políticas de las gestoras de activos.

8. EJEMPLO DE INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG DE LAS GESTORAS DE ACTIVOS: LAS INVERSIONES EN ACTIVOS INMOBILIARIOS

Las políticas de ESG se están posicionando en el centro de la estrategia corporativa de las empresas del sector inmobiliario, llegando incluso a convertirse en uno de los pilares básicos para la creación de valor y el crecimiento corporativo de las compañías que conforman el sector (CBRE, 2023). Prueba de ello es que, al menos, el 90% de los encuestados en el *Estudio de Intenciones de los Inversores Globales de 2023*, elaborado por CBRE, considera relevante la valoración de los criterios ESG en la evaluación global de su estrategia.

Como se ha mencionado previamente en el apartado 4.2.1.3, la inversión en activos inmobiliarios se articula principalmente en torno a dos figuras: las SOCIMI y los fondos de inversión inmobiliaria. A través de estas figuras, las gestoras de activos invierten en activos inmobiliarios, cuya rentabilidad se obtiene mediante la explotación del bien inmueble (comúnmente mediante su alquiler) o bien con la compraventa del inmueble y sus revalorizaciones.

En el presente capítulo, se recoge la relevancia de los criterios ESG en las inversiones en activos inmobiliarios (apartado 8.1) y, a continuación, se analiza la integración y el control de los criterios ESG de una gestora de activos líder en la vivienda inversa, Almagro Capital Gestión (apartado 8.2).

8.1. CRITERIOS ESG EN LAS INVERSIONES EN ACTIVOS INMOBILIARIOS

Pese a su actual y creciente auge, la inversión responsable cuenta con un amplio historial en el sector inmobiliario debido a la homogeneidad de los edificios, la naturaleza de inversión a largo plazo y al desarrollo de certificaciones de sostenibilidad (PRI, 2022). En Europa, nueve de cada diez instituciones tienen en cuenta los factores ESG en sus decisiones de inversión en activos reales (Buenaventura, 2023).

A nivel comunitario, la Comisión Europea ha establecido, como objetivo para 2030, la reducción de las emisiones netas de gases de efecto invernadero de al menos un 55% respecto al año 1990. En este contexto, el sector inmobiliario desempeña un papel relevante dado que el 39% de las emisiones mundiales de carbono, relacionadas con la energía, provienen de edificios. Asimismo, únicamente el 15% de los activos inmobiliarios a nivel mundial tienen cero emisiones netas (Marthakis y Whelan, 2023). Consecuentemente, se presenta un desafío con vistas a reducir las emisiones provenientes de los edificios ya construidos y alcanzar las cero emisiones netas de los edificios de nueva construcción.

En primer lugar, se estima que más del 85% de los inmuebles ya existentes en la Unión Europea continuarán en uso en 2050 (Marthakis y Whelan, 2023), por lo que, con el propósito de mejorar la eficiencia energética de los edificios ya construidos surge, entre otras, la iniciativa europea *Renovation Wave*. El objetivo principal de *Renovation Wave* es, como mínimo, duplicar la tasa anual de renovación energética de edificios en Europa para 2030. En segundo lugar, los edificios de nueva construcción podrán ajustarse con relativa facilidad a los retos europeos ya que la construcción sostenible de edificios eficientes permitiría alcanzar el objetivo de emisiones cero. Por tanto, el sector inmobiliario juega un papel relevante en los objetivos climáticos actuales y, por ello, las inversiones en activos inmobiliarios (tanto existentes como de nueva construcción) se

presentan como oportunidades para la incorporación de criterios ESG por parte de las gestoras de activos.

En líneas generales, el impacto en el factor E se refleja principalmente en el ahorro de energía y en la reducción de emisiones, así como en los nuevos materiales de construcción ecológicos y en la relevancia de los niveles de certificación para las transacciones inmobiliarias. El factor S se manifiesta en la oportunidad de invertir en la vivienda asequible, a través de carteras con impactos sociales positivos, así como la inversión en los edificios que mejoran la salud y el bienestar de sus ocupantes generalmente a través de los sistemas de ventilación que mejoran la calidad del aire interior de los inmuebles. En cuanto al factor G, numerosas entidades de inversión inmobiliaria, incluidas las SOCIMI, están adoptando políticas de gobernanza, entre las que destaca la publicación de evaluaciones e informes comparativos.

8.2. ANÁLISIS DE LOS CRITERIOS ESG EN ALMAGRO CAPITAL GESTIÓN

A continuación, se analiza la integración de los criterios ESG en inversiones en activos inmobiliarios por parte de Almagro Capital Gestión, gestora de activos líder en la vivienda inversa.

8.2.1. Integración de los criterios ESG

La inversión de Almagro Capital Gestión está centrada en la vivienda inversa a través de la gestión de dos SOCIMI (Inversa Prime Socimi S.A. y AC Residencial S.A.). Así como define el Centro de Investigación Ageingnomics de Fundación MAPFRE la vivienda inversa es “la venta de la plena propiedad de la vivienda y, conjuntamente, la constitución de un contrato de alquiler vitalicio en favor del (ya antiguo) propietario de la vivienda” (Lafuente y Serrano, 2023).

Almagro Capital Gestión sostiene que “las políticas ESG siguen siendo un pilar esencial en la estrategia de la compañía” (Inversa Prime SOCIMI, S.A., 2023). A continuación, se recoge de manera individual cada una de las cuestiones medioambientales (E), sociales (S) y de gobierno corporativo (G):

Respecto al factor medioambiental (E), Almagro Capital Gestión se focaliza en la rehabilitación de las viviendas adquiridas cuyo estado en numerosas ocasiones suele ser de un estado de conservación de origen. Con más de treinta inmuebles rehabilitados, Almagro Capital Gestión busca, como aplicación de los criterios ESG en sus inversiones, la mejora de la eficiencia energética y el fomento del uso de energías renovables.

En relación con el factor social (S), Almagro Capital Gestión ofrece una solución para un colectivo concreto: las personas mayores que quieren monetizar el ahorro acumulado en su vivienda principal, pero que no desean abandonar la vivienda. En concreto, las personas mayores venden su vivienda principal, a través de un contrato de compraventa, pero mantienen el derecho de uso del inmueble hasta su fallecimiento. Simultáneamente al contrato de compraventa, se formaliza un contrato de arrendamiento vitalicio que contempla una bolsa de alquiler con la cantidad equivalente al alquiler de la esperanza de vida de la persona mayor vendedora del inmueble. En caso de abandono prematuro de la vivienda, la persona mayor será compensada por los años estimados inicialmente y no consumidos. Por tanto, Almagro Capital Gestión proporciona una solución a las personas mayores sin que tengan que abandonar su lugar residencia, aumentan su capacidad financiera y mejoran su calidad de vida gracias a los flujos de dinero entrantes. Adicionalmente, Almagro Capital Gestión colabora con fundaciones y ONGs, como la Fundación Edad & Vida, con la finalidad de crear un impacto en las comunidades locales.

En cuanto al gobierno corporativo (G), Almagro Capital Gestión se compromete con los PRI, como estándares de gobernanza y de las relaciones con sus accionistas. Asimismo, cuenta con un consejero independiente en su Consejo de Administración y con directrices de gobernanza que fomentan la incorporación de mujeres en nuevos puestos directivos, como ocurrió en el departamento financiero, y en los órganos de Administración de la compañía.

8.2.2. Control de los criterios ESG

Almagro Capital Gestión cuenta con una serie de métricas para medir el impacto de sus proyectos que sirven, a su vez, como justificación de la integración de los criterios ESG en sus inversiones.

En primer lugar, el aspecto medioambiental (E) se mide fundamentalmente a través de la certificación de eficiencia energética de los edificios, la cual es exigible para la oferta, promoción y publicidad relacionadas con la venta o arrendamiento, de la totalidad o de parte, de un edificio desde el 1 de junio de 2013. El Registro general de documentos reconocidos para la certificación de eficiencia energética recopila los documentos válidos y los procedimientos para la calificación de eficiencia energética, así como las distintas etiquetas de eficiencia energética posibles para un inmueble. Los indicadores principales de eficiencia energética de los edificios son las emisiones anuales de dióxido de carbono y el consumo anual de energía primaria no renovable. Adicionalmente, existen una serie de indicadores complementarios como son la demanda energética anual de calefacción y de refrigeración, el consumo anual de energía primaria no renovable y las emisiones anuales de dióxido de carbono desagregada por servicios y, finalmente, las emisiones anuales de dióxido de carbono desagregada por consumo eléctrico y por otros combustibles. Por tanto, Almagro Capital Gestión controla el impacto medioambiental de sus inversiones principalmente a través de la etiqueta de calificación energética de un edificio terminado proporcionada por el vendedor de la vivienda. Asimismo, bajo la voluntad de mejorar la eficiencia energética de los edificios, Almagro Capital Gestión reforma gran parte de los mismos. En concreto, a fecha del 6 de octubre de 2023, Almagro Capital Gestión publicó que el consumo energético se había reducido en un 28,2% y las emisiones de dióxido de carbono han disminuido en un 29,2% en los activos reformados.

En segundo lugar, Almagro Capital Gestión mide el factor social (S) a través del NPS, una métrica que recoge la satisfacción del cliente en relación con los productos o servicios proporcionados por una compañía. El NPS es un indicador de rendimiento empresarial que atiende al recorrido de la experiencia del cliente y a la propensión de recomendar el producto o servicio a sus familiares y amigos. Las respuestas de los clientes se clasifican según el grado de satisfacción de los mismos, creando de esta forma tres grupos: los “detractores” o aquellos cuyas posibilidades de recomendación del servicio son bajas, los “neutros” o pasivos en la recomendación del producto y los “promotores” o aquellos cuyas posibilidades de recomendación del servicio son altas. Una vez clasificadas las respuestas, se minoran el porcentaje de detractores del porcentaje de promotores, obteniendo un valor que multiplicado por 100, equivale al valor del NPS. A fecha del 6 de octubre de 2023, Almagro Capital Gestión publicó que el NPS de una de sus SOCIMI

es superior a 70, cifra próxima al valor máximo (100), tratándose de una de las mejores empresas en su sector.

En tercer lugar y relacionado con el factor de gobierno corporativo (G), los inversores solicitan una serie de documentos en relación con las directrices de gobernanza de la compañía. A fecha de octubre de 2023, Almagro Capital Gestión tenía la confianza de instituciones como Preventiva Seguros, Sareb, BME Growth y Mutualidad Abogacía. En este sentido, la confianza institucional es una prueba de que la gobernanza de Almagro Capital Gestión se ajusta a los parámetros de ciertas instituciones, que velan a su vez por su protección reputacional.

9. CONCLUSIONES

Los criterios ESG miden los riesgos y las oportunidades relacionados con los factores ambientales, sociales y de gobernanza que provienen de conceptos previos como son la RSC, la sostenibilidad y el gobierno corporativo. A nivel legal, las normas básicas de los criterios ESG son aquellas que afectan a dichos factores, siendo la normativa europea pionera en la regulación de los criterios ESG, especialmente en el ámbito de las inversiones donde las gestoras de activos o sociedades encargadas de la administración, representación y gestión del patrimonio de un tercero desempeñan un papel esencial.

La presencia de los criterios ESG es cada vez mayor en la gestión de activos y se estima un crecimiento de los activos ESG bajo gestión en los próximos años. Como se recoge a lo largo de este trabajo, las gestoras de activos procuran integrar los criterios ESG tanto en las políticas internas como en los productos de inversión. La toma en consideración de los criterios ESG, como factores determinantes en las decisiones empresariales, ha afectado a las políticas internas de las gestoras de activos; ahora bien, el mayor impacto generado por una gestora de activos deviene del impacto creado por sus inversiones, configuradas en sus productos de inversión. La entrevista con una persona experta en políticas de las gestoras de activos y en cuestiones ESG constata la creciente relevancia de la incorporación de los criterios ESG tanto en las políticas internas como en los productos de inversión de las gestoras de activos.

Las gestoras de activos integran los criterios ESG mediante diferentes estrategias, como son las políticas activas de *engagement* y voto, la integración ESG, la inversión de impacto, el *screening* o los ODS. Varios organismos, principalmente la CNMV y las agencias de *rating*, supervisan el cumplimiento de los criterios ESG en la gestión de activos, sin perjuicio del posible control interno realizado por la propia gestora.

A modo de ejemplo, el presente trabajo recoge la relevancia de la integración de los criterios ESG en inversiones en activos inmobiliarios realizadas por las gestoras de activos y, en particular, por Almagro Capital Gestión puesto que la integración de los factores ESG en las inversiones en activos inmobiliarios es esencial para cumplir con los objetivos europeos, tiene amplios márgenes de mejora y cuenta con mayores dificultades de apreciación respecto a las gestoras con inversiones en activos de distinta naturaleza.

Por lo mencionado, la incorporación de los criterios ESG en las gestoras de activos aporta un valor añadido, pero está en camino de alcanzar su integración plena. Actualmente, las nuevas exigencias y presiones de los agentes, principalmente los flujos de capital de los inversores y la regulación de los organismos gubernamentales, están marcando el ritmo de incorporación de los criterios ESG en las políticas y en los productos de inversión de las gestoras de activos.

En virtud de lo expuesto, los criterios ESG en las gestoras de activos tienen un pasado debido a la transformación de las políticas tradicionales que caracterizaban al sector, un presente unido a su creciente relevancia en las políticas internas y externas de las gestoras, y un futuro con la posible integración plena de los criterios ESG en la estructura empresarial.

10. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE TRABAJO

El presente trabajo reconoce una serie de limitaciones puesto que la integración de los criterios ESG en la gestión de activos se circunscribe exclusivamente al ámbito de las gestoras de activos, sin atender al resto de entidades. En segundo lugar, una gran cantidad de la información se encuentra en fuentes confidenciales, a las cuales no se ha podido tener acceso. Adicionalmente, los criterios ESG se encuentran en fase de desarrollo y evolución en los próximos años.

De cara al futuro, los criterios ESG podrán consolidarse en las gestoras de activos e incorporarse de una forma más integral en la estructura empresarial. Llegados a ese punto, las líneas de investigación a partir de este trabajo podrán analizar cuál será la razón primordial de la integración de las cuestiones ESG en las gestoras de activos, pudiendo ser impulsada por la conciencia y demanda social o por los cambios legislativos y sus obligaciones jurídicas. A su vez, se podrán analizar las posibles características que homogenice tanto la definición de los criterios ESG como el control del cumplimiento de los mismos.

11. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Paloma Isabel Porta Serrano, estudiante del Doble Grado en Administración y Dirección de Empresas y Derecho (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Los criterios ESG en las gestoras de activos", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

- No he usado ninguna

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18 de marzo de 2024

Firma: Paloma Porta Serrano

12. BIBLIOGRAFÍA

- Aggarwal, R., Bingham, D., Chen, G., Corbett, B., Jain, S., Jones, E., Meyer, M., Singer, B. y Tylanda, E. (2023, 14 de septiembre). SFDR, two years on - Trends and Anatomy of Article 8 & 9 funds in 2023. *Goldman Sachs*. <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/goldman-research/sfdr-two-years-on-trends-and-anatomy-of-article-8-and-9-funds-in-2023/report.pdf>
- Alfárez, Á (s.f.). Informe de actividad Venture Capital & Private Equity activity en España 2023. *Spaincap*. <https://spaincap.org/storage/documents/September2023/pvPx9ZfYdVFdqQsptOY.pdf>
- Andreu Pinillos, A., Castilla Vida, A., García Tejerina, I. y García Valera, A. (2022, 27 de junio). Sostenibilidad: El Tsunami regulatorio que viene (II). *EY*. https://www.ey.com/es_es/rethinking-sustainability/sostenibilidad-tsunami-regulatorio-ii
- Arango Vásquez, L., y Durango Gutiérrez, M. (2014). Private equity y venture capital: diferenciación y principales características. *Clío América*, 8, 173 – 184. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/5114772.pdf>
- Arcano (2021, 22 de febrero). Reglamento del Consejo de Administración. *Arcano Valores*. <https://arcanopartners.com/gobierno-corporativo>
- Arteaga-Alcívar, Y., Begnini-Domínguez, L., Cabezas-Arellano, M., y Salcedo-Rúales, I. (2022, 15 de julio). Desarrollo Sostenible y Responsabilidad Social Corporativa. *Dominio de las Ciencias*, 8, 867-880. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8635271>
- B Lab Spain (2023). La Comunidad B Corp. *B Corp Spain*. <https://www.bcorpSpain.es/bcorp>
- Baselli, V (2023, 20 de octubre). Flujos de Fondos en Europa (Sep 2023). *Morningstar*. [https://www.morningstar.es/es/news/240710/flujos-de-fondos-en-europa-\(sep-2023\).aspx](https://www.morningstar.es/es/news/240710/flujos-de-fondos-en-europa-(sep-2023).aspx)

- Bestinver. (s.f.). Agencias de rating. *Glosario de términos Bestinver*.
<https://www.bestinver.es/terminos/agencias-de-rating/>
- Bioy, H. (2023, 7 de octubre). El patrimonio los fondos climáticos supera los 500.000 millones de dólares. *Morningstar*.
<https://www.morningstar.es/es/news/240147/el-patrimonio-los-fondos-clim%C3%A1ticos-supera-los-500000-millones-de-d%C3%B3lares.aspx>
- Bloomberg (2023, 23 de agosto). La demanda de datos ESG sigue en aumento, pero persisten los retos: Bloomberg. *Servicio Bloomberg Professional*.
<https://www.bloomberg.com/latam/blog/la-demanda-de-datos-esg-sigue-en-aumento-pero-persisten-los-retos-bloomberg/>
- Broadridge (2023, 28 de marzo). Best-Performing Fund Brands Globally According to the Broadridge Fund Brand 50 2023 Report. *Broadridge Press Release*. <https://www.broadridge.com/press-release/2023/best-performing-fund-brands-globally>
- Buenaventura, R. (2023, 29 de junio). Premios El Economista Discurso de apertura. *CNMV*. <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B33b114c7-518c-4c59-a537-c17ba0762b5a%7D>
- Buenaventura, R. (2023, 28 de septiembre). “Shaping the Future of Sustainable Finance: Unveiling Emerging Trends and Market Evolution” ESG Summit Europe. *CNMV*.
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b91b71187-134d-4476-b842-c0510e260377%7d>
- Buenaventura, R. (2023, 16 de octubre). XIII Encuentro Nacional de la Inversión Colectiva Jornada APD – Deloitte – Inverco. *CNMV*.
<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7Bf4b8a8bf-cfb3-4c45-ae53-0fc1c119ac16%7D>
- Camargo Mayorga D., Muñoz Murcia, N. y Ruiz Acosta, L. (2020). Relación entre responsabilidad social empresarial y rentabilidad: una revisión de literatura. *Encuentros*, 18, 128-141.
<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7772902>

- Castañeda Hernández, A. (2023). La Inversión Sostenible y Responsable en España 2023. *Spainsif*. https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2023/10/Estudio_de_Mercado_2023_Spainsif.pdf
- CBRE (2022). European Green Deal and its Implications for Commercial Real Estate. *CBRE Research*. https://img06.en25.com/Web/CBRERealEstateSA/%7B57f1deb7-304b-4a1e-9c81-7d312766af9e%7D_CBRE_Green_Deal_June_2022_1_.pdf
- CBRE (2023). 2023 Investor Sentiment Survey Results. *CBRE Global Data Center*. <https://www.cbre.com/-/media/project/cbre/dotcom/global/services/invest/capital-markets/data-center-capital-markets/cbre-2023-data-center-investor-sentiment-survey--market-outlook.pdf>
- CBRE (s.f.). ESG y el sector inmobiliario: las 10 cosas más importantes que deben saber los inversores. *CBRE*. <https://www.cbre.es/insights/articles/esg-y-el-sector-inmobiliario-las-10-cosas-mas-importantes-que-deben-saber-los-inversores>
- Charan, R (2005). *El consejo de administracion como ventaja competitiva: ascender al gobierno corporativo: de obligacion a ventaja competitiva*. Deusto
- Chivite, S. y Rodríguez Monroy, C. (2009). Análisis de los diez años de gobierno corporativo en España y cumplimiento del Código Unificado o Código Conthe. *Dirección y Organización*, 37, 14-22. <https://www.revistadyo.es/DyO/index.php/dyo/article/view/33/33>
- Cliffe, C. (s.f.). ¿Qué son las agencias de rating y cómo funcionan? *IG*. <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/-que-son-las-agencias-de-rating-y-como-funcionan--200304#:~:text=Las%20tres%20grandes%20agencias%20de,crediticias%20de%20los%20mercados%20financieros>
- CNMV (s.f.). Clasificación de inversores: profesionales y minoristas. *CNMV*. <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Profesionales-Minoristas.aspx>
- CNMV (2020). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

- CNMV (2023, 22 de febrero). Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados («Código de buenas prácticas de inversores»). *CNMV*. <https://cnmv.es/docportal/Buenas-practicass/CBPinversores.pdf>
- CNMV (s.f.). Fondos cotizados (ETF). *CNMV*. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Para-inversores/Guias-del-inversor/CNMV-Fondos-cotizados-ETF.pdf>
- CNMV (s.f.). Fondos de inversión en el mercado. *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR05_Clasificacion_fondos.pdf
- CNMV (s.f.). Gobierno Corporativo. *Normativa CNMV*. <https://www.cnmv.es/Portal/legislacion/cobg/cobg.aspx>
- CNMV (2023, 17 de mayo). Informe anual 2022 sobre los mercados de valores y su actuación. *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anuar_2022_ES.pdf
- CNMV (s.f.). Los fondos de inversión y la inversión colectiva. *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G06_Fondos_IIC.pdf
- Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2015). *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf
- Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2020). *CNMV*. https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf
- Código de Gobierno Corporativo. Boletín Oficial del Estado, 30 de junio de 2023. https://www.boe.es/biblioteca_juridica/codigos/codigo.php?id=213&modo=2&ota=0&tab=2
- Código Unificado de Buen Gobierno (2006). *CNMV*. <https://www.cnmv.es/Portal/~/-/verDoc.axd?t={188f06c8-d0c4-41d3-8ccf-8eeb80bbad40}>

Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2013). *CNMV*.
https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JU_NIO2013.pdf

Consejo de Ministros. (2021, 9 de marzo). Impulso al Consejo Estatal de Responsabilidad Social de las Empresas. *La Moncloa*. <https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/090321-enlace-responsabilidad-social.aspx#:~:text=Consejo%20Estatal%20de%20Responsabilidad%20Social%20de%20Empresas,Responsabilidad%20Social%20de%20las%20Empresas>

Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998, 26 de febrero). Informe Olivencia. El gobierno de las sociedades cotizadas. *CNMV*.
https://www.cnmv.es/Portal_Documentos/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf

Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad de los mercados financiero y las sociedades cotizadas (2003, 8 de enero). Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad de los mercados financiero y las sociedades cotizadas. *CNMV*.
<https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/informefinal.pdf>

De Mariz, F. y Redondo Alamillos, R. (2022, 30 de junio). How Can European Regulation on ESG Impact Business Globally? *Journal of Risk and Financial Management*, 15, 291. <https://doi.org/10.3390/jrfm15070291>

Deloitte (s.f.). ¿Qué es el gobierno corporativo? *Noticias Deloitte*.
<https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Diab, A. y Martin Adams, G. (2021, 23 de febrero). ESG Assets May Hit \$53 Trillion by 2025, a Third of Global AUM. *Bloomberg Intelligence*.
<https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

Earth Science Communications Team. (s.f.). Understanding our planet to benefit humankind. Global Climate Change Vital Signs of the Planet. *Nasagov*. <https://climate.nasa.gov/>

ESMA. (2023, 2 de octubre). ESG names and claims in the EU fund industry. *European Securities and Markets Authority*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf

European Commission (s.f.). Renovation Wave. *EnergyEC*. https://energy.ec.europa.eu/topics/energy-efficiency/energy-efficient-buildings/renovation-wave_en

European Commission (2019, 27 de noviembre). Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the COUNCIL of 27 November 2019 on Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

European Commission (2020, 18 de junio). Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>

European Commission (2022, 14 de diciembre). Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>

European Parliament and of the Council (2006, 27 de abril). Regulation (EU) 2016/679 of the European Parliament and of the Council of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data, and repealing Directive 95/46/EC. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2016/679/oj>

European Parliament and of the Council (2006, 18 de diciembre). Regulation (EC) No 1907/2006 of the European Parliament and of the Council of 18 December

2006 concerning the Registration, Evaluation, Authorisation and Restriction of Chemicals (REACH), establishing a European Chemicals Agency, amending Directive 1999/45/EC and repealing Council Regulation (EEC) No 793/93 and Commission Regulation (EC) No 1488/94 as well as Council Directive 76/769/EEC and Commission Directives 91/155/EEC, 93/67/EEC, 93/105/EC and 2000/21/EC. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2006/1907/2023-08-06>

European Parliament and of the Council (2011, 8 de junio). Directive 2011/65/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on the restriction of the use of certain hazardous substances in electrical and electronic equipment (recast) Text with EEA relevance. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2011/65/oj>

European Parliament and of the Council (2011, 8 de junio). Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>

European Parliament and of the Council (2020, 18 de junio). Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. *Official Journal of the European Union* <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>

European Parliament and of the Council (2022, 14 de diciembre). Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting. *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>

García Echevarría, S. (2006). Responsabilidad Social Corporativa: La responsabilidad social corporativa como orientación del management empresarial. Documentos de

- trabajo, IDOE-Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, 303, 1-33. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2491765>
- Gard, J. (2023, 11 de octubre). ¿Están cansados los inversores del ESG? *Morningstar*. <https://www.morningstar.es/es/news/240344/%C2%BFest%C3%A1n-cansados-los-inversores-del-esg.aspx>
- Gil, I. 2023. (2023, 5 de abril). Por qué los criterios ESG están desbancando a las siglas RSC. *Fundación Adecco*. <https://fundacionadecco.org/azimut/de-la-rsc-a-los-criterios-esg/>
- Iberdrola. (s.f.). Criterios ESG. ESG, ¿cómo realizar inversiones sostenibles y responsables? *Iberdrola*. <https://www.iberdrola.com/compromiso-social/criterios-esg>
- Inversa Prime (2023, 6 de octubre). RESULTADOS 1S2023. *BME Growth*. https://www.bmegrowth.es/docs/documentos/OtraInfRelevante/2023/10/05389_OtraInfRelev_20231005_2.pdf
- Invesco (s.f.). ESG Parte 2: Integración ESG y sostenibilidad. *Invesco*. <https://www.invesco.com/es/es/understanding-esg/esg-parte-2-proceso-de-integracion-esg-y-sostenibilidad.html>
- JLL (2022, 12 de diciembre). SOCIMIs, Diez años desde su creación. *JLL España*. <https://www.jll.es/content/dam/jll-com/documents/pdf/research/emea/spain/es/jll-es-informe-de-las-socimis-en-espana.pdf>
- J.P. Morgan. (2023). Environmental, social and governance integration. *J.P. Morgan Private Bank*. <https://privatebank.jpmorgan.com/nam/en/services/investing/sustainable-investing/esg>
- Lafuente, J. y Serrano, P. (2023). Vivienda y pensión Guía para monetizar la vivienda y mejorar tu pensión. *Centro de Investigación Ageingnomics de Fundación MAPFRE*. <https://documentacion.fundacionmapfre.org/documentacion/publico/es/media/group/1121339.do>

- Larrasquitu, P., Torralba, L. y de la Torre, I. (2023, 17 de noviembre). ESG: ¿truco o trato? *Arcano Research*. <https://researchmacro.arcanopartners.com/-/esg-truco-o-trato->
- Lee Kwan, C. y Murray, A. (2022, 22 de julio). ESG incorporation in real estate – what best practice looks like. *UNPRI*. <https://www.unpri.org/pri-blog/esg-incorporation-in-real-estate-what-best-practice-looks-like/10272.article>
- Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. Boletín Oficial del Estado, núm. 171, de 18 de julio de 2003. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 265, de 5 de noviembre de 2003. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-20331>
- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Boletín Oficial del Estado, núm. 282, de 25 de noviembre de 2005. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2005-19412>
- Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Boletín Oficial del Estado, núm. 259, de 27 de octubre de 2009. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2009-17000>
- Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 275, de 13 de noviembre de 2014. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>
- Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética. Boletín Oficial del Estado, núm. 121, de 21 de mayo de 2021. https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2021-8447

- Marthakis, S. y Whelan, J. (2023, 28 de febrero). Strengthening Value Through ESG. *CBRE Research*. <https://www.cbre.es/insights/reports/aumenta-la-apuesta-por-el-esg-palanca-de-crecimiento-corporativo-y-creacion-de-valor>
- Matesanz, V. (2023). Reglamento SFDR en materia de sostenibilidad: lo que debes saber sobre los artículos 8 y 9. *Finect*. <https://www.finet.com/usuario/vanesamatesanz/articulos/reglamento-sfdr-sostenibilidad>
- Meridiam (2023, 6 de abril). Impact report 2023 for financial year 2022. *Meridiam*. https://www.meridiam.com/wp-content/uploads/2023/04/IMPACT_REPORT_2023-EN.pdf
- Ministerio de Empleo y Seguridad Social Subdirección General de Información. (2014). Estrategia Española de Responsabilidad Social de las Empresas. *El portal de la Responsabilidad Social*. <https://www.mites.gob.es/ficheros/rse/documentos/eerse/EERSE-Castellano-web.pdf>
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo (2015). Calificación de la eficiencia energética de los edificios. *Eficiencia energética*. <https://www.miteco.gob.es/es/energia/eficiencia/certificacion-energetica/documentos-reconocidos.html>
- Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico (s.f.). Energía y desarrollo sostenible. *Estrategia y Normativa en Materia de Energía*. <https://www.miteco.gob.es/es/energia/estrategia-normativa/desarrollo.html>
- Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa. (2014). Introducción a la Responsabilidad Social Corporativa. *Observatoriorsc*. https://observatoriorsc.org/wp-content/uploads/2014/08/Ebook_La_RSC_modific.06.06.14_OK.pdf
- Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa. (s.f.) Qué es RSC. *Observatoriorsc*. <https://observatoriorsc.org/la-rsc-que-es/>
- OECD (2023, 11 de septiembre). G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. *OECD iLibrary*. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

- Paredes, J. (2023, 1 de febrero). La gestora de fondos de Grupo Catalana Occidente modifica su política de inversiones para promover principios sostenibles medioambientales y sociales. *GCO*. <https://www.gco.com/prensa/la-gestora-de-fondos-de-grupo-catalana-occidente-modifica-su-politica-de-inversiones-para-promover-principios-sostenibles-medioambientales-y-sociales>
- Portalanza, A. (2013, 9 de mayo). Gobierno corporativo una aproximación teórica. *Saber, ciencia y libertad*, 8, 117-124. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5109386>
- Portilla, M. (2020, 10 de enero). Cobas se convierte en la primera gestora de fondos en obtener la certificación B Corp. *Cobas AM*. <https://www.cobasam.com/noticias/cobas-se-convierte-en-la-primera-gestora-de-fondos-en-obtener-la-certificacion-b-corp/>
- PRI. (2018, 28 de abril). What is ESG integration? *UNPRI*. <https://www.unpri.org/investment-tools/what-is-esg-integration/3052.article>
- PRI. (2020, 29 de mayo). Screening. *UNPRI*. <https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>
- PRI. (2021). Principios para la inversión responsable. *UNPRI*. <https://www.unpri.org/download?ac=10970#:~:text=%C2%BFQU%C3%89%20ES%20LA%20INVERSI%C3%93N%20RESPONSABLE,ejercicio%20activo%20de%20la%20propiedad>
- PRI. (s.f.). What are the Principles for Responsible Investment? *UNPRI*. <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- Pueyo, R. y Ruecker, B. (2023, 14 de septiembre). Aprobado el primer paquete de normas sobre Sostenibilidad de la UE. *KPMG Tendencias*. <https://www.tendencias.kpmg.es/2023/09/aprobado-primer-paquete-normas-sostenibilidad-ue/>

- Santander Asset Management (2023). Política de engagement. *Santander Asset Management España*. https://www.santanderassetmanagement.es/wp-content/uploads/2023/08/202303_Politica_engagement_ES_clean.pdf
- United Nations (2015). Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. *Sustainable Development*. <https://sdgs.un.org/2030agenda>
- United Nations (2015). Paris Agreement. *UNFCCC*. https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf
- United Nations. (2017, 1 de enero). Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. *The World Bank*. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>
- United Nations (s.f.). Sustainability. Academic Impact. *Academic impact*. <https://www.un.org/en/academic-impact/sustainability>
- World Commission on Environment and Development. (1987). Our Common Future. *UN Documents*. <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm>

13. ANEXOS

ANEXO I: TRANSCRIPCIÓN DE LA ENTREVISTA CON SOFÍA GARCÍA (NOMBRE FICTICIO), DIRECTORA DEL DEPARTAMENTO DE DESARROLLO CORPORATIVO EN UNA GESTORA DE ACTIVOS

Paloma Porta- La relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial ha sido analizada y estudiada en numerosas ocasiones. Entre otros, el artículo de análisis documental Relación entre responsabilidad social empresarial y rentabilidad: una revisión de literatura defiende que la relación existente entre al RSE y la rentabilidad empresarial puede ser de tipo positivo, neutro o negativo. Desde su punto de vista, ¿considera que el tipo de relación puede diferir dependiendo de la gestora de activos que sea objeto del punto de mira?

Sofía García- Desde mi punto de vista, el tipo de relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial depende del tamaño de la empresa analizada. En las gestoras de gran tamaño, la monetización es más rápida y el coste de la estructura es menor respecto a las gestoras más pequeñas, las cuales se enfrentan a mayores dificultades para monetizar.

Paloma Porta- Si tuviese que elegir un tipo de relación entre la rentabilidad empresarial y la RSE, aplicable a todas las gestoras de activos, ¿cuál sería?

Sofía García - El fomento de políticas de RSE impacta de forma diferente en el corto y en el largo plazo. En el corto plazo, la relación entre la RSE y la rentabilidad empresarial puede ser positiva o negativa dependiendo de las características de la compañía. Sin embargo, opino que la relación debería ser neutra al largo plazo ya que la RSE debería ser una condición necesaria, pero no suficiente, para estructurar productos de inversión y lograr más fondos y, por tanto, las gestoras deberían de implantarla no por obligación legal o financiera sino porque es nuestra responsabilidad y compromiso por el bien de la sociedad. Por lo mencionado, elegiría la relación neutra. Aun con todo, cabe mencionar que, a día de hoy en el *fundraising* o levantamiento de capital, la relación es de tipo positivo porque los inversores prefieren proyectos que integren factores ESG.

Paloma Porta- Desde 2022, lidera el departamento de desarrollo corporativo en la gestora de activos. ¿Tiene en cuenta la RSE para el crecimiento de la gestora?

Sofía García- Entre sus funciones, el departamento de desarrollo corporativo es el velador del cumplimiento de las políticas de RSE en la gestora.

Paloma Porta- ¿Cómo supervisa el cumplimiento de la RSE?

Sofía García- Fundamentalmente, incorporamos *slides* de ESG en las presentaciones y en los *teasers*. Con anterioridad a la creación del departamento, las presentaciones no reflejaban las políticas de ESG dentro de las oportunidades de inversión.

Paloma Porta- La cantidad de dinero invertida para fomentar la RSE, ¿se ha visto reflejada en las cuentas anuales de la compañía? ¿Se considera un gasto o una inversión?

Sofía García- Contablemente se catalogan como un gasto ya que se añaden nuevas partidas, como serían los sueldos y salarios de los miembros del departamento de desarrollo corporativo. No obstante, debido a la filosofía que tenemos, se percibe como una inversión a largo plazo tanto en el fortalecimiento de la marca e imagen de la gestora como con el compromiso con la sociedad en general.

Paloma Porta- ¿El departamento que lidera impacta de forma positiva, negativa o neutral en el rendimiento empresarial?

Sofía García- Positiva ya que mejora la rentabilidad de la compañía. Actualmente, gestionamos y asesoramos más del doble de los activos que teníamos hace dos años.

Paloma Porta- ¿Los grupos de interés (inversores, empleados) de la gestora de activos se preocupan por vuestra RSE? Si tuviese que destacar un grupo de interés que preste especial atención a la RSE, ¿cuál sería?

Sofía García- Los *family office* e inversores institucionales han valorado positivamente, dentro de sus parámetros, los proyectos que reflejan el impacto que generarían a nivel medioambiental y social. En concreto, valoran positivamente que las gestoras de activos estén sujetas a los PRI, cuenten con un porcentaje de mujeres con cargo relevante dentro de los órganos de administración y reflejen el impacto medioambiental y social del proyecto de inversión. Respecto a los empleados, han entrado nuevas personas tanto a puestos directivos como a puestos *juniors* y en ninguna de las entrevistas ni en el trabajo del día a día han preguntado acerca de la RSE. En cuanto a la segunda pregunta, elegiría a los inversores, con preponderancia de los *family office* respecto al inversor institucional.

Paloma Porta- Aun existiendo un departamento concreto, ¿la RSE tiene dimensiones en las distintas áreas y departamentos de la gestora?

Sofía García- El convencimiento de los socios ejecutivos de la implantación de políticas de RSE se traslada en su gestión diaria.

Paloma Porta- ¿Qué directrices seguís para desarrollar vuestras políticas de RSE?

Sofía García - No hay una regla única ni uniforme para el desempeño de políticas de RSE. Por tanto, para las gestoras de activos es complicado tener una base para guiarnos. Mi opinión al respecto es que debería existir una regulación generalizada emitida por un órgano gubernamental oficial y, de esta forma, aportar un criterio legal unificado sobre la aplicación de una política socialmente responsable. Por tanto, a día de hoy tomamos como base distintas opiniones y noticias y, de ahí, elaboramos nuestras políticas.

ANEXO II: PRINCIPIOS DE INVERSIÓN RESPONSABLE

Los seis Principios de Inversión Responsable son (PRI, 2023):

1. Incorporaremos asuntos ASG en los análisis de inversión y en los procesos de toma de decisiones.
2. Seremos propietarios activos e incorporaremos asuntos ASG en nuestras prácticas y políticas de propiedad.
3. Procuraremos una divulgación adecuada de los asuntos ASG por parte de las entidades en las que invertimos.
4. Promoveremos la aceptación e implementación de los Principios en el sector de las inversiones.
5. Trabajaremos de manera colaborativa para incrementar nuestra efectividad en la aplicación de los Principios.
6. Cada uno de nosotros presentará informes sobre nuestras actividades y progreso con respecto a la aplicación de los Principios.