



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

Nudge y la influencia social de los movimientos de sostenibilidad sobre las decisiones de inversión del Siglo XXI

Autor/a: María von Knieriem Hartley
Director/a: M^a Teresa Corzo Santamaría

Índice

Introducción	4
Objetivo	4
Metodología	4
Estado de la cuestión	5
1. Introducción al Sustainable Finance	7
1.1. Antecedentes	7
1.2. Principales agentes en la inversión sostenible	9
1.3. La integración de ESG (ISR) en el proceso de inversión.	12
1.4. Riesgos derivados de criterios ESG.	15
2. La importancia de las inversiones Socialmente Responsables	17
2.1. Diversificando el portfolio de inversión.	17
2.2. Limitaciones a la Inversión Socialmente Responsable	19
2.3. El papel de gobiernos y reguladores.	23
3. Nudging investor behaviour	26
3.1. Efecto manada.....	28
3.2. Availability cascade	30
3.3. La facilidad cognitiva y el Sistema 1	34
3.4. La confianza y el optimismo excesivos.	36
3.5. Maximizar las opciones	38
3.6. Opción por defecto.....	39
3.7. Priming.....	40
3.8. Toxic Release Inventory	41
3.9. El principio de autoridad.....	41
4. Reflexiones y aportación en torno a la inversión sostenible desde el punto de vista Nudge	43
5. Conclusión	48
Bibliografía	49

Resumen

El presente trabajo de documentación consiste en un estudio sobre la relación entre la inversión en sostenibilidad y la teoría del comportamiento *Nudge*. Hay una importancia creciente en la involucración del sector financiero para conseguir un crecimiento sostenible. La presión por parte de los organismos internacionales en torno a la inversión sostenible es cada vez mayor, y es necesario redirigir los flujos de inversión hacia activos que tengan un impacto positivo medioambiental y social. Los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), sirven como una referencia inicial de lo que constituye una inversión socialmente responsable. Existen evidencias claras de la aportación de valor a largo plazo de las inversiones ESG en los portafolios de inversión, en parte debido a consideración de riesgos medioambientales, de malas prácticas laborales, o sociales que el mercado es lento a la hora de preciar. Sin embargo, debido al corto recorrido de este tipo de inversión, existe una evidente falta de datos de calidad, e inconsistencias en la manera de reportar criterios de ESG (*Environmental, Social and Governance*) por parte de las empresas.

Esto provoca una sensación de inseguridad por parte de los individuos, que se guían por sentimientos de familiaridad y confianza para tomar decisiones en áreas en las que no son expertos. Tras esto, se concluye que *Nudge*, cuyo objetivo es “dar un pequeño empujón” para ayudar a tomar mejores decisiones, constituye una manera efectiva de influir en las decisiones de las personas y redirigir los flujos de capital hacia inversiones de ESG. Los gobiernos y reguladores juegan un papel fundamental para la consecución de estos objetivos, ya que marcan las leyes y lo que constituye una inversión socialmente responsable.

Palabras clave: ESG (*Environmental, Social and Governance*), Inversión socialmente responsable, sostenibilidad, riesgos, portafolio de inversión, *Nudge*, influencia

Abstract

The following paper studies the relationship between investment in sustainability and the theory of behaviour “Nudge”. There is a growing importance in the involvement of the financial sector to achieve sustainable growth. There is increasing pressure from international bodies for sustainable investment, and investment flows need to be redirected towards assets that have a positive environmental and social impact. The 17 Sustainable Development Goals (SDGs) set by the United Nations serve as an initial reference for what constitutes socially responsible investment.

There is clear evidence of the long-term value contribution of ESG on the investment portfolios, in part due to the consideration of environmental, labour, or social risks that the market is low to price. However, due to the short history of this type of investment, there is an evident lack of quality data, and inconsistencies in the way companies report ESG criteria. This causes a sense of insecurity among individuals, who often guide themselves by feelings of familiarity and confidence to make decisions in areas in which they may not be experts. After this study, we conclude that Nudge, a theory of behavioural science, which aims to give a slight help for people to make better choices, is an effective way to influence their decisions and redirect capital flows towards ESG investments. Governments and regulators play a key role in achieving these goals, as they set the laws and initial framework of what constitutes a socially responsible investment.

Key words: ESG (Environmental, Social and Governance), Socially responsible investments, sustainability, risks, investment portfolio, *Nudge*, influence

Introducción

Objetivo

La inversión sostenible es una disciplina de inversión que requiere una mayor atención en cuanto a sus riesgos, terminología y relevancia. Existe todavía una gran incertidumbre sobre los motivos que llevan a los individuos a invertir en inversiones socialmente responsables. Desde los gobiernos y organismos internacionales, se busca una mayor implicación del sistema financiero en cuestiones sociales, medioambientales y de gobernanza. Pero estas inversiones llevan consigo un componente social relevante, en cuanto a la percepción de riesgos e influencias externas. Con este trabajo, se estudia la relación entre la teoría del comportamiento *Nudge*, de Richard Thaler, con las inversiones socialmente responsables. Se aportarán una serie de ideas, desde el punto de vista de *Nudge*, y basándonos en su evidencia, para incrementar la inversión en ESG.

Metodología

Para este trabajo de investigación, en primer lugar, se realiza un análisis objetivo y cualitativo de los antecedentes, características principales y limitaciones de la inversión socialmente responsable. Se estudiará el comportamiento de los ciudadanos e inversores en esta área, a partir de diversas fuentes documentales. Para un correcto estudio y la consecución del objetivo se ha recurrido principalmente a las siguientes fuentes de información: informes de la Unión Europea, de la Autoridad Bancaria Europea, así como estudios especializados publicados por las empresas KPMG, Allianz Global Investors, y Robeco, entre otros. También se han considerado diversas publicaciones de las Naciones Unidas, e iniciativas e informes como el *2018 Sustainable investment Review* y *European SRI Study*, 2018, de Eurosif.

Para el estudio de la segunda parte del trabajo, centrada en la teoría del comportamiento *Nudge*, se ha recurrido a libros *Nudge*, de los autores Richard Thaler y Cass Sunstein, principalmente, *Thinking Fast and Slow*, de Daniel Kahneman, e *Influence*, de Robert

Cialdini. El estudio de las influencias y comportamientos sociales que afectan a los inversores se ha basado en las teorías e ideas expuestas por estos autores en sus obras.

Estado de la cuestión

Una de las áreas que más está creciendo en el sector financiero es la de la ISR (Inversión Socialmente Responsable). Los distintos gobiernos y agentes financieros reconocen cada vez más la importancia de incluir aspectos ambientales, sociales y de gobernanza en su proceso de inversión. Este movimiento viene impulsado principalmente por los inversores institucionales y por la toma de conciencia de los gobiernos sobre la necesidad de un cambio a nivel global. Existe una clara necesidad de mejora socioeconómica, junto con retornos financieros competitivos (Robecco , 2020).

La globalización ha sido el motor del crecimiento global, pero también ha tenido efectos secundarios dañinos sobre comunidades y su medio ambiente (KPMG, Aima, 2020).

A raíz del Acuerdo de París sobre el Cambio Climático y la Agenda 2030 sobre el Desarrollo Sostenible, la Comisión Europea está apoyando un plan de acción para la financiación de un crecimiento sostenible, y las estrategias necesarias para que la sostenibilidad sea una prioridad. Los gobiernos e instituciones juegan un papel importante en el bienestar de los ciudadanos, y deben facilitarles el proceso de toma de decisiones para que estas sean las más beneficiosas a largo plazo. Richard Thaler y Cass Sunstein, con su teoría *Nudge*, aportan evidencias claras de la posibilidad de influenciar las decisiones de individuos mediante un correcto diseño del contexto en el que se presentan estas opciones.

Es necesario un análisis sobre los aspectos que conciernen a distintas clases de inversores, qué factores rigen su comportamiento y cómo se puede incidir en su comportamiento para avanzar en el camino hacia la sostenibilidad.

El trabajo está estructurado en cuatro partes. En la primera se tratará el tema de la inversión socialmente responsable. Se estudiarán los antecedentes de las finanzas sostenibles, y qué ha impulsado a los inversores a optar por estas alternativas. Se describirán los agentes principales de ISR, qué tipos de inversiones existen en este ámbito

y cuáles son las principales cuales son los riesgos derivados de la Inversión Socialmente Responsable.

La segunda parte del trabajo estudia la importancia de diversificar la cartera de inversión, en concreto con la inclusión de criterios ESG; se estudiarán las distintas limitaciones existentes para ello, y el papel que juegan los gobiernos y reguladores y las distintas herramientas que pueden utilizar para canalizar las inversiones a proyectos de ESG. La tercera parte se basa en la teoría *Nudge*, estudia los distintos comportamientos sociales y formas en las que se puede influir a los inversores. Finalmente, en el capítulo 4 se aportan las principales ideas extraídas del estudio y diversas propuestas para el futuro.

Finalmente, en un capítulo de conclusión, se recogerán los aspectos fundamentales estudiados en el trabajo.

1. Introducción al *Sustainable Finance*

1.1. Antecedentes

La Real Academia Española define la Sostenibilidad, en el ámbito de la ecología y la economía, “como algo que se puede mantener durante largo tiempo sin agotar los recursos o causar grave daño al medio ambiente” (RAE).

El término «finanzas sostenibles» se refiere al proceso de tener en cuenta las cuestiones ambientales y sociales en las decisiones de inversión, lo que se traduce en una mayor inversión en actividades sostenibles y a largo plazo. Las Finanzas sostenibles son fundamentales para reorientar el capital hacia proyectos de inversión para luchar contra el cambio climático. Hay una gran innovación surgiendo en torno a la financiación sostenible, con la aparición de diversos instrumentos como son los bonos verdes, azules, sociales, índices de sostenibilidad... La Autoridad Bancaria Europea marca el objetivo de las Finanzas Sostenibles como la integración de criterios Sociales, Ambientales y de Gobernanza (ESG) en los servicios financieros, para soportar un crecimiento económico sostenible (European Banking Authority , 2018), (Comisión Europea, 2018).

Cuando hablamos de ESG, debemos definir claramente lo que significa cada uno de estos conceptos. El aspecto ambiental se refiere al cuidado y conservación del medio ambiente, con medidas como la gestión eficiente del agua, el control de las emisiones de CO₂, y las energías renovables, mitigando riesgos como el cambio climático, la huella de carbono, emisiones tóxicas, etc. Los criterios sociales están relacionados con la gestión de la empresa hacia las personas que puedan estar afectadas por su actividad. Aquí hablamos tanto de proveedores como clientes, o comunidades cercanas. Se incluyen los problemas de desigualdad, problemas en las condiciones de trabajo, y otros aspectos como la falta de salud y nutrición, que pueden evitarse con una mayor diversidad e igualdad laboral, apoyo social, acceso a la información y a las finanzas e inclusión. La gobernanza en entidades públicas y privadas tiene un papel fundamental a la hora de liderar y gestionar la compañía y de decidir sobre políticas internas, considerando las cuestiones ambientales y sociales en la toma de decisiones. Para ello debe tenerse en cuenta la ética empresarial, evitar conductas anticompetitivas, y otras como la corrupción o la malversación de

fondos, y promover una transparencia fiscal (Comisión Europea, 2018) (Afi, Allianz Global Investors, 2019).

Otro término que debemos definir es el de ISR, o Inversión Socialmente Responsable. Es un enfoque de inversión orientado a largo plazo que integra factores de ESG en el proceso de investigación, análisis y selección de valores dentro de una cartera de inversiones. Combina el análisis fundamental y el compromiso con una evaluación de los factores ESG para capturar los rendimientos a largo plazo para los inversores y beneficiar a la sociedad al influir en el comportamiento de las empresas (Eurosif, 2018).

El plan de acción desarrollado por la Unión Europea para apoyar el crecimiento sostenible marca distintos objetivos: la reorientación de capitales hacia la inversión sostenible, promover la transparencia en actividades económicas y financieras, así como un enfoque a largo plazo y la integración de la sostenibilidad en la gestión de riesgos financieros. Se recogen diez puntos concretos, entre los que destacamos: el fomento de la inversión en proyectos sostenibles, la elaboración de parámetros de referencia, la mayor integración de criterios sostenibles en estudios de mercado y la obligación de gestores e inversores institucionales de tener en cuenta criterios de sostenibilidad en las inversiones. El aspecto más relevante del Plan de Acción es la involucración del capital privado en la consideración de aspectos no financieros. “Los niveles de inversión actuales no son suficientes para apoyar un sistema económico sostenible en términos sociales y ambientales. Por ello hay una necesidad urgente de promover estos tipos de inversión, no sólo por parte de instituciones, sino también en inversores minoristas” (Comisión Europea, 2018) (Afi, Allianz Global Investors, 2019).

En julio del año 2000, se creó el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, con el objetivo de alinear las estrategias de las empresas con diez principios universales de Derechos humanos, normas laborales, medio ambiente, y lucha contra la corrupción. Ahora cuentan con más de 9.500 empresas y 3.000 organizaciones en alrededor de 160 países. Es crucial tener en cuenta el desarrollo sostenible para la capacidad innovadora y cumplimiento moral de las empresas. Las estimaciones del Banco Europeo de Inversiones (BEI) muestran un gran déficit de inversión global en infraestructura de transporte, energía y gestión de recursos, alcanzado la cifra anual de 270 000 millones EUR. Esto se debe, entre otros, a la falta de claridad entre los inversores acerca de lo que constituye una inversión sostenible. La Comisión Europea estima que, en el ámbito de la energía y el

clima será necesaria una inversión anual de alrededor de 180 mil millones de euros hasta 2030 (Comisión Europea, 2018), (Pacto Mundial de las Naciones Unidas).

En 2015, las Naciones Unidas crearon los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que proporcionan un primer marco a partir del cual se construye un sistema de referencia común para guiar los flujos de ahorro. Como recordatorio, los ODS han definido 169 pautas para alcanzar para 2030, que cumplen los objetivos fundamentales: erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad para todos. Pero estos objetivos requieren inversiones anuales estimadas entre 5 y 7 billones de dólares (Eurosif, 2018). Para lograr esta financiación, es necesaria una reorientación de capitales, en gran parte desde el sector privado, y los inversores institucionales y minoristas.

1.2. Principales agentes en la inversión sostenible

La inversión sostenible incluye tres aspectos fundamentales: evitar daños y mitigar los riesgos provenientes de ESG, beneficiar a todos los participantes o *stakeholders*, (no solamente los accionistas) y contribuir con soluciones a problemas de la sociedad (KPMG, Aima, 2020).

“Los agentes con más influencia en el impacto medioambiental, social o de gobernanza son las propias empresas” (Afi, Allianz Global Investors, 2019). Las empresas son el motor de la economía. De ellas depende que la economía y la sociedad tomen conciencia y actúen en torno a la sostenibilidad y en la lucha contra el cambio climático. Para incidir sobre el comportamiento de estas empresas, uno de los factores más importantes es su financiación. En ocasiones, necesitan más fondos de los que generan para llevar a cabo sus proyectos y alcanzar sus objetivos. Algunas alternativas son ampliar capital mediante la emisión de acciones o endeudarse mediante la renta fija (Afi, Allianz Global Investors, 2019).

Los inversores institucionales, a la hora de decidir sobre las condiciones del reparto de capital entre distintos activos, ya no sólo quieren eliminar actividades con malas prácticas empresariales, o dedicados a productos nocivos como el tabaco. Ahora muchos tienen también como objetivo contribuir directamente a criterios de ESG con sus inversiones. La ecuación tradicional de riesgo y rentabilidad está siendo modificada para incluir factores de ESG, convirtiéndose así estos factores en “material” de rendimiento

financiero, con cada vez más países y empresas dedicándose al cambio climático, prevención de sequías, etc. El aumento de los riesgos de inversión relacionados con el clima obligará cada vez más a gestores de activos a incluir consideraciones relativas a ESG en sus estrategias de inversión (Robecco , 2020), (KPMG, Aima, 2020).

El 44% de los clientes institucionales realizan sus inversiones en Fondos de ESG con la convicción de que ofrecen oportunidades para generar un rendimiento por encima del mercado, a la vez que ofrecen un portfolio más defensivo en términos de riesgo. Esto se debe a que los mercados a menudo son lentos a la hora de preciar los riesgos de ESG. En el pasado, los escándalos asociados con ESG en las compañías no se tenían en cuenta por la falta de transparencia. Estos riesgos imprevistos provocaban caídas en los precios de las compañías, que a su vez provocaban pérdidas en las carteras de los inversores (KPMG, Aima, 2020).

En cuanto a los **Fondos de inversión alternativa**, ha habido un incremento exponencial en el avance e implementación de ESG, impulsados por sus clientes institucionales. Los objetivos principales de esta implementación son la mitigación de riesgos mediante un portfolio más diversificado y el potencial de generar un rendimiento por encima del que ofrece el mercado. Los inversores, hoy en día, insisten que sus inversiones cumplan un objetivo doble: que se genere el rendimiento económico deseado, a la vez que se cumplen los objetivos orientados a la sostenibilidad, sociales y de gobernanza, en parte para evitar los riesgos de reputación.

Los **inversores institucionales** tienen distintas visiones sobre la rentabilidad de los criterios de ESG en sus inversiones. El 34% de los inversores encuestados en el estudio de KPMG aseguraba que los criterios de ESG son importantes para el rendimiento financiero de las empresas en las que se invierte. Pero la mayoría opina que es demasiado pronto para decidir si la inversión sostenible es capaz de llegar a cumplir los objetivos financieros, al mismo tiempo que se contribuye al bienestar social y de medio ambiente y promocionando buenas prácticas de gobierno. La mitad de los encuestados estaba de acuerdo en que la carencia de datos consistentes y de calidad son un desafío/ impedimento para el proceso de sostenibilidad (KPMG, Aima, 2020).

¿Cuáles son los factores principales que llevan a su organización a invertir en ESG?

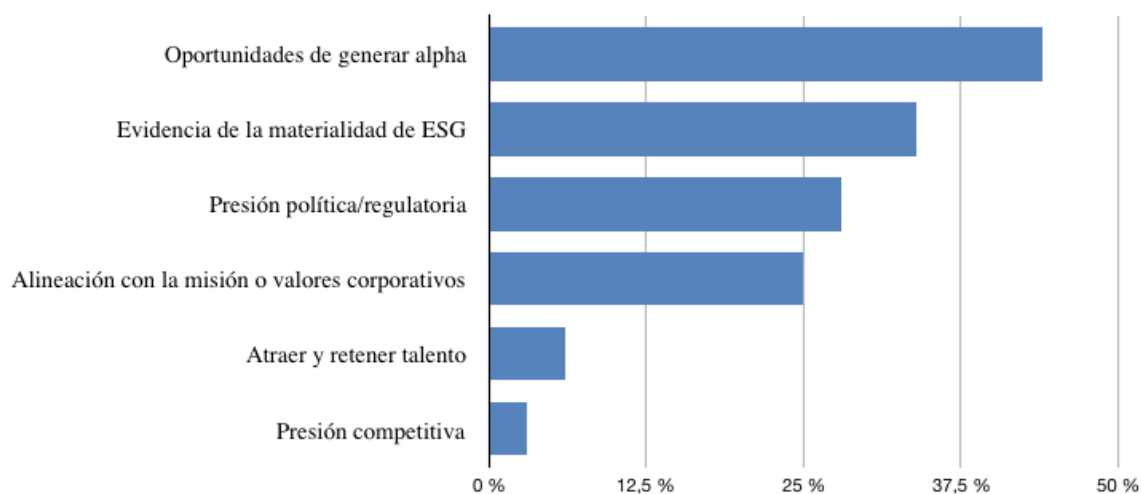


Gráfico 1. (KPMG, Aima, 2020)

El objetivo principal de los inversores es el de generar un rendimiento mayor del que ofrece el mercado, con el mismo nivel de riesgo. La mayor evidencia de la materialidad de la sostenibilidad, es decir, el impacto potencial que puede generar se traduce en un mayor interés y credibilidad por parte de los inversores en ESG. Pero lo que es evidente es que la inversión sostenible sólo funcionará si proporciona buenos beneficios financieros a largo plazo. Y sólo las empresas que se tomen en serio la sostenibilidad hoy, ganarán dinero mañana. (KPMG, Aima, 2020) (Robecco , 2020)

La presión regulatoria por parte de los grupos de consumidores, representada a través de políticos, hacia las empresas, es uno de los principales impulsores de la sostenibilidad, y va a crecer en la próxima década.

Recordamos que la razón principal para hacer inversiones orientadas hacia ESG no puede ser la de maximizar el beneficio para los accionistas; como mencionamos anteriormente, la inversión sostenible implica generar beneficio para todas las partes interesadas o involucradas con la empresa, donde se incluyen tanto los proveedores, trabajadores, consumidores y comunidades cercanas a la actividad empresarial o afectadas por ella.

El 87% de las organizaciones estudiadas por KPMG están prestando más atención a su compromiso con las empresas en las que invierten para reducir riesgos potenciales y fortalecer su relación con ellas a través del diálogo. De esta forma se informan mejor de la manera en la que generan un impacto positivo, y cómo pueden mejorar sus políticas internas y de gobernanza para dirigir a la empresa hacia actividades socialmente responsables (KPMG, Aima, 2020), (Eurosif, 2018).

1.3. La integración de ESG (ISR) en el proceso de inversión.

Cada vez más personas creen en esta integración de ISR como una manera rápida para avanzar en los objetivos contra el cambio climático, y cumplir con los 17 ODS. Esta es ahora la responsabilidad del sector financiero: impulsar esos cambios tan necesarios con dinero de inversión (Robecco , 2020).

Hay una llamada a la acción de la Comisión Europea para que los inversores llenen el “vacío” existente para llegar a los objetivos previstos para 2030, que actualmente es de 180.000 millones de inversiones adicionales anuales. Hemos observado que los inversores institucionales están al frente de este plan, pero la industria ha reconocido cada vez más que los inversores minoristas son clave para garantizar que la inversión sostenible se convierta en algo frecuente y estandarizado.

Los ahorros de hogares europeos representan más del 40% del total de activos financieros en la Unión Europea, y existe una evidencia creciente de que la mayoría de los inversores minoristas desearían invertir de manera sostenible. En un estudio, llevado a cabo por Eurosif, del desglose de activos por tipo de inversor, se ha encontrado que desde 2013 a 2017 hubo un aumento en la demanda del sector minorista en más del 800% en ISR (Inversiones socialmente responsables) (Eurosif, 2018).

El sector minorista tiene el potencial de convertirse en una de las piezas principales de las finanzas sostenibles. A día de hoy, la legislación sobre el papel de los asesores financieros aun no contiene requisitos específicos para integrar la sostenibilidad como parte de las preferencias de inversión discutidas con el cliente. Como resultado, muchos inversores minoristas no expresan estas preferencias, lo que lleva a una demanda

reducida. Por esta falta de legislación, los asesores de inversión no tienen los incentivos para responder a estas consideraciones y para diseñar los productos adecuados (Eurosif, 2018).

Los inversores de *value equity* reconocen que sus carteras tienden a tener una gran huella ambiental, medida en términos de emisiones de gases de efecto invernadero, generación de residuos, o consumo de energía. Esto se debe a la tendencia de las estrategias convencionales de inversión hacia los sectores con gran cantidad de activos, como pueden ser la energía, los materiales y los servicios públicos. Pero deben comprender que la generación de valor y la inversión sostenible no son irreconciliables, sino complementarios. Diversas investigaciones demuestran que se puede reducir la huella ambiental sin alterar los rendimientos. Es posible reducir la huella de una cartera de valor disminuyendo su exposición a empresas más contaminantes (Robecco , 2020).

En la actualidad existe una amplia gama de posibilidades para invertir en ESG. Aquí se destacarán las más utilizadas entre los inversores:

La primera es la estrategia de Exclusión, o “*negative screening*”, por actividad y por normas. Esta estrategia se basa en eliminar o “excluir”, activos de empresas que no cumplen con los criterios de sostenibilidad exigidos, o los llamados *sin stocks*, en sus productos o procesos, ya que afectan negativamente a terceros. Existen dos grandes criterios en la exclusión: éticos y normativos. Los primeros están basados en las creencias y morales de cada inversor. Los normativos permiten a los inversores seleccionar las empresas en sus carteras de acuerdo con su nivel de cumplimiento con los estándares y normas internacionales.

Estas normas se centran en áreas como la protección del medio ambiente, los derechos humanos, las normas laborales y los principios anticorrupción, y se establecen iniciativas y directrices internacionales como las Directrices de la OCDE (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico) o normas como las del Pacto Mundial de Naciones Unidas. Algunos ejemplos de estos sectores son el del tabaco, cada vez más excluido en las carteras de inversión, el armamentístico, o el del alcohol. También se están excluyendo empresas relacionadas con malas prácticas laborales, corrupción, etc. Sin embargo, esta estrategia recibe críticas por parte de algunos inversores que afirman que la exclusión de

algunos activos puede limitar la capacidad de diversificación, y eso potencialmente puede aumentar el riesgo (Eurosif, 2018).

Las estrategias de exclusión son las más utilizadas por los inversores, y, aunque ayudan a eliminar activos pertenecientes a empresas que son nocivas, no identifican directamente las actividades que crean un impacto positivo. El segundo tipo de estrategia es la de *Best-in-Class*. En esta estrategia se seleccionan empresas que mejor *rating* tengan en criterios ESG, que más esfuerzos y más potencial están haciendo para su cumplimiento, es decir, aquellas que están más comprometidas con el crecimiento sostenible. Mediante esta estrategia se “premia”, de alguna manera, a aquellas empresas que buscan crear un impacto positivo a través de sus actividades.

La tercera es la inversión de impacto. Este tipo de inversión busca “generar un impacto social o medioambiental positivo y medible, que al mismo tiempo genera un retorno económico/financiero” (Afi, Allianz Global Investors, 2019). Requiere un proceso de inversión que se dirige intencionalmente a empresas que demuestran un impacto social o ambiental en su entorno. Se deben poder medir los resultados de las acciones, así como informar y reportar sobre la eficiencia de la inversión e impacto social generado. Debe poder conseguirse una rentabilidad social, medioambiental o económica. Los inversores se benefician de un impacto positivo en la cartera gracias a un mejor rendimiento ajustado al riesgo (Robecco , 2020). La Red mundial de Inversiones de impacto (GIIN) estima que el mercado actual de estas inversiones es de 502.000 millones de dólares en EE. UU., menos del 0,01% de los activos invertidos en todo el mundo (66,4 billones de dólares en EE.UU.) (Robecco , 2020).

La VIIC (*Vatican Impact Investing Conference*) de 2018 fue una conferencia llevada a cabo por el Vaticano orientada a la obtención de resultados para trasladar más capital al sector de la inversión de impacto y aumentar su impacto en los más pobres y vulnerables. La conferencia se centró en cuatro áreas de gran interés para la Iglesia Católica y la comunidad de desarrollo en general: Salud, Empleo juvenil, migrantes y refugiados, y cambio climático. Los participantes se comprometieron a aumentar la inversión o el impacto de sus carteras personales en las fundaciones familiares, aumentar las asignaciones de activos de su organización a incrementar la financiación filantrópica. Entre estos compromisos se encontraban organizaciones como Aavishkaar Intellectap, fundada en 2001 con el objetivo de catalizar el desarrollo en las regiones menos atendidas

de la India; identifica a empresarios potenciales, les proporciona capital, y ayuda a crear empresas sostenibles. Prometió recaudar e invertir 700 millones de dólares para 2022 con un mayor impacto para los más pobres. En la actualidad, está recaudando un fondo de 100 millones de dólares para la India y otro de 150 para África (Catholic Relief Services, 2018).

Algunos instrumentos de inversión de impacto son los bonos verdes, creados para financiar proyectos que tienen como fin un beneficio ambiental o climático. Los proyectos que entran dentro de estos estándares son aquellos que contribuyen a desarrollar industrias, tecnologías, prácticas bajas en carbono que mitiguen las emisiones de gases de efecto invernadero, en la lucha contra el cambio climático.

El mercado de bonos verdes ha crecido rápidamente desde el lanzamiento del primer instrumento de este tipo en 2008, por la confianza en los proyectos y fondos creados para luchar contra el cambio climático. Son inversiones de impacto líquido, que se han incluido en diversos gestores de carteras como parte de una construcción de carteras diversificadas (Robecco , 2020). Ejemplos de estos bonos son el de KfW 2027, programa alemán que servirá para financiar energía ecológica (Kreditanstalt für Wiederaufbau, 2020). Es importante activar los mercados de deuda para financiar estos proyectos, y verificar que los fondos efectivamente están siendo dirigidos a este fin. Esto hace que sea más fácil para los inversores priorizar los bonos verdes, y confiar en su finalidad (Climate Bonds Initiative, 2017).

1.4. Riesgos derivados de criterios ESG.

Dado que el clima y los riesgos ESG son importantes para las empresas, y la inversión colectiva por parte de las instituciones ha crecido en un 33% desde 2008, hay más inversores expuestos a riesgos no financieros. Por ello es necesario que los gestores de activos ejerzan su responsabilidad fiduciaria, actuando en el mejor interés del inversor, y tener un enfoque a largo plazo para las empresas y factorizar los riesgos de ESG en las decisiones de inversión.

Los gestores de activos y los inversores institucionales, que están interesados en mantener un alto rendimiento de la cartera, deben poder garantizar que estos riesgos se miden y gestionan adecuadamente. Es especialmente importante cuidar la información ofrecida al inversor, para cumplir no solamente la maximización de beneficios ajustados al riesgo, sino también gestionar correctamente los riesgos no financieros. Para ello es cada vez más necesaria la integración de criterios sostenibles. (Afi, Allianz Global Investors, 2019) (Eurosif, 2018).

Los riesgos de ESG derivan del incumplimiento con los estándares internacionales sobre políticas medioambientales, malas prácticas laborales, y un mal gobierno. Estos riesgos pueden resultar en bajada del valor de las acciones de la empresa, y un mayor riesgo crediticio. (Eurosif, 2018). Es importante tener en cuenta que la externalización de costes a la sociedad, es decir, los efectos nocivos de una actividad económica sobre la sociedad no es un modelo de negocio aceptable.

La lucha contra el cambio climático, y contra los riesgos provenientes de ESG es una lucha a largo plazo, que afecta a todos los agentes económicos (Riesgos financieros derivados del calentamiento global.) En 2015, Mark Carney, el gobernador del Banco de Inglaterra, hizo un discurso para concienciar al sector financiero sobre los riesgos derivados de ESG. Destaca la necesidad de focalizar los esfuerzos en proteger a hogares y empresas de los riesgos climáticos crecientes. La respuesta por parte de los distintos agentes económicos no fue impulsada simplemente por motivos solidarios, sino por la concienciación de que esos riesgos afectarían a sus negocios y rentabilidad. Mark Carney clasificó los riesgos financieros en tres categorías:

Los riesgos físicos, son aquellos derivados del daño de activos provocado por el cambio climático. Por ejemplo, por desastres naturales. (una de las industrias mas afectadas es la de seguros). Los riesgos de transición son aquellos derivados de las nuevas tendencias en los mercados, por presiones regulatorias y la demanda de nuevos productos. Estas nuevas tendencias las sufrirán lo que conocemos como *stranded assets*, activos que son susceptibles a una reducción en la demanda porque son nocivos, u otros motivos. Un buen ejemplo de este riesgo es el caso de Philip Morris International, la compañía de tabaco más grande que cotiza en bolsa, que perdió \$6,5 mil millones en su valor de mercado cuando incumplió sus objetivos de ganancias, debido a una caída en la demanda de sus productos. Existen también los riesgos de litigio, en los que las responsabilidades legales

se ven afectadas por la nueva normativa del cambio climático (Bank of England, 2019). Para evitar que estos riesgos se materialicen, debemos empezar a considerar los resultados de nuestras estrategias de inversión en términos de sus efectos sociales y ecológicos, no solo financieros.

2. La importancia de las inversiones Socialmente Responsables

2.1. Diversificando el portfolio de inversión.

La integración de criterios y políticas de ESG en la estrategia de una compañía es cada vez más importante para la creación de valor a largo plazo de los inversores. En un estudio reciente del BCE se llega a la conclusión de que los mercados de valores tienden a reasignar las inversiones a sectores más eficientes en materia de carbono y facilitan la adopción de tecnologías menos contaminantes en las industrias (Robecco , 2020).

Un sistema crediticio que mide la conducta de la empresa en cuanto a los ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible) encontró que los sectores crediticios con puntuaciones positivas o neutras de los ODS tenían una relación riesgo-rendimiento mayor en comparación a los que tenían puntuaciones negativas (Robecco , 2020). El SSE está de acuerdo en que las compañías que relacionan ESG e impactos financieros materiales están aumentando su potencial acceso a capital, por el hecho de que los inversores buscan cada vez más incorporar consideraciones ESG en su proceso de inversión. La comunidad financiera reconoce cada vez más que para analizar correctamente el potencial de rentabilidad de una inversión también tienen que analizar factores relevantes de ESG (UN Sustainable Stock Exchanges Initiative).

El capital intelectual se ha convertido en la clase de activo más importante de los últimos veinticinco años. Su valor en índices como el S&P ha crecido hasta posicionarse en el 85% del valor del índice (Intangible Asset Market Study, 2017).

Componentes del S&P 500

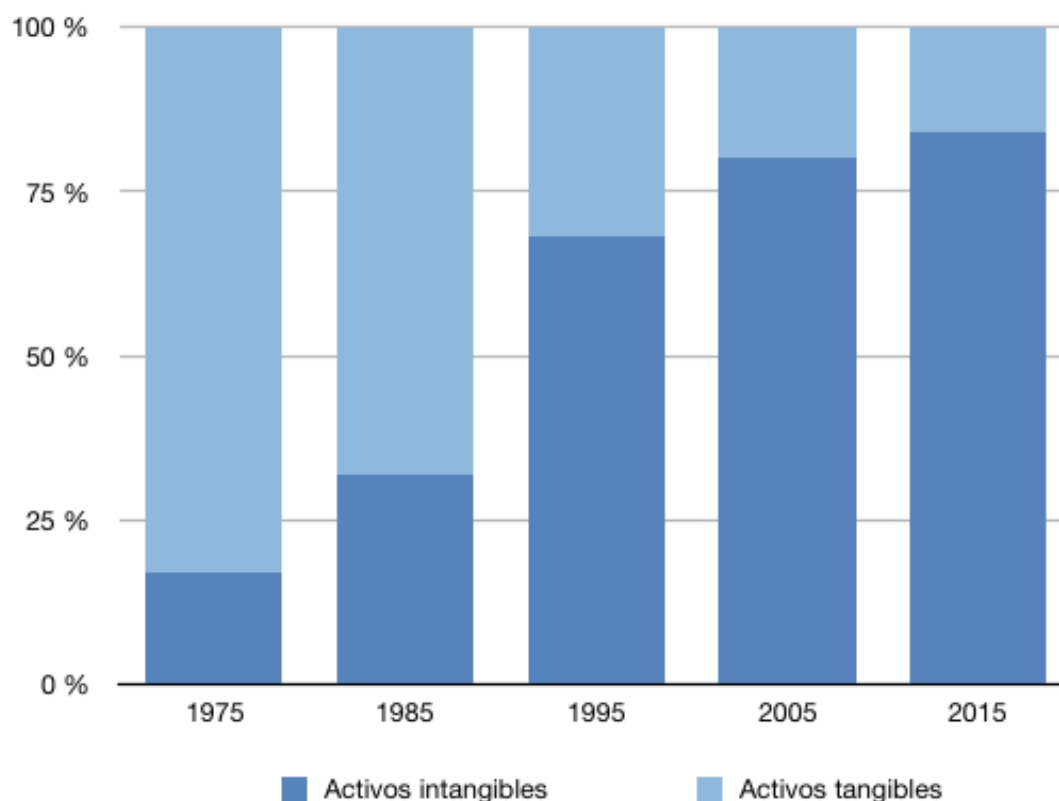


Gráfico 2: (Intangible Asset Market Study, 2017)

Las compañías, por tanto, pueden beneficiarse de explotar sus activos intangibles. El valor de estos ha ascendido de manera exponencial en las últimas décadas. Las buenas prácticas de ESG son consideradas claves para atraer el capital humano, la motivación y retención del mismo. Los criterios de ESG en las compañías ayudan también a la imagen de marca, otro activo intangible, ya que afectan al interés del consumidor en productos y servicios en tanto que estos se fijan cada vez más en criterios sociales, medioambientales y su manera de operar de la compañía. Por esto los inversores son cada vez más vulnerables a riesgos relacionados con activos intangibles, y por tanto deben tener cada vez más en cuenta criterios de ESG (UN Sustainable Stock Exchanges Initiative).

2.2. Limitaciones a la Inversión Socialmente Responsable

Aunque se ha demostrado que los beneficios de la ISR son numerosos, y que las inversiones son sostenibles a largo plazo por la mitigación de riesgos derivados de aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, todavía existen muchas limitaciones que impiden o ralentizan el desarrollo de la inversión socialmente responsable. Entre ellas destacamos 3 limitaciones fundamentales: la materialidad, la mentalidad cortoplacista del inversor y la falta de información metodológica y datos consistentes.

En primer lugar, la materialidad. Los inversores tienden a fijarse en factores y empresas que son más “materiales”, es decir, que pueden tener un impacto real. Facebook, la red social utilizada por millones de personas a nivel mundial, fue acusada en 2018 de haber recopilado los datos de 87 millones de usuarios y vendido posteriormente a Cambridge Analytica, una compañía de análisis de datos. El escándalo provocó la mayor caída en bolsa de la historia para una empresa en un día. Las acciones perdieron aproximadamente un 19% de su valor, con el anuncio de los costes que supondría invertir en una mayor seguridad y protección para la empresa. El sentimiento de inseguridad se trasladó a otras empresas como Twitter y Alphabet, que también bajaron por estar asociadas al mismo tipo de riesgos (BBC News, 2018). La invisibilidad de las causas, por ejemplo, del cambio climático, los impactos distantes, falta de inmediatez y experiencia directa de los impactos, son retos a los que se enfrentan los comunicadores a la hora de transmitir los riesgos relacionados a ESG (Moser, 2010).

Así, podríamos asumir que una compañía que pueda parecer estable a corto plazo, en un tiempo récord podría sufrir pérdidas por los riesgos que no se han tenido en cuenta anteriormente. (Hay compañías que tienen un potencial de materialidad en el futuro, que genere un impacto positivo sobre su rentabilidad). Una información está considerada como material, basada en la probabilidad sustancial de que si la publicación de esta información fuera vista, por un inversor razonable, habría alterado o creado un impacto en el total de la información. Esta materialidad difiere según el sector. Para una entidad financiera, por ejemplo, su impacto en la sostenibilidad no será tan relevante como su impacto social, mientras para una empresa de transporte, su impacto en el medio ambiente es de gran relevancia. Esta percepción de la materialidad por parte de los inversores viene en gran medida relacionada con la necesidad de estos de ver resultados a corto plazo, es

decir, de saber a ciencia cierta y de antemano que el capital invertido va a generar un rendimiento positivo (Afi, Allianz Global Investors, 2019), (UN Sustainable Stock Exchanges Initiative).

En segundo lugar, la mentalidad cortoplacista del inversor tiene una gran influencia sobre el tipo de activos en lo que invierten. Como hemos mencionado anteriormente, la lucha contra el cambio climático o la erradicación de la pobreza son objetivos a largo plazo. Esto quiere decir que, para mitigar sus riesgos, se necesitan inversiones enfocadas a largo plazo, que generen un valor sostenible en el tiempo. En el ámbito social, por ejemplo, constituye un desafío convencer a las empresas de que pagar salarios más altos – y por tanto aumentar sus costes en el corto plazo – es algo que les interesa para generar valor a largo plazo: supondrá un ahorro de costes, ya que no necesitarán contratar y formar a gente nueva. A la vez se evitarán riesgos de reputación, legales y regulatorios asociados con malas prácticas laborales. Por eso es tan importante demostrar la materialidad financiera de ESG (Afi, Allianz Global Investors, 2019) (Robecco , 2020).

Por estas razones se puede asumir que la materialidad y la predicción del rendimiento de un bono social destinado a la construcción de infraestructura en un país subdesarrollado, no será la misma que la de una empresa de gran tamaño con buenos resultados financieros, que cotiza en el IBEX 35. A esto se añade también la necesidad de los inversores de tener “pruebas”, o evidencia del funcionamiento de estos productos, por ejemplo, por datos históricos que lo respalden. Es necesario un cambio de mentalidad en este aspecto, y que los inversores tiendan a enfocarse en el crecimiento a largo plazo para la reducción del riesgo y la sostenibilidad en el tiempo de sus activos (Afi, Allianz Global Investors, 2019) (Eurosif, 2018).

El tercer gran impedimento para la integración de ESG es la falta de datos de calidad. Todos los gestores que participaron en el estudio de KPMG estuvieron de acuerdo en que este uno de los principales factores que ralentizan el proceso de integración. Hay inconsistencias en los datos publicados por las compañías, los métodos de investigación son opacos y los *ratings* no son fiables. La manera de reportar la información no financiera de las empresas no se ha estandarizado de la misma forma en la que lo ha hecho la financiera, y por ello es difícil determinar el grado de cumplimiento de las empresas con criterios de ESG. Esta información es una herramienta fundamental para analizar los riesgos a los que se enfrenta la compañía actual- y potencialmente (KPMG, Aima, 2020).

Al problema de la falta de datos e inconsistencias en el mundo de ESG, se añade el de la falta de pericia y conocimiento, provocado por la falta de conciencia y educación en este ámbito, y que provoca una confusión en cuanto a la terminología y materialidad de la industria. Los ODS mencionados anteriormente ayudan a crear una especie de “lenguaje común” que permite a los inversores hablar de sus soluciones de impacto social, y a entenderse en todos los niveles institucional o privado. Los actores financieros deberían, por ello, poder mostrar de qué manera están tratando materias específicas de ESG (Eurosif, 2018) (Afi, Allianz Global Investors, 2019).

Un gran riesgo provocado por la falta de datos de calidad es *Greenwashing*. Con la tendencia e interés creciente de los inversores y consumidores en la sostenibilidad, muchas empresas se vieron presionadas a incorporar y reportar sus prácticas relacionadas con la sostenibilidad, el impacto de sus actividades en el medio ambiente, etc. Para ello, algunas empresas ajustaron sus estrategias comerciales ecológicas utilizando la idea del “lavado ecológico”, utilizando ambigüedades ambientales y engañando a sus consumidores sobre sus prácticas.

No hay leyes universales que establezcan qué prácticas son sostenibles, lo que puede desencadenar una falsa percepción de que “todos están siendo verdes”. Puede generar una especie de competición, perjudicando tanto a las empresas que realmente cumplen con los criterios medioambientales como a los consumidores, que se ven manipulados por estas falsas prácticas (MDPI, 2019).

Los costes elevados a la hora de implementar ESG en una organización constituyen una limitación, si tenemos en cuenta las inversiones en talento, especialistas e investigadores, así como la tecnología y marketing necesarios para el proceso. Por ello las gestoras de menor tamaño no pueden permitirse, aunque quisieran, incluir criterios avanzados de ESG. También existe a menudo una falta de consenso por parte de los *stakeholders* internos (en los entrevistados durante el estudio de KPMG, alrededor de un 23% de los inversores institucionales aseguraba tener este problema).

Para que los *stakeholders* puedan decidir si es relevante para ellos invertir en fondos ESG, deben contar primero con la información relevante en cuanto a los riesgos que esas inversiones implican, entender el impacto que cada sector tiene en el ámbito social, ambiental y de gobernanza. Si los *stakeholders* internos no consideran que sea relevante

la inversión en ESG, esta se verá limitada en gran medida. Más tarde explicaremos esto con el concepto *Nudge*: Estos inversores podrán o no estar de acuerdo con realizar la inversión y serán libres de decidir, pero siempre deberán contar con la opcionalidad, y la información necesaria y las posibilidades para realizar esa elección. Comprometer a los *stakeholders* con factores de ESG es importante, ya que puede ser una fuente de innovación y nuevas oportunidades. Ayudará a la empresa a fortalecer las relaciones con las personas que la conforman, con un mayor nivel de confianza en cuanto a su manera de reportar y sus acciones (Sunstein, 2008) (Afi, Allianz Global Investors, 2019) (KPMG, Aima, 2020) (UN Sustainable Stock Exchanges Initiative).

Persiste el problema también de la falta de responsabilidad, que viene a ser un tema ético, ya que los actores financieros no tienen incentivos para evitar consecuencias que afecten a generaciones futuras. Esto es una consideración importante: los reguladores pueden incentivar a los inversores y promover ciertas acciones por parte de los gestores de activos o de las empresas, pero de donde realmente viene el impulso necesario de actuar en favor de un cambio social y sostenible es del deseo de los inversores de formar un mundo mejor para las siguientes generaciones.

“El cambio climático no es sólo el mayor reto de nuestra generación, es posiblemente el mayor reto que la humanidad enfrentará jamás. Los cambios que están ocurriendo en nuestro planeta están amenazando casi todos los aspectos de nuestra comunidad global” (Catholic Relief Services, 2018).

A continuación, vemos los resultados de la encuesta realizada por KPMG a diversas organizaciones a nivel mundial, en la que destacaban los principales impedimentos a los que se enfrentaban a la hora de hacer inversiones orientadas a la sostenibilidad.

¿Cuáles son los impedimentos de tu organización para hacer inversiones orientadas a la sostenibilidad?

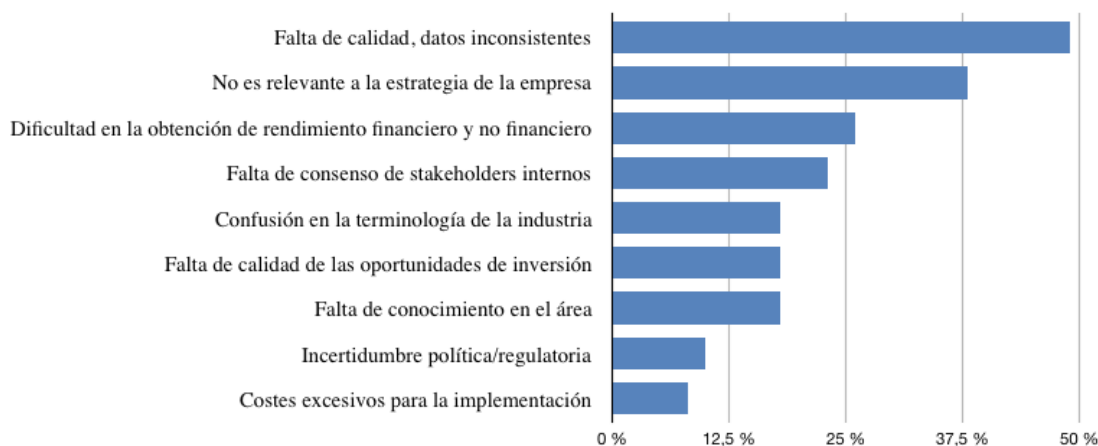


Gráfico 3: (KPMG, Aima, 2020)

La falta de calidad de datos constituye el principal impedimento para las inversiones orientadas a la sostenibilidad, seguido por la falta de importancia y peso dedicado por la empresa a la inversión en sostenibilidad. La falta de conocimiento y confusión en la terminología de la industria, así como la falta de oportunidades de inversión de calidad constituyen un problema para un 18% de los encuestados. Los costes elevados de implementación constituyen un problema para alrededor del 8% de las organizaciones. Aunque no es una cifra elevada, puede ser una limitación importante en el acceso de organizaciones pequeñas a estas inversiones.

2.3. El papel de gobiernos y reguladores.

La necesidad de inversiones “verdes” por parte de actores como los fondos de pensiones es enorme, y, sin embargo, debido a la falta de apoyo de políticas ambientales, vehículos de inversión, liquidez del mercado y desincentivos regulatorios, su asignación de activos sostenibles sigue siendo relativamente baja. Estos sectores deben pensar a largo plazo e incorporar criterios ESG en sus inversiones para mitigar riesgos futuros.

Las diferencias en regulaciones hacen que, en la actualidad, no haya un enfoque único en Europa pero sigue siendo crítico tener la libertad de elegir el enfoque correcto. Algunas recomendaciones al respecto sugieren la creación de una organización única responsable de desarrollar y estructurar proyectos de infraestructura -en particular, de sostenibilidad- y conectarlos a los inversores. De esta manera se ayudaría a los países a obtener el capital que necesitan para desarrollar sus proyectos, a la vez que ofrecen oportunidades de inversión distintas a gestores de carteras, fondos de inversión... (Eurosif, 2018).

Los gobiernos y reguladores juegan un papel importante en las decisiones de inversión. Deben liderar el camino hacia la creación de un sistema financiero sostenible en Europa y el resto del mundo que conecte a la sociedad y a las finanzas. Este sistema permitiría a las personas saber de qué manera se emplea su capital y cómo está siendo invertido. A través de la imposición de leyes y normativas, pero también incentivos, serían capaces de dirigir o reorientar el capital de los inversores hacia ciertos activos.

Dentro del plan de acción de la UE se incluye la necesidad de transparencia en cuanto a la implementación, y la importancia de adoptar una manera de reportar que facilite y haga más homogénea la información sobre sostenibilidad para que los inversores puedan utilizarla (Comisión Europea, 2018).

La iniciativa *Sustainable Stock Exchanges Initiative*, creada por las Naciones Unidas, propone un modelo que sirve guía en la manera de reportar información de ESG a los inversores. Es un instrumento puesto a disposición de los mercados bursátiles para que guíen a sus empresas emisoras. Los mercados bursátiles firmarían un acuerdo público para promover prácticas empresariales sostenibles en su mercado. Los proveedores de índices y mercados están en la mejor posición para conectar a inversores y compañías y facilitar las discusiones sobre materias de ESG (UN Sustainable Stock Exchanges Initiative).

Los gobiernos pueden usar diversas herramientas para redirigir el capital, y crear una “red” que conecte a inversores, financiando así infraestructuras y proyectos a gran escala. Muchas de estas herramientas pueden usarse para aumentar las inversiones sostenibles a través del mercado de renta fija. Su labor no es financiar directamente, sino permitir la financiación climática, reduciendo riesgos clave para asegurar rendimientos financieros a largo plazo. De esta manera redirigen el capital privado hacia inversiones climáticas.

Para atraer este capital privado, las inversiones deben ajustarse a las preferencias de los inversores, en particular de los institucionales (Climate Bonds Initiative, 2017).

Los bonos constituyen la mayor parte de los portafolios de inversión, por la alta demanda de inversiones de bajo riesgo. Por tanto, el mayor potencial para inversores “sostenibles” lo encontramos en esta área. Pero estas inversiones, como hemos mencionado antes, tienen un corto recorrido y por tanto son percibidos con más riesgo. Así, el papel de los Reguladores es establecer políticas que reduzcan los riesgos y dar una mayor cobertura de *rating* a estos activos (Climate Bonds Initiative, 2017).

Los políticos también pueden apoyar en el lado de la demanda. Apoyando a fondos de inversión, fondos soberanos, fondos de pensiones y a la seguridad social, entre otros, pueden redirigirles a asignar un porcentaje de sus fondos para renta fija a bonos verdes. Para reducir los riesgos percibidos por los inversores en estos bonos y aumentar la demanda, se pueden llevar a cabo una serie de acciones: en primer lugar, pueden garantizar los bonos, reduciendo así el riesgo de crédito (Climate Bonds Initiative, 2017).

Un ejemplo de esto es la Iniciativa de bonos del Banco Europeo de Inversiones, *Climate Bonds Initiative*. A través de esta iniciativa se ha establecido un plan para hacer crecer el mercado de bonos verdes mundialmente. Entre sus objetivos se incluyen: reforzar la planificación y transparencia de los proyectos verdes, reforzar la relación riesgo-rentabilidad de los bonos verdes, mejorando su calidad crediticia, influenciar a los fondos domésticos, así como a los bancos centrales para aumentar la demanda, incluir medidas de regulación y la cooperación financieras internacional. La emisión estratégica por parte de entidades públicas de estos activos es importante para aportar liquidez, atrayendo a inversores y educándoles en esta clase de activos (Climate Bonds Initiative, 2017).

KfW es un banco de desarrollo que pertenece a la República Federal Alemana. En el aspecto de ESG, esta institución solamente invierte en bonos cuyos emisores tienen un nivel de sostenibilidad que está entre el 50% de los mejores en este sector (Kreditanstalt für Wiederaufbau, 2020). En 2018, KfW recibió un rating de AAA en el sistema de rating MSCI ESG. KfW emite bonos verdes para integrar la sostenibilidad entre sus *stakeholders*, atraer a nuevos inversores y apoyar la transición hacia una economía baja en carbono (Kreditanstalt für Wiederaufbau, 2020).

3. Nudging investor behaviour

En este último capítulo hemos hablado de la importancia de incluir criterios ESG en la estrategia de inversión; tanto por su aportación al capital no financiero de la empresa, y por la protección que ofrecen al portfolio frente a riesgos que a menudo no se tienen en cuenta. Pero las limitaciones que frenan el avance de la inversión socialmente responsable todavía son muchas, y deben hacerse frente con la actuación de gobiernos y reguladores, y desde los mercados financieros.

Ahora más que nunca, es crucial preguntarse cómo comunicar un problema mundial que implica menos certeza e inmediatez que la mayoría de los otros problemas más familiares, pero que también tiene el potencial de tener implicaciones mucho más graves. También se requiere una cooperación sin precedentes, políticas innovadoras, y nuevas formas de pensar y comportarse que deben abordarse de manera adecuada (Moser, 2010).

En el presente capítulo se proporcionan una serie de ideas, basadas en la teoría del comportamiento y en la Teoría *Nudge*, que servirán para explicar algunos de los comportamientos de inversores descritos anteriormente. Se aportarán ejemplos para cada apartado relacionados con la inversión en ESG, y propuestas para instituciones públicas y privadas que ayuden a reducir los problemas y limitaciones descritos e incentivar la inversión en ESG.

Se comenzará por definir qué es *Nudge*, qué implica, qué consideraciones debemos tener en cuenta para entender este concepto y cuando es conveniente aplicarlo.

Nudge es un concepto basado en el paternalismo libertario, es una presunción de que el Estado puede ayudar al ciudadano a tomar decisiones. Es una herramienta útil, en manos de administraciones públicas o privadas, para orientar las conductas de los ciudadanos hacia objetivos deseables, sin necesidad de recurrir a la coacción o a incentivos económicos. Es, en otras palabras, un “pequeño empujón”. Para emplear la teoría *Nudge*, las instituciones públicas o privadas deben tener en cuenta la “arquitectura de las opciones”, es decir, diseñar cuidadosamente el contexto en el que alguien tiene que tomar una decisión. Este diseño suele ser más efectivo cuanto más simple sea, es decir, cuantas menos complicaciones suponga el proceso de elección para los participantes. En este caso

destacaremos las estrategias *nudge* que mejor se adaptan a nuestro objetivo: fomentar la inversión en ESG (Sunstein, 2008).

Es importante tener en cuenta que las personas son libres de elegir lo que consideren mejor, por lo que el diseño de estas opciones debe mantener o incrementar siempre la libertad de elección. Pero esta teoría tiene en cuenta que las personas, aunque no son irracionales, a menudo necesitan ayuda para hacer mejores juicios y tomar mejores decisiones. En estos casos, diferentes políticas e instituciones pueden servir de ayuda. Las personas toman buenas decisiones en los ámbitos en los que tienen experiencia, información, *feedback*... pero puede resultarles difícil tomar ciertas decisiones más complicadas. *Nudge*, en estos casos sería diseñar una toma de decisiones sencilla y facilitarles la vida en la medida de lo posible. Si los incentivos y *nudges* reemplazan a los requerimientos y prohibiciones por parte de los gobiernos, estos serían vistos como modestos y pequeños; “No estamos buscando Gobiernos más grandes, sino mejor gobernanza” (Sunstein, 2008). *Nudge* será necesario cuando las personas tengan que decidir sobre algo que es difícil y ajeno a ellos, para lo que no tienen un *feedback* inmediato, y tienen dificultad para traducir aspectos de la situación a términos en los que puedan entenderlo bien. Un ejemplo claro de la situación descrita es el tema que estamos estudiando, ya que la inversión en sostenibilidad es un concepto relativamente nuevo. No hay mucha claridad en cuanto a sus opciones de inversión y sus beneficios; al tratarse de instrumentos más a largo plazo, no se tiene *feedback* inmediato de su rentabilidad. Puede requerir un *nudge* para incentivar a las personas en su dirección (Sunstein, 2008).

Un ejemplo de aplicación de *Nudge* es el del gobierno británico, donde se ha creado una pequeña unidad encargada de aplicar los principios de la ciencia del comportamiento para ayudar al gobierno a alcanzar mejor sus objetivos (Kahneman, 2011).

El ganador del premio nobel y autor del libro *Thinking Fast and Slow* Daniel Kahneman, identifica dos sistemas en la forma de pensar y procesar la información en la mente humana: El “Sistema 1”, es aquel que opera automáticamente, sin control voluntario. Este sistema genera impresiones, sentimientos e inclinaciones, y se centra en la evidencia existente. Es el más propenso a ser condicionado por *Nudge*. El sistema 2, en cambio, es el que piensa de manera más lenta, genera juicios y respuestas meditadas según la información percibida por el Sistema 1. Más adelante entraremos en profundidad en

cuanto al papel que juegan estos sistemas en nuestra toma de decisiones (Kahneman, 2011).

A continuación veremos algunos ejemplos de distintas maneras en las que las personas son influenciadas, y en qué contexto toman las decisiones.

3.1. Efecto manada

Las influencias sociales son importantes. De ellas dependen gran parte de las decisiones que tomamos y pueden condicionar nuestras acciones, muchas veces de manera inconsciente. Esto se debe a que la mayoría de las personas aprenden de otros, es su manera de desarrollarse.

Una de las maneras más efectivas, por tanto, de hacer *Nudge*, es mediante la influencia social. Las personas aprendemos de otros en parte porque nos gusta hacer lo que hacen los demás. Si este conocimiento fuese utilizado para generar un comportamiento social beneficioso, los resultados serían asombrosos.

Las influencias sociales vienen en dos categorías: en primer lugar, la información. Los humanos entendemos que, si mucha gente hace o piensa algo, sus acciones y pensamientos pueden incluir información de que aquello puede ser lo mejor para que hagas y pienses tú (Sunstein, 2008). Podríamos asumir, por tanto, que si nuestros vecinos, amigos, o familiares comentan que están invirtiendo en acciones de *start-ups* tecnológicas, pensaremos que “por algo debe ser”, y lo más probable es que invirtamos en ello también, aunque no tengamos pruebas de que sea la mejor opción de inversión.

La segunda categoría de influencia social es la de la presión de grupo. Funciona cuando nos importa lo que piensen otras personas de nosotros. (También conocida como *the spotlight effect*, o el efecto foco). Una de las razones por las que nos esforzamos tanto en adaptarnos a las normas sociales y a las modas es que creemos que los demás están prestando atención a lo que hacemos. Por ello intentamos hacer lo que se espera de nosotros; pero la realidad es que las personas prestan mucha menos atención de lo que creemos.

Según esta teoría de influencia social, se puede asumir que muchas de las personas que comenzaron a reciclar lo hicieron para que sus vecinos no les juzgaran de dañar al medio ambiente. Pero probablemente esos vecinos prestarían mucha menos atención de lo que pensaban. Sea cual sea el motivo, el efecto es positivo, puesto que genera un comportamiento solidario y beneficioso para la sociedad. Si estas prácticas que se establecen en la sociedad son aceptadas y adoptadas, estaremos hablando de un “*collective conservatism*”. Esta tendencia a alinearse con la conformidad del grupo puede ser una oportunidad para los arquitectos de decisiones, los que diseñan la toma de las decisiones para redirigir o influenciar a las personas (Sunstein, 2008).

Varios experimentos demuestran que las personas tienden a calificar como mejor opción aquello que ha sido elegido varias veces; están influenciadas por las decisiones de otros (Sunstein, 2008). Si los gestores de activos, o distintas entidades financieras informasen periódicamente de lo que tienden a hacer los inversores con un perfil parecido, sus clientes tenderían a sentir curiosidad y pensarían que, si es lo que hacen lo demás, puede ser lo más beneficioso. Por tanto, parece que podemos asumir que, si se informase claramente del volumen de inversiones en ESG, este iría en aumento. En este caso, ni se ha coaccionado ni se ha propuesto una opción de inversión, tan solo se ha informado de lo que está haciendo la mayoría. Se ha empleado *Nudge*, que puede jugar un papel importante en los mercados financieros. “*Un sistema financiero que respalde las prácticas empresariales sostenibles acabará por convencer a todos los participantes del mercado de que pongan su dinero en empresas que estén ayudando a construir un mundo mejor*” (Robecco , 2020).

La evidencia de este caso es la de la burbuja inmobiliaria del 2008; esta crisis fue provocada por una visión optimista de que la situación era la correcta, tan solo porque el resto de las personas corrientes, similares a nosotros, parecían aceptarla. Estaba basada en juicios sociales que no pueden mantenerse en el largo plazo. Por ello es importante que los inversores reciban la información adecuada, y que la estrategia *nudge* diseñada por los reguladores no juegue en su contra. Estudios como el de KPMG, en el que se informa de las preocupaciones que conciernen a otros inversores institucionales, así como sus intereses, pueden ser una fuente importante de información y pueden influenciar el comportamiento de otros inversores (Sunstein, 2008).

Otra forma de incidir en el comportamiento de las personas reside en la manera de percibir su propio comportamiento respecto al resto. En la teoría de la norma de Robert Cialdini se confirma que, si quieres que un grupo de personas siga con un buen comportamiento, lo mejor es no informarles de que su comportamiento es mejor que la norma social o la media. Si informas a una empresa de que su uso de energía es más bajo que la media, lo más probable es que piensen que tienen espacio para consumir un poco más. Pero si ese mensaje viene acompañado de un informe o calificación positiva, es muy probable que el consumo no aumente. (Sunstein, 2008).

Con esta teoría se podría destacar la importancia de incluir “ratings” de ESG, que informen tanto a la compañía como a terceras personas de las buenas prácticas de la empresa; que “premie”, por tanto, ese buen comportamiento.

3.2. Availability cascade

Kahneman define tres tipos de heurísticas, o métodos por los que las personas aumentan su conocimiento. Estos son: la heurística de la disponibilidad, la de la responsabilidad y la del anclaje. En este estudio nos centraremos en la primera, como explicación a algunos de los comportamientos de la sociedad.

La heurística de la disponibilidad es una especie de atajo mental que ocurre cuando las personas juzgan la probabilidad de sucesos en función de lo fácil que es pensar en ejemplos. Cuanto más fácil sea recordar las consecuencias de algo, mayor será la magnitud que percibamos de esas consecuencias. Las personas tenderán a tomar más en serio los riesgos asociados con eventos recientes que han vivido, que aquellos que no han vivido, aunque la probabilidad de ambos sucesos sea parecida (Kahneman, 2011).

Los ejemplos más vívidos en la mente de una persona tendrán un impacto mayor en su comportamiento. Esto provoca percepciones falsas sobre la magnitud de los riesgos y los reales que son para una persona. La mayoría de las personas tenemos aversión al riesgo; la mente humana tiene un mecanismo que está diseñado a dar prioridad a las malas noticias. Las amenazas tienen una cierta prioridad sobre las oportunidades, por ello palabras como “guerra” o “crimen” atraen la atención más rápidamente que palabras

como “paz” y “amor”. La aversión a las pérdidas se refiere a la fuerza relativa de dos motivos: estamos más inclinados a evitar riesgos que a obtener ganancias (Kahneman, 2011)

Una manera de incrementar la conciencia de una persona respecto a una consecuencia negativa es recordarles un incidente en el que las cosas salieron mal. Por lo general, las personas no suelen comprar acciones de una empresa u otra en función de su índice de controversia (medida en función de los escándalos recientes de la empresa, como pueden ser la corrupción o malas prácticas laborales). Toman decisiones más bien guiados por precios históricos, balances, cuentas anuales... pero si de pronto una de esas empresas reportara una drástica caída en las acciones por un escándalo de empleo de trabajo infantil en su producción, tenderán a fijarse más en este tipo de riesgos, no reportados adecuadamente, a la hora de seleccionar activos para su cartera de inversión (Kahneman, 2011).

Esta heurística puede jugar en favor de la sociedad o en contra, si el efecto es el contrario, y los riesgos percibidos con una probabilidad elevada pueden ser en realidad bastante improbables (Sunstein, 2008).

La facilidad con la que vienen a la mente las ideas es una heurística del sistema 1, que se reemplaza por un foco en el contenido cuando el sistema 2 actúa. Por tanto, las personas que se dejan guiar más por el sistema 1 son más susceptibles al sesgo de disponibilidad que los que actúan por el sistema 2, que son más vigilantes y atentos. Los efectos de la disponibilidad pueden ayudar a explicar la compra de seguros después de desastres naturales. También las acciones protectoras, diseñadas por individuos o gobiernos, suelen estar influidas por el último desastre vivido (Kahneman, 2011). Se podría llegar a asumir, por tanto, que si se informara a los inversores debidamente tras cada escándalo de malas prácticas de sostenibilidad, de fraude o de corrupción, las exclusiones de activos de las compañías implicadas aumentarían significativamente.

Los medios publicitarios juegan un papel importante, ya que publican la noticia que interesa más al público. Esto explica que eventos inusuales como un atentado terrorista en España atraigan una atención desproporcionada, cuando en realidad se debería estar concienciando más sobre los accidentes de tráfico que ocurren todos los días. Nuestras

expectativas de la frecuencia de los eventos están distorsionadas por la prevalencia e intensidad emocional de los mensajes a los que estamos expuestos (Kahneman, 2011).

Las reacciones sesgadas a los riesgos son una fuente importante para las prioridades mal colocadas y erráticas en las políticas públicas. Los creadores de leyes y reguladores pueden tener una alta respuesta a preocupaciones irracionales (o simplemente exageradas) de los ciudadanos, por la sensibilidad política y porque son susceptibles a los mismos sesgos que el resto de ciudadanos (Kahneman, 2011).

Un concepto importante que explica esto es el efecto de la “cascada de disponibilidad” o *Availability cascade*. Esto es una cadena de eventos que puede empezar por reportajes de los medios de publicidad de un evento relativamente poco importante y acabar provocando un pánico público y acción a gran escala por parte del gobierno. Esta reacción emocional acaba dando aún más “cuento” a los medios, que asimismo produce una preocupación mayor. El peligro empieza a exagerarse cuando los medios compiten por tener el mejor titular. El problema entonces se convierte en importante políticamente, porque todo el mundo lo tiene en mente y por la intensidad del sentimiento público. Esto acaba dejando en segundo plano a otros riesgos y recursos que podrían ser utilizados para el bien público (Kahneman, 2011).

El riesgo del cambio climático surge en la agenda pública a finales del siglo XX, al hacerse cada vez más evidente el efecto de calentamiento atmosférico producido por el dióxido de carbono. La cuestión de cómo comunicarlo con mayor eficacia ha experimentado un fuerte aumento (Moser, 2010). Diversos movimientos sociales han ido incrementando la conciencia sobre este peligro, llamando a reguladores y gobiernos a tomar medidas.

El Acuerdo de París sobre el cambio climático es un ejemplo de acción por parte de las Naciones Unidas, que pretende tomar medidas para la reducción de emisiones de Gases de Efecto Invernadero. En 2018 comenzó un activismo colectivo, a raíz de las manifestaciones de una adolescente llamada Greta Thunberg que protestaba frente al parlamento sueco para exigir que su gobierno cumpliera con los acuerdos de París como era debido. Comenzó el movimiento *Fridays for Future*, al que se unieron multitudes de jóvenes, llegando a alcanzar 270 países de todo el mundo.

Desde entonces, tanto la figura de la adolescente como la concienciación sobre el cambio climático percibido como un riesgo real y presente han cobrado una relevancia exponencial, llegando a intervenir en Conferencias como la COP25 en Madrid.

Greta Thunberg ha llamado la atención por sus mensajes claros y directos, como: “Los ecosistemas están colapsando”, “Os estaremos vigilando”, o “¿Cómo se atreven? Ustedes nos están fallando”. Estos mensajes directos y claros acusan a gobiernos y empresas por su falta de responsabilidad y de consideración hacia futuras generaciones. Esta oleada mundial provocó que los medios publicitarios hablaran constantemente sobre la joven y el movimiento. Recibió tanta publicidad que ha llegado a tener efectos políticos, con discusiones sobre la posible asignación de recursos e implementación de leyes más estrictas para mitigar el cambio climático. Figuras como el tenista Roger Federer fueron acusados por su vinculación con la entidad financiera suiza *Credit Suisse*, señalada como uno de los bancos que más invierte en compañías de combustibles fósiles a nivel mundial.

Basándonos la teoría de *Availability cascade*, se podría decir que el problema del cambio climático se ha convertido en importante políticamente porque ha provocado reacciones en un gran número de personas. El efecto masivo que ha despertado a multitudes de jóvenes y animado a políticos a poner el foco en sus acciones de sostenibilidad a nivel mundial. En este caso ha sido un riesgo percibido real, y sus efectos serán favorables para la consecución de nuestro objetivo.

Si, como en este caso, son favorables, las cascadas de disponibilidad pueden tener un beneficio a largo plazo, atrayendo la atención de riesgos e incrementando el presupuesto para su reducción.

En muchas ocasiones este efecto tiende a una reacción excesiva en ámbitos que no requieren tanta atención. Esto demuestra que tenemos una limitación básica en nuestra habilidad para percibir riesgos menores: o los ignoramos completamente o les damos demasiada importancia” (Kahneman, 2011).

3.3. La facilidad cognitiva y el Sistema 1

Un concepto clave que explica gran parte de los efectos de *Nudge* y cómo podemos usarlos en nuestro favor es el *cognitive ease*, o facilidad cognitiva. Es el efecto que se produce en nuestras mentes cuando las cosas van bien, tenemos una sensación de tranquilidad y estamos, en general, de mejor humor.

La facilidad cognitiva puede venir de diversas fuentes. Las experiencias repetidas y una presentación clara y sencilla de la información son factores que contribuyen a que nuestro sistema 1 no trabaje, o trabaje menos. Las consecuencias de esta facilidad cognitiva son una sensación de familiaridad, de que la información percibida es verídica, y contribuye a depositar una mayor confianza en las propias intuiciones. Provoca una manera de pensar más superficial, sin plantearnos ni cuestionarnos la información que recibimos (Kahneman, 2011).

Si quisiéramos convencer o influenciar a alguien sobre un tema concreto, será más probable conseguirlo si esta persona se encuentra en un estado de confianza y familiaridad. A continuación, veremos diversos ejemplos de cómo conseguirlo:

Una de las formas más comunes de facilidad cognitiva es la memoria. Si una persona ha escuchado un término específico anteriormente, es más probable que lo identifique como verídico al escucharlo en un futuro. Nuestro caso es un ejemplo sencillo de esta situación:

Podemos asumir que la mayoría de las personas del mundo desarrollado no son expertas en temas relacionados con las finanzas o la economía. Por lo general prefieren tomar decisiones sencillas, guiándose por sus intuiciones y sin tener que evaluar muchas alternativas. En este caso la mejor opción para influenciar a alguien en una dirección es diseñar la “arquitectura de las opciones” de manera que se presente la información de una manera clara, sencilla, y fácil de recordar (Sunstein, 2008).

El efecto de esto sería una experiencia de familiaridad, ya que en futuras ocasiones estas opciones serán más fáciles de reconocer. Tendremos más facilidad cognitiva cuando percibamos estas palabras.

En el mundo de las finanzas, un individuo sin gran experiencia en las inversiones recurrirá primero al Sistema 1, prestando más atención a opciones con las que se siente familiar. Se podría asumir que ha leído en las noticias sobre empresas como Inditex o Banco Santander, dos de los valores más contratados del Eurostoxx 50, pero pocas veces se parará a pensar sobre opciones como “bonos alemanes a diez años”, “futuros sobre el oro”.

En nuestro caso, parece que la mayoría de las personas han escuchado al menos una vez términos como “Sostenibilidad”, “Medio ambiente”, o “proyectos sociales”. Pero pocos habrán escuchado términos como “ESG”, “riesgo no percibido” o “ISR”. Por ello, al presentar a pequeños inversores o a diferentes *stakeholders* de empresas oportunidades como “Bonos verdes”, o “Estrategias de exclusión” para incluir en su cartera, quizás primero deberían poder asociar estos términos a palabras más sencillas. Más adelante, al encontrarse con estas estrategias, ya no las rechazarán inmediatamente porque se sentirán familiarizados con ellas.

En las empresas en las que se requiere a distintos *stakeholders* para aprobar medidas relacionadas con ESG, así como los Fondos en los que se aconseja sobre diversas inversiones, debería ser requerida una presentación clara y sencilla de lo que es ESG, qué implica y qué beneficios aporta (Kahneman, 2011). Robecco, una firma de gestión de activos, ha diseñado un método para puntuar el valor de las acciones con una huella ambiental significativa. De esta manera, si algunas empresas tienen una huella significativamente grande, hacen las valoraciones menos atractivas desde el punto de vista de la selección de cartera. Esta es una forma efectiva para facilitar el proceso de selección de activos y de toma de decisiones de los individuos (Robecco , 2020).

Otra manera en la que la facilidad cognitiva y la familiaridad afectan a nuestras decisiones es en la credibilidad o peso que damos a distinta información, y que por tanto afecta a nuestra toma de decisiones.

En un examen de opciones de respuesta múltiple, si no estamos seguros de cuál es la correcta, podríamos tender a optar por “la que más nos suene”, ya que la familiaridad percibida nos aporta una mayor credibilidad de que sea la acertada. Por ello, una manera fácil de hacer que las personas creen falsedades es repetirlas frecuentemente. Porque como hemos observado, la familiaridad nos dificulta la percepción de la verdad.

La facilidad cognitiva es a lo que recurrimos cuando no estamos seguros de algo. Esto puede resultar perjudicial para individuos que deben tomar decisiones serias y escuchan constantemente publicidad de empresas que resulta no ser fiable. En un mundo ideal, los medios publicitarios y las empresas transmitirán siempre la verdad y velarán por las necesidades de los consumidores. Pero en el mundo real, las empresas que compiten en el mercado buscan un beneficio, y muchas veces lo consiguen a costa de los consumidores. Un ejemplo de esto es el *Greenwashing*, mencionado en el apartado de las limitaciones para la inversión en ESG. Es el proceso por el cual las empresas transmiten prácticas falsas o distorsionadas sobre su sostenibilidad. El *Greenwashing* funciona cuando su publicidad provoca una falsa credibilidad entre consumidores, competidores e inversores.

Desde la creencia de que los consumidores se guían por esta información, se podría afirmar la necesidad de los reguladores y políticos de establecer parámetros y requisitos claros en los que se supervise la información proporcionada sobre ESG.

3.4. La confianza y el optimismo excesivos.

Una de las razones que nos llevan a invertir en un activo u otro, o a tomar ciertas decisiones que pueden resultar arriesgadas es *Optimism bias*, o sesgo de optimismo. Es un sesgo cognitivo que causa una creencia falsa y distorsionada de que nuestras probabilidades de tener experiencias negativas son más bajas que las de tener experiencias positivas (Kahneman, 2011).

Cuando hablamos de nuestros planes a futuro, no solemos tener en cuenta las posibilidades de que algo vaya mal. Solemos ser mucho más optimistas que realistas. Este sesgo cognitivo puede explicar muchas de las decisiones que tomamos. Un ejemplo se da en los mercados inmobiliarios: Farlow (2004) afirma en un documento titulado "*The UK housing market: bubbles and buyers*" que el optimismo excesivo es el sesgo más importante en los mercados inmobiliarios. Diferentes estudios demuestran que los *households* creen que la compra de una vivienda no implica una gran cantidad de riesgo, y que los precios de viviendas suben más de un 11% anualmente. Esta falsa sensación de optimismo puede ser una causa de las burbujas inmobiliarias. En ella juegan un papel importante los medios publicitarios, que prefieren visiones más optimistas que

pesimistas, negando así las consecuencias negativas que esta información puede tener sobre inversores corrientes (como ya comprobamos en la crisis financiera de 2008) (Andrew Farlow, 2004).

La confianza y optimismo excesivos generan una falsa sensación de control. Mientras que el optimismo excesivo genera una falsa visión sobre rendimiento financiero, la sobre confianza genera una subestimación sobre el riesgo. Cuando sobreestiman su inmunidad personal al daño, las personas no toman decisiones sensibles y preventivas. El peligro de esto es que no nos cubrimos ante riesgos futuros como es necesario, y solo los tenemos en cuenta cuando hemos experimentado pérdidas o eventos inesperados (Sunstein, 2008) (Andrew Farlow, 2004). La gestora de activos Robecco, en su estudio SIX, menciona unas recomendaciones para los administradores de activos: “Haga siempre una revisión de la realidad para todas las formas de impacto. Sea transparente, honesto y humilde sobre el alcance. No exagere sus resultados, comprométase con las empresas para no sólo el impacto, sino también la divulgación”. De la misma manera, propone a los propietarios de activos cuestionarse todos los supuestos y resultados, y estar atentos al *Greenwashing* (Robecco , 2020).

Una de las formas más comunes del sesgo optimista es el *Planning Fallacy*. La mayoría de nosotros vemos el mundo más benigno de lo que es en realidad y nuestros objetivos más alcanzables de lo que son (Kahneman, 2011). La falsa percepción de los riesgos a la hora de invertir es muy común, sobre todo cuando las empresas no son del todo honestas a la hora de reportar. Desde esta visión se podría asumir que el *greenwashing*, así como el propio mercado, pueden transmitir una falsa percepción de que todo “va bien” a los inversores, y no cubrirse ante estos riesgos como es debido.

Otro de los motivos comunes es la “ilusión” de entender (*The illusion of understanding*). Esta es una ilusión de las personas que identifica Kahneman, en la que creen entender un concepto y toman decisiones a partir de una información inicial disponible. Si la historia que consiguen formar es buena, sienten seguridad y confianza en sí mismos, sin comprobar su veracidad para formar una visión acertada (Kahneman, 2011).

Como explican Thaler y Sunstein en “*Nudge*”, “La confianza subjetiva en un juicio no es una evaluación razonable de la probabilidad de que ese juicio sea correcto”. Los consumidores tienen hambre de mensajes claros sobre diferentes tópicos, sobre los

determinantes de éxito y fracaso en una compañía. Necesitan historias que ofrezcan un sentido de comprensión (Sunstein, 2008). Los medios son expertos en proporcionar estas historias, claras y fáciles de comprender para distintos públicos.

3.5. Maximizar las opciones

Los inversores normales cometen todo tipo de errores a la hora de invertir; esto se debe a la falta de conocimiento sobre el riesgo que deben tomar, qué parte del dinero debe invertirse en acciones y qué porcentaje en bonos... como se ha comprobado, en el área de la inversión, aplicar la teoría *Nudge* es beneficioso. A la hora de elegir el portfolio correcto, estarían influenciados por fluctuaciones a corto plazo, recomendaciones y publicidad de terceros... Pero los humanos también temen las pérdidas, incluso más de lo que les gustan las ganancias. Suponiendo que las inversiones en ESG ayudan a proteger el portfolio contra estas pérdidas por riesgos imprevistos, lo recomendable sería ofrecer estas opciones de ESG a los clientes.

En un experimento de Thaler y Benartzi en 2001, examinaron el comportamiento en un plan de pensión de 170 compañías. Encontraron que cuantos más fondos de acciones ofrecía el plan, mayor era el porcentaje del dinero de los participantes invertido en acciones (Sunstein, 2008). Por tanto, podríamos asumir que un mayor volumen en la oferta de un producto puede llevar a un mayor interés por el mismo en los consumidores. En nuestro caso, podríamos usar *Nudge* para aumentar el interés por inversiones de ESG con un aumento de las opciones ofrecidas a los inversores.

Sin embargo, maximizar el número de opciones de inversión puede derivar en una mayor confusión por parte de los inversores en torno a las decisiones que deben tomar. Cuantas más opciones das a las personas, más ayuda debes proporcionar para que tomen su decisión. Normalmente es bueno dar muchas opciones, pero cuando a pregunta es complicada, como hemos comprobado, *Nudge* ayuda (Sunstein, 2008).

3.6. Opción por defecto

Se ha comprobado que las personas tienden a elegir la opción y acción que requiera menos esfuerzo. Esto implica que, para una serie de elecciones, hay una opción estándar, que es asignada si la persona no hace nada, pues esperamos que mucha gente acabe con esta opción (Sunstein, 2008).

Esta opción se utiliza cuando hay un plan automático de enrolamiento, por defecto, entre las opciones. La mayoría de los usuarios prefieren no tener que leer y comprender infinidad de términos para tomar una decisión, prefieren quedarse con la opción “por defecto”. En el caso de los inversores, estos podrían elegir entre invertir su dinero activamente, eligiendo su propia cartera de inversión, o elegir una de las opciones estándar. La mejor opción es ofrecer varias opciones estándar que se adapten a las necesidades de cada uno. Así, se pueden facilitar las decisiones que a menudo son complicadas para los inversores. Aquí, *nudge* tiene como objetivo, además de facilitar las decisiones, diseñar el mejor plan para cada inversor, y redirigir el capital hacia activos rentables que generen un valor a largo plazo (Sunstein, 2008).

Esta es una estrategia eficaz de *nudge*, que podría emplearse para dirigir el capital hacia inversiones ESG. Una vez demostrado que estos activos generan un valor sostenido y que por tanto son beneficiosos para los individuos, pueden incluirse en las opciones por defecto. Si los participantes eligen estar automáticamente involucrados en estas opciones, por lo tanto, deben estar incluidos en un plan con una distribución de activos específica, que integre criterios ESG. Las opciones podrían variar desde estrategias de exclusión, *best-in-class*, de impacto... puede variar según el perfil del inversor y sus preferencias, y no debe eliminarse la opcionalidad.

Siempre debe respetarse la libertad de elección. Pero con una serie de propuestas de mejora en la arquitectura de las opciones, hay más probabilidades de que se elija la opción más beneficiosa. Estas opciones estándar deben estar cuidadosamente diseñadas y aprobadas por reguladores para que puedan ser ofrecidas a individuos.

Existen diversos planes de involucrarse o elegir un porfolio. En los planes de enrolamiento automático, se asigna a cada persona una cartera de activos según su perfil.

Hay evidencias claras de que, con este plan, hay muchas menos personas que deciden abandonarlo, por el simple efecto de inercia. Si los que son asignados un porfolio comprueban que están ahorrando más y cubriéndose de riesgos, es menos probable que abandonen el plan. Otra opción es la elección requerida o *required choosing*. Esta opción implica preguntar a cada inversor si quiere invertir en ciertos activos, como ESG. Los inversores eligen sus preferencias, con preguntas sencillas, y no hay una opción estándar. De esta manera se simplifica el proceso de inversión.

Existe una relación entre el capital que se va a invertir y la elección de inversión. En un estudio se encontró que cuanto más dinero había en juego, más activamente se elegía el porfolio. Esto deriva en las personas redirigiendo su capital hacia inversiones que crean más oportunas. Esto puede resultar en errores y pérdidas, por la falta de conocimiento e información veraz sobre la situación real del mercado.

El papel del gobierno, en este caso, es reducir las barreras y facilitar el acceso a las inversiones ESG, fomentando las opciones estándar.

3.7. Priming

Esta aplicación de *Nudge* se refiere al sistema automático del cerebro, al Sistema 1. Los científicos han descubierto que cuando miden la intención de las personas, afectan a su conducta. Cuando se pregunta a alguien sobre sus intenciones, tenderá más a actuar de acuerdo con su respuesta. En un estudio el día antes de unas elecciones, se comprobó que al preguntar a los ciudadanos si tenían intención de votar, podían incrementar la probabilidad de que votasen en un 25%. Son pequeñas formas de analizar el comportamiento y condicionarlo (Sunstein, 2008).

De esta manera, se podría asumir que los inversores pueden ser influenciados en sus decisiones si son preguntados o encuestados anteriormente. Los gestores de carteras, podrían estar obligados a formular la siguiente pregunta: “¿Tiene pensado invertir en sostenibilidad?” Siguiendo esta teoría, la formulación de estas preguntas podría influenciar su decisión futura en cuanto al tipo de activos que escogerá para su cartera.

3.8. Toxic Release Inventory

Toxic Release Inventory, o *TRI*, es un inventario que hace un seguimiento de la gestión de ciertos productos químicos que pueden suponer una amenaza para el medio ambiente. Las empresas en Estados Unidos deben reportar anualmente al gobierno sobre la cantidad de químicos y sustancias nocivas que emiten al medio ambiente. Deben reportar información sobre las consecuencias y daños potenciales a la salud, pero no imponen ni una ley ni un cambio obligatorio para las empresas. Con la imposición de *TRI*, curiosamente, las empresas redujeron en gran medida las emisiones, tan solo por la obligación de reportar.

El TRI tuvo un efecto positivo porque los medios y grupos medioambientales tienden a “atacar” a las empresas que más contaminan, produciendo una especie de lista negra medioambiental. Las compañías, por consiguiente, hacen todo lo posible por no estar en esta lista, resultando en una especie de competición, por reducir la contaminación (Sunstein, 2008) (United States Environmental Protection Agency (EPA), s.f.).

Se podría decir que esta estrategia es una especie de *Nudge*, ya que tiene como objetivo reducir la contaminación por parte de las empresas, sin coaccionar su actividad. El rating de ESG es una manera parecida de hacer pública la actividad medioambiental, social y de gobernanza de las empresas. Según lo estudiado en el capítulo 3.1. del “efecto manada”, las personas tienden a hacer lo que hace el resto, y se sienten observados por los demás. Según esto, las empresas, en teoría, harían todo lo posible por no tener un rating bajo en ESG, o estar en una “lista negra” que publique las empresas con malas prácticas empresariales.

3.9. El principio de autoridad

Tanto inversores como consumidores tienen una gran tendencia a seguir las opiniones y consejos de personas influyentes. Esto se explica por el principio de autoridad de la teoría de Robert Cialdini: las personas que tienen una posición de liderazgo y notoriedad tienen

una mayor credibilidad entre la gente. (Robert B. Cialdini, 1984). Por esto las empresas, cuando publicitan un producto, a menudo eligen a personas famosas para que lo recomienden. Esto genera una sensación de familiaridad y un aumento de confianza: “si él lo está usando, seguramente sea bueno”, porque suponemos que una persona conocida y adinerada solo elige productos de calidad. Muchas veces habremos oído a Warren Buffet u otro economista de prestigio dando su opinión sobre distintos temas de actualidad. Como asociamos a esas personas con el éxito y el alto rendimiento que han tenido sus inversiones, tenemos una sensación de seguridad, desde nuestro Sistema 1 inconsciente, de que esa es la opción acertada.

“Nuestro desafío más difícil es tratar de abordar la escala de los problemas mundiales actuales. El mismo pensamiento que creó estos problemas no los resolverá”. Sean Jones es el administrador superior de la Oficina de Seguridad Alimentaria de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID). Se centra en catalizar la inversión en el impacto mediante la mitigación de riesgos, la creación de enfoques de múltiples partes interesadas y la atención a la sostenibilidad. Jones citó a la Iglesia como “un líder en el desarrollo con una capacidad particular de influir de una manera que pocas organizaciones pueden, a través de diferentes clases socioeconómicas en todo el mundo” (Catholic Relief Services, 2018).

Las prioridades que la Iglesia Católica ha establecido en materias de salud, educación, medio ambiente, refugiados y migración son fundamentales para los desafíos que enfrenta nuestra sociedad. La VIIC 2018 es la tercera de una serie de conferencias que sirven como una plataforma vital, mundial, y a largo plazo, en torno a la visión del Papa Francisco de “poner la economía al servicio de los pueblos”. Reunió a líderes de grandes empresas de inversión, sociales, de asesoramiento de inversiones, fundaciones gubernamentales... con esta conferencia consiguieron mover más dinero hacia la inversión de impacto, perfilando las oportunidades e iniciativas de inversión en todas las clases de activos (por ejemplo, deuda o capital social). Generó un debate dinámico y un impulso de personas y organizaciones que prometieron casi 1000 millones de dólares en inversiones que se recaudarían en los próximos años (Catholic Relief Services, 2018).

Estudios demuestran que las personas aceptan y confían en mensajes más fácilmente cuando son expuestos por personas con creencias similares (Moser, 2010). Por esto, la

Iglesia Católica es un referente importante en cuanto a las maneras correctas de actuar para asegurar un crecimiento justo y sostenible.

Las señales económicas, como incentivos fiscales, tienden a ser demasiado débiles para penetrar en diversas poblaciones. Un liderazgo fuerte, un mensaje uniforme y constante, la priorización pública de la política de sostenibilidad, la coherencia generalizada y visible entre palabras y hechos, normas sociales consistentes y una narrativa que presente la importancia de la sostenibilidad como fuente de una identidad socialmente deseable son ejemplos de señales que pueden inculcar en la población la necesidad de un cambio de comportamiento y de política (Moser, 2010).

4. Reflexiones y aportación en torno a la inversión sostenible desde el punto de vista *Nudge*

Las evidencias del crecimiento de ESG son innegables. Desde los inversores institucionales hasta los fondos de inversión alternativa, a los pequeños inversores están adoptando o planean adoptar ESG en su estrategia de inversión. Las empresas son cada vez más conscientes de la importancia de ser sostenibles, de cumplir con un buen gobierno, y de evitar malas prácticas como la corrupción o la contaminación. Los incentivos para este movimiento vienen fuertemente relacionados con la influencia de la sociedad. Aunque los principales impulsores deben ser los gobiernos y reguladores, responsables de dirigir a los ciudadanos hacia un crecimiento sostenible, todos jugamos un papel fundamental en el cumplimiento de estos objetivos.

A continuación, se proporcionarán diversas ideas, a partir de lo estudiado en este trabajo, sobre cómo pueden intervenir los gobiernos y los sistemas financieros diseñar la arquitectura de las opciones de sus ciudadanos para promover el crecimiento de la sostenibilidad.

Las personas tienden a ser más optimistas y a tener más confianza en sus intuiciones y en la publicidad a la que están expuestos de lo que deberían. Esto genera confusiones y a

menudo desilusiones cuando las cosas no van como planean, sobre todo cuando las empresas no juegan en su favor. Para este problema se propone la creación de un sistema de *Rating* estandarizado que mida y exponga con claridad el comportamiento de las empresas en cuanto a criterios de ESG. Esto debe poder evitar el problema de *Greenwashing* que hemos destacado.

En cuanto a las influencias de los medios publicitarios que influyen en el tipo de activos que eligen los inversores, está claro que estos últimos deben cuestionarse si la información recibida es correcta. Esto es difícil de conseguir, pero desde las empresas y en los distintos fondos puede educarse sobre los riesgos a los que se enfrentan. Los mensajes efectivos crean o aprovechan modelos mentales que ayudan a la gente a encontrarle sentido al problema y el mismo tiempo los dirigen hacia la respuesta conductual apropiada. Los modelos mentales son construcciones cognitivas simplificadas de cómo funciona el mundo, y deben poder utilizarse para ayudar a superar los desafíos de la comunicación de los riesgos derivados de ESG (Moser, 2010).

El hecho de la inmaterialidad e invisibilidad de algunos riesgos, como el cambio climático, plantean desafíos cognitivos, psicológicos y políticos para el compromiso sostenido del público y de los responsables políticos (Moser, 2010). Una opción para contrarrestar el falso optimismo al que tienden los inversores sería recordarles de los riesgos potenciales a los que se pueden enfrentar, desde los distintos agentes financieros y reguladores. Por ejemplo, recordando eventos recientes y caídas en bolsa de algunas empresas por escándalos de malas prácticas empresariales, corrupción, o prácticas perjudiciales para el medio ambiente. Las causas y los impactos invisibles, deben hacerse más materiales. Pero estos mensajes deben ir acompañados de información que permita al público traducir este temor a los riesgos en medidas que les permitan protegerse contra ellos. De esta manera no se está limitando en ningún caso su libertad de elección, pero sí puede aumentar en cierta medida su preocupación por riesgos reales, y la desinversión en empresas consideradas nocivas.

Para una correcta transmisión de estos mensajes debe tenerse en cuenta, fundamentalmente, quién es el público objetivo, (inversores institucionales, sectores socioeconómicos particulares, poblaciones específicas..), de qué manera se enmarca la cuestión (cómo se diseña esa “arquitectura de las opciones”) y quiénes son las personas que transmiten el mensaje (variará en su contenido si se trata de gestores de carteras,

políticos o empresarios) (Moser, 2010). Estas medidas facilitarán la integración de ESG en el proceso de inversión, mediante una mayor adaptación al sistema cognitivo de las personas. (Recordemos que *Nudge* debe facilitar el proceso de toma de decisiones, y para ello se debe poder llegar al Sistema 1, que percibe más fácilmente la información).

Una manera en la que los fondos y asesores pueden incrementar la elección de los clientes de inversiones orientadas a ESG es ofreciéndoles directamente diversas opciones al inicio: En vez de preguntar: ¿Está usted interesado en invertir en ESG? Muchos seguramente no sepan ni lo que significa esa palabra. Podrán decir, en cambio: “Si está interesado en invertir en sostenibilidad, tenemos diversas opciones para usted”. De la misma manera, si nos guiamos por la teoría *Prime* expuesta en el capítulo 3.7., desde las gestoras se podría preguntar más por las intenciones de los inversores en torno a la sostenibilidad; asumiendo que este principio se cumple, sería una manera directa de incidir a la inversión en ESG sin coaccionar sus decisiones. Dependiendo del perfil del inversor, se ajustarán a las opciones de inversión que sean mejores para él. Al presentar la información de manera clara, fácil y accesible, accediendo a su “Sistema 1”, serán más propensos a interesarse por estas inversiones. Realmente los clientes no están obligados a elegir ninguna, pero tienen la opción.

La opción por defecto, descrita en el capítulo 3.6, tiene claras evidencias en torno a su efectividad, como exponen Thaler y Sunstein en *Nudge*. Los individuos tienden a elegir la opción que requiera un menor esfuerzo, la opción por defecto. Podemos asumir, por lo tanto, que la inclusión de opciones estándar con activos de ESG (como bonos verdes, o portfolios en los que se excluyan empresas nocivas) desde las gestoras de carteras, sería una manera efectiva de llevar los criterios ESG a los inversores minoristas e institucionales.

Los inversores comenzarán a dar más peso a ESG cuando se hable de ello en los periódicos, cuando constituya una prioridad para todo el mundo. Los fondos de inversión alternativa incorporarán ESG en su estrategia cuando los inversores institucionales y los pequeños inversores pregunten por estas alternativas. Por la tendencia que tenemos a “ser como los demás”, y “actuar como los demás”, es muy probable que se estandarice la inversión en ESG en los portfolios de inversión, así como los requerimientos de las compañías de reportar sobre sus actividades en ESG.

Pero para que esto ocurra tienen que intervenir reguladores y Gobiernos. Las autoridades deben establecer métricas claras, proveer más información oficial sobre los riesgos que implica la inversión en ESG y sus beneficios. Deben reducir las limitaciones financieras mediante incentivos a las empresas y pequeñas gestoras para que incluyan ESG en su estrategia. Deben aplicar *Nudge* para la sostenibilidad. Así se protegerá a pequeños inversores ante riesgos imprevistos, ante falsa publicidad de las empresas para formar mejores criterios a la hora de invertir. Esto se conseguirá reduciendo progresivamente el *greenwashing* con ratings universales que midan el nivel de cumplimiento con ESG.

Como hemos visto, el sector financiero es un sector clave para el cumplimiento de estos objetivos. La red entre inversores, consumidores y entidades financieras debe estandarizar los criterios sociales, ambientales y de gobernanza en sus inversiones para aumentar el flujo monetario destinado a proyectos “verdes” sociales. De esta manera se reducirá el peso e inversiones destinadas a empresas nocivas y perjudiciales.

Una manera de hacer esto es desde los mercados bursátiles. La bolsa cumple una función esencial en el crecimiento de la economía, canaliza el ahorro hacia la inversión de las empresas, que llevan a cabo el proceso productivo. Los mercados bursátiles tienen diversos requerimientos para que una empresa salga a bolsa y pueda emitir acciones. Deben presentar diversos documentos ante una autoridad y el mercado, tienen asesores legales y agentes financieros que juzgan la veracidad de datos sobre la auditoría, y deben cumplir un compromiso de transparencia e información, así como desarrollar un adecuado gobierno corporativo. Entre estos requerimientos podrían encontrarse parámetros en cuanto a ESG que deban cumplir las empresas para poder salir a bolsa. De esta manera se “filtrarán” aquellas que no los cumplan y por tanto no puedan tener acceso a los mercados de capitales. Las que tengan un mayor peso en el sector corporativo y puedan aumentar su capital mediante la venta de acciones públicas serán las que estén expuestas a un menor riesgo ESG y sean más sostenibles a largo plazo. Esto presenta muchas limitaciones, principalmente por la prevalencia de grandes e influyentes empresas en el mercado, y el *greenwashing* mencionado anteriormente (BME- Bolsas y Mercados Españoles).

La inversión impulsa a la acción. Y cuando la mayoría del capital se asigna a empresas contaminantes, estas siguen creciendo. Si se invirtiera más capital en una economía sostenible, esta idea sería la base del desarrollo (Robecco , 2020).

Diversas instituciones como el CNMV, supervisan y verifican que las empresas de los mercados de valores españoles cumplen los requisitos para salir a bolsa. Supervisan la publicidad que emiten sobre sus operaciones, y exigen información financiera y de los hechos relevantes que han ocurrido en la empresa. Vigilan que cumplen con un buen gobierno corporativo y con buenas prácticas internacionales (BME- Bolsas y Mercados Españoles). A parte de esta información, podrían exigir reportar más información no financiera, en aspectos como la sostenibilidad y la calidad activos intangibles.

No debemos olvidarnos de que el fin último de esto es un crecimiento sostenible; cumplir con los ODS que velan por un mayor bienestar e igualdad social, una actuación más responsable por parte de los gobiernos y la prevención del cambio climático (Robecco , 2020). Con esto protegeremos el medio ambiente, protegeremos a grupos sociales más vulnerables y avanzaremos hacia la formación de una sociedad más justa para las futuras generaciones.

Ya que los riesgos derivados del cambio climático, de problemas sociales o de gobernanza no desaparecen, y requieren un cambio a largo plazo, se necesita un compromiso que perdure en el tiempo. El *feedback* y la mayor información en torno a los resultados de nuestras acciones son fundamentales, para mantener a individuos y actores financieros involucrados.

“Money primes individualism: a reluctance to be involved with others, to depend on others, or to accept demands from others. Living in a culture that surrounds us with reminders of money may shape our behavior and attitudes in ways that we don’t know about” (Kahneman, 2011).

5. Conclusión

La inversión en sostenibilidad, en criterios medioambientales, sociales y de gobernanza está creciendo rápidamente. Cada vez es más amplio el abanico de posibilidades de inversión en ESG, desde el *negative screening*, hasta la inversión de impacto con bonos verdes o sociales. Con los inversores institucionales impulsando el lado de la demanda, los fondos de inversión alternativa y otros agentes financieros reconocen cada vez más los beneficios y necesidad de invertir en ESG. Los motivos que llevan a integrar criterios de ESG en las inversiones varían, desde el deseo de protegerse contra riesgos que el mercado es lento a la hora de preciar, a la presión que tenemos los individuos para hacer lo que hacen los demás, conocida como la presión de grupo.

Hay un fuerte componente social que indica que las personas somos fuertemente influenciables. Los políticos, e instituciones públicas deben velar por el bienestar de los ciudadanos y protegerles contra riesgos adversos. También tienen el poder de diseñar el contexto en el que tomamos una decisión y por tanto influir en ella. Esto puede jugar en nuestro favor, cuando las influencias que recibimos son positivas, nos ayudan a protegernos contra las pérdidas, o en nuestra contra, cuando no velan por nuestro bienestar.

Nudge es una herramienta poderosa para llevar nuestras acciones en una dirección u otra, y puede tomar diversas formas; desde el uso de sentimientos de familiaridad que incidan en nuestro sistema automático del cerebro, al diseño de opciones por defecto en los portfolios de inversión. Son efectivos en contextos en los que la toma de decisiones puede ser complicada. Para sobrellevar las limitaciones que frenan el avance de la inversión socialmente responsable, en las que predomina la incertidumbre y la falta de información, se puede concluir que *Nudge*, con las herramientas de opción por defecto, maximización de las opciones, *priming*, y guiándose de las teorías expuestas del “efecto manada”, *availability cascade* y la facilidad cognitiva, es un motor de influencia social que puede ser usado por reguladores y agentes financieros para impulsar la inversión en ESG.

Bibliografía

Afi, Allianz Global Investors. (2019). *Sostenibilidad y Gestión de Activos: Guía práctica*.

Andrew Farlow. (2004). *The UK Housing Market: Bubbles and Buyers*. Obtenido de Credit Suisse: <https://andrewfarlow.com/part2ukhousing.pdf>

Bank of England. (2019). *Speech- Remarks given during the UN Secretary General's Climate Action Summit 2019*. Obtenido de www.bankofengland.co.uk/news/speeches

BBC News. (27 de Julio de 2018). *BBC News- Mundo*. Obtenido de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-44976492>

BME- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.). *Bolsa de Madrid*. Obtenido de www.bolsamadrid.es

Catholic Relief Services. (2018). *Third Vatican Conference on Impact Investing. Scaling Investment in Service of Integral Human Development*. Obtenido de <https://www.viiconference.org/>

Climate Bonds Initiative. (2017). *Climate Bonds Standard*. Obtenido de https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017%281%29.pdf

Comisión Europea. (2018). *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*. Obtenido de <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-97-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>

European Banking Authority . (2018). Obtenido de EBA- Financial Innovation and fintech- Sustainable Finance: <https://eba.europa.eu/financial-innovation-and-fintech/sustainable-finance>

European Banking Authority. (2019). *EBA Action Plan on Sustainable Finance*.

Eurosif. (2018). *European SRI Study*. Obtenido de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

Global Sustainable Investment Alliance. (2018). *2018 Global Sustainable Investment Review*.

Intangible Asset Market Study. (2017). *Ocean Tomo*. Obtenido de <https://www.oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/>

Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Penguin Books.

KPMG, Aima. (2020). *Sustainable Investing: Fast-forwarding its evolution*.

Kreditanstalt für Wiederaufbau. (2020). *Green Bonds- Made by KfW*. Obtenido de <https://www.kfw.de/PDF/Investor-Relations/Pdf-Dokumente-Investor-Relations/KfW-Green-Bond-Presentation.pdf>

MDPI. (2019). *Greenwash and Green Purchase Intention: The Mediating Role of Green Skepticism*. Obtenido de www.mdpi.com

Moser, S. C. (2010). *Communicating climate change: history, challenges, process and future decisions*. John Wiley & Sons, Ltd. WIREs Climate Change. Obtenido de [Communicating climate change: history, challenges, process and future decisions:](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/wcc.121)

https://climateaccess.org/system/files/Moser_Communicating%20Climate%20Change.pdf

Pacto Mundial de las Naciones Unidas. (s.f.). Obtenido de

<https://www.pactomundial.org/2020/03/los-efectos-de-la-crisis-climatica-sobre-los-derechos-humanos/>

Robecco . (2020). *SIX. Sustainable Investing Expertise*.

Robert B. Cialdini, P. (1984). *Influence- The Psychology of Persuasion*. Harper.

Sunstein, R. H. (2008). *Nudge - Improving decisions about health, wealth and happiness*.

Penguin Books.

UN Global Compact. (2000). *United Nations Global Compact*. Obtenido de

<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>

UN Sustainable Stock Exchanges Initiative. (s.f.). *SSE Model Guidance on Reporting ASG*

Information to Investors. Obtenido de [https://sseinitiative.org/wp-](https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2015/09/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf)

[content/uploads/2015/09/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf](https://sseinitiative.org/wp-content/uploads/2015/09/SSE-Model-Guidance-on-Reporting-ESG.pdf)

United States Environmental Protection Agency (EPA). (s.f.). *Toxic Release Inventory*. Obtenido

de <https://www.epa.gov/toxics-release-inventory-tri-program>

