



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

INVERSIONES ESG COMO PALANCA PARA LA ECONOMÍA REAL

Autor: Marta Rodríguez Pérez
Director: Carmen Fullana Belda

Madrid
Junio de 2021

Marta
Rodríguez
Pérez

INVERSIONES ESG COMO PALANCA PARA LA ECONOMÍA REAL



ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN.....	5
PALABRAS CLAVE	5
ABSTRACT	6
KEY WORDS.....	6
ACRÓNIMOS	7
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS.....	8
1. INTRODUCCIÓN.....	9
1.1. <i>Motivación del trabajo</i>	9
1.2. <i>Objetivos</i>	9
1.3. <i>Metodología</i>	10
2. MARCO TEÓRICO Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA	12
2.1. <i>Los Principios para la Inversión Responsable</i>	13
2.2. <i>La inversión ESG a día de hoy</i>	13
3. CRITERIOS ESG.....	16
3.1. <i>Factor medioambiental: “Environmental” (E)</i>	16
3.2. <i>Factor social: “Social” (S)</i>	16
3.3. <i>Factor de gobernanza corporativa: “Governance” (G)</i>	17
4. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN: MODALIDADES DE ESG	18
4.1. <i>Integración</i>	18
4.2. <i>Exclusión</i>	19
4.3. <i>Best-in-class</i>	20
4.4. <i>Inversión de impacto</i>	21
4.5. <i>Engagement and voting</i>	22
5. COMPORTAMIENTO DEL INVERSOR	24
5.1. <i>Rendimiento financiero</i>	24
5.2. <i>Impacto social</i>	27
5.3. <i>Riesgos de la inversión ESG</i>	28
5.4. <i>Sectores: riesgos y oportunidades</i>	29
6. RETOS.....	33
6.1. <i>Pautas de elegibilidad</i>	33
6.2. <i>Greenwashing</i>	35

6.3.	<i>Medición de desempeño de los ESG</i>	36
6.4.	<i>Políticas sectoriales</i>	40
7.	CONCLUSIONES	41
8.	BIBLIOGRAFÍA	44
9.	ANEXOS	47
	<i>Anexo 1: Inversión particular vs inversión institucional</i>	47
	<i>Anexo 2: Consideración de diferentes factores en las decisiones de inversión</i>	47
	<i>Anexo 3: Evolución de la estrategia de integración</i>	48
	<i>Anexo 4: Motivadores para realizar inversiones responsables</i>	48
	<i>Anexo 5: Demandas clave a los gestores de fondos de inversiones de impacto</i>	49
	<i>Anexo 6: Cronograma de desarrollos legislativos vinculados al Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles</i>	49
	<i>Anexo 7: Desafíos de la inversión sostenible en el corto plazo</i>	50
	<i>Anexo 8: Progreso en los indicadores de mercado ESG</i>	50
	<i>Anexo 9: Razones por las que los criterios ESG no se incluyen completamente en las evaluaciones de competidores, proveedores y/o proyectos de capital</i>	50
	<i>Anexo 10: Tipos de servicio de verificación</i>	51

RESUMEN

Mientras la tradicional visión asociada a las inversiones financieras parece estar difuminándose, la interconexión entre salud económica y medio ambiente parece estar ganando terreno desde las últimas décadas gracias a una serie de inversores responsables que han ido creando tanto mercado como consciencia en la sociedad económica.

La correcta gestión y mitigación de los riesgos, ya no solo actuales, si no futuros, constituye sin duda una de las mayores necesidades tanto desde el punto de vista social como financiero. Por ello, y dado el relevante peso que el sector financiero juega en la lucha contra obstáculos transnacionales como es el cambio climático o la lucha por la igualdad social, dicho sector juega un papel crucial como canalizador de las inversiones necesarias para la transformación económica y en muchos casos social.

El giro hacia una economía verde ya está aquí, por lo que, partiendo del valor adicional que la inversión en ciertos activos puede aportar, cabe preguntarse el porqué de esta evolución en la mentalidad del inversor y el empresario hacia inversiones centradas en valores sociales, medioambientales y de buena gobernanza (ESG).

A pesar de los todavía necesarios avances en la materia, principalmente en la medición y la fijación de criterios *standard* ESG, este fenómeno de “*Doing Good and Doing Well*” nos plantea cuestiones como el motivo detrás de la introducción de los grandes retos del siglo XXI en las decisiones de inversión. ¿Se da dicha introducción debido al aumento de concienciación social o el contagio empresarial de este tipo de prácticas se asocia a beneficios puramente económicos y reputacionales?

PALABRAS CLAVE

Criterios ESG, inversión sostenible, comportamiento del inversor, greenwashing

ABSTRACT

While the traditional vision associated with financial investments seems to be fading, the interconnection between environment and economic health seems to be gaining ground in the past decades due to a series of responsible investors who have been creating both a market and consciousness in economic society.

The correct management and mitigation of present and future risks is undoubtedly one of the greatest needs from both a social and financial point of view. Based on this idea and given the relevant weight of the financial sector in the fight against transnational obstacles, such as climate change or the fight for social equality, the former plays a crucial role as a channel for the investments needed for an economic and social transformation.

The shift towards a green economy is already here, so, based on the additional value that investing in certain assets can bring, a wondering arises questioning "*the why*" behind this evolution in companies and investor's mentality towards investments focused on social, environmental, and good governance (ESG) values.

Despite the still needed advances in the field, mainly related to the measurement and establishment of standard ESG criteria, the phenomenon of "*Doing Good and Doing Well*" raises questions such as the reason behind the introduction of the great challenges of the 21st century in investment decisions. Is this introduction due to the increase in social awareness or do business get into this type of practices due to purely economic and reputational benefits?

KEY WORDS

ESG criteria, sustainable investment, investor behavior, greenwashing

ACRÓNIMOS

CAGR: Tasa de Crecimiento Anual Compuesta

ESG: Environmental, Social, Governance

ETF: *exchanged-traded fund* o fondo cotizado

Eurosif: European Sustainable Investment Forum

GIIN: Global Impact Investing Network

GS: Goldman Sachs

ISR: Inversión socialmente responsable

NGFS: Network for Greening the Financial System

ODS: Objetivos de desarrollo sostenible

ONU: Organización de las Naciones Unidas

SFDR: Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles

UE: Unión Europea

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

<i>Gráfica 1: Evolución de activos globales de ESG</i>	14
<i>Gráfica 2: Principales criterios de exclusión</i>	19
<i>Gráfica 3: Inversiones de impacto en Europa</i>	21
<i>Gráfica 4: Crecimiento por estrategias</i>	22
<i>Gráfica 5: Expectativas vs rendimiento</i>	26
<i>Gráfica 6: Razones principales de inversión en ESG</i>	26
<i>Gráfica 7: Cribado negativo en la industria del tabaco</i>	31
<i>Gráfica 8: Métricas de referencia preferidas</i>	38

<i>Tabla 1: Sectores de riesgo operacional y reputacional</i>	30
<i>Tabla 2: Oportunidades operativas y de producto por sectores</i>	31

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Motivación del trabajo

El giro que se está dando, a día de hoy, hacia una economía más verde es innegable, y es que el “*Doing Well by Doing Good*” está marcando la estrategia empresarial de cada vez más compañías. La figura de la empresa como organismo de contribución al desarrollo del bien social ya está aquí.

En un mundo marcado por una velocidad de cambio nunca vista y una concienciación social y medioambiental creciente, la supremacía de los rendimientos a costa de externalidades negativas insostenibles no tiene cabida. Los ciudadanos e inversores presentan inquietudes sociales cada vez más marcadas, dando un peso nunca imaginado a factores no tradicionales a la hora de invertir. Nos estamos refiriendo a la aplicación de criterios ESG (Environmental, Social, Governance): criterios medioambientales, sociales y criterios de buena gobernanza.

La gestión y mitigación del cambio climático, constituye uno de los mayores riesgos a afrontar en las próximas décadas. “El sector financiero desempeña un papel fundamental en este reto, tanto por su exposición y las consiguientes implicaciones patrimoniales que pueden derivarse de la materialización de este riesgo, como por su labor canalizando las inversiones necesarias para transformar nuestra economía en un modelo sostenible” (Alonso & Marqués, 2019).

Administradores de carteras, empresas y organismos de gran relevancia internacional, como la ONU, han hecho hincapié no solo en la necesidad de evolucionar hacia modelos y estrategias de negocio más sostenibles si no en la relevancia y deber de las compañías de contribuir a un desarrollo social y medioambiental más ético y sostenible.

1.2. Objetivos

En el presente trabajo buscamos profundizar en la trascendencia de las inversiones ESG como impulsor económico, el cual puede crear un efecto “copia” entre empresas que buscan beneficiarse de la implantación de criterios éticos y sostenibles. Nuestra

hipótesis fundamental se basa pues en la idea de que el crecimiento en la implantación de estrategias marcadas por criterios ESG se produce a fin de perseguir fines económicos y no como respuesta a un aumento de la concienciación social y medioambiental.

Para entender correctamente los factores que podrían llevar a incidir en el comportamiento de las empresas e inversores, ahondaremos tanto en las motivaciones como en los posibles obstáculos que este nicho de activos presenta. Para ello, será igualmente fundamental entender tanto las posibles aplicaciones de los criterios ESG como su evolución y previsión a futuro.

1.3. Metodología

A fin de cumplir con los objetivos expuestos en el apartado anterior, la metodología a seguir se basará en la recopilación de información, tanto cuantitativa como cualitativa, de fuentes de referencia en el sector tales como empresas de calificación crediticia, entidades financieras, organismos de relevancia internacional o autores referentes en la materia, entre otros. Consideramos que, en este caso, seguir una metodología deductiva sería lo más apropiado pues nuestra estrategia de razonamiento se basa en el estudio de hechos generales a fin de obtener respuestas más concretas al tema en cuestión.

En primer lugar, y tras indagar en las fuentes bibliográficas inicialmente encontradas, recopilaremos y clasificaremos la información que más se adecúe al tema que buscamos estudiar de acuerdo con su relevancia y los diferentes apartados que conforman este trabajo. La búsqueda inicial se basará en los conceptos más generales que comprenden las inversiones en criterios ESG. A partir de esta, se pretende ahondar en otros temas de interés que contribuyan al desarrollo de los objetivos establecidos, por lo que analizar correctamente la información en esta etapa inicial resulta fundamental.

Tras exponer las características principales de las inversiones basadas en criterios ESG buscaremos profundizar en la situación actual y la perspectiva a futuro de esta, haciendo especial hincapié en los retos y motivaciones que podrían determinar comportamientos de empresas e inversores en este sector.

Para finalizar, incluiremos las conclusiones a las que hemos llegado tras analizar la literatura estudiada.

2. MARCO TEÓRICO Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Si algo está claro, es que el proceso de evolución de lo que hoy en día conocemos como inversión sostenible ha sido astronómico desde que apareció para quedarse a finales de 1960.

Sería ilógico no reconocer que los, ya no tan desconocidos, parámetros sostenibles han venido para quedarse. Y es que, en la actualidad, los llamados criterios ESG parecen ser vitales a la hora de invertir (Banco Santander, 2020). A pesar de que a día de hoy todavía no se ha llegado a un consenso acerca de la definición de inversión sostenible o inversión ESG, de aquí en adelante trabajaremos entendiendo la definición aportada por la ONU, la cual entiende dichos conceptos como una estrategia de inversión que además de los criterios estrictamente económicos considera también los criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza corporativa) (United Nations Global Compact, 2019).

Como ya hemos mencionado, el origen de las inversiones éticas se remonta más de cincuenta años atrás, a la época en la que se libró la Guerra de Vietnam. Este fue el escenario en el cual estudiantes opositores al conflicto bélico que estaba teniendo lugar exigieron que las carteras de inversión de sus universidades dejaran de invertir en empresas militares (FINECT, 2019). Este habría sido el punto de partida en la búsqueda de una inversión ética, una inversión basada en criterios que van más allá de meros datos financieros. Dichas protestas, se extendieron al otro lado del Pacífico, emergiendo también en universidades por todo Estados Unidos.

Tres décadas después, a finales de 1990, la inversión sostenible comenzó a ganar terreno con el desarrollo de la inversión socialmente responsable, buscando captar el interés en las inversiones basadas no solo en criterios económicos, si no también de acuerdo con principios éticos. Esta escalada quedó patente cuando el 1999 se lanza el primer índice mundial que sigue criterios sostenibles, el Dow Jones Sustainability Index. Dicho índice se ha convertido en la actualidad “en el primer indicador mundial de la actuación de las empresas en términos de sostenibilidad” (CaixaBank, 2016).

2.1. Los Principios para la Inversión Responsable

A pesar de reconocer la gran importancia que la creación de este índice bursátil, el verdadero punto de inflexión se da varios años después, en 2006, con la presentación de los Principios para la Inversión Responsable de la ONU (UNPRI). Esta iniciativa surge del interés de una red internacional de inversores que pretende de ayudar a comprender los efectos de la integración de factores sostenibles en las decisiones de inversión (FINECT, 2019). Dichos principios se basan en seis premisas voluntarias que ofrecen una gran variedad de opciones de integración de los criterios ESG en las operaciones de inversión:

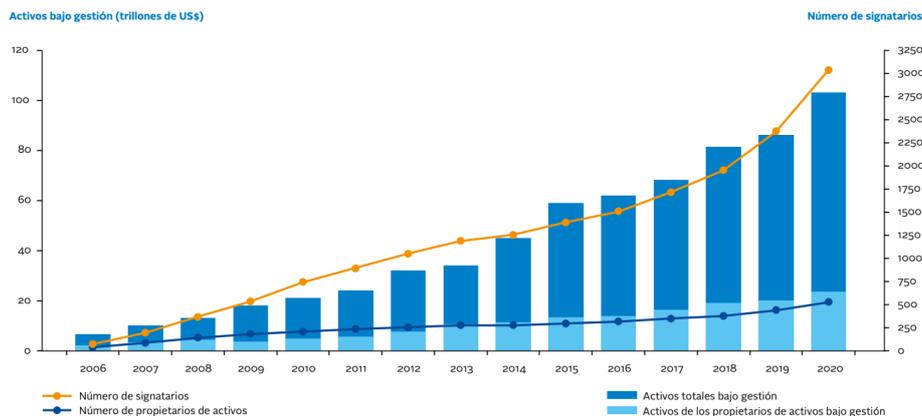
1. Incorporación de criterios ESG en los análisis de inversión y en los procesos de toma de decisiones.
2. Desarrollo y participación en iniciativas sostenibles.
3. Divulgación de los criterios ESG en las entidades en las que se invierte.
4. Promoción de la aceptación e implementación de los Principios en el sector de las inversiones.
5. Trabajo de manera colaborativa para incrementar la efectividad en la aplicación de los Principios.
6. Presentación de informes sobre éstas actividades y su progreso con respecto a la aplicación de los Principios.

La importancia de los UNPRI va más allá de los simples principios expuestos previamente, dicha importancia radica en el ya ineludible respaldo a prácticas de inversión éticas y sostenibles. “El concepto de inversión sostenible o responsable había llegado para quedarse”. (Banco Santander, 2020)

2.2. La inversión ESG a día de hoy

En la actualidad las estrategias globales de ESG han permanecido considerablemente positivas, tal y como se muestra en el siguiente gráfico publicado por las Naciones Unidas en su informe sobre los Principios para la Inversión Responsable de 2019.

Gráfica 1: Evolución de activos globales de ESG



Fuente: United Nations, 2019

Aunque siguen existiendo ciertos prejuicios hacia este tipo de inversiones, bajo la falsa creencia de que empresas con altas “puntuaciones” ESG tienden a producir menores rendimientos para los accionistas, estudios actuales rebaten a investigaciones previas, realizadas en los años noventa, que mostraban bajos rendimientos de la inversión en responsabilidad social. La realidad es que “estudios de períodos más recientes sugieren que las empresas con programas ESG importantes en realidad han superado a sus competidores de varias maneras” (Serafeim, Pinney, & Kotsantonis, 2016).

A pesar de todo lo previamente expuesto, es importante tener claro que, en la actualidad, el impacto de seguir este tipo de criterios socialmente responsables no tiende a ser tan inmediato como cabría esperar de una inversión “más tradicional”.

Las inversiones ESG deben ser concebidas como una disciplina de inversión a largo plazo, de acuerdo con Steve Strongin, Senior Assesor de G&S. Operar hoy en base a problemas de mañana es una de las grandes ventajas con las que juega este tipo de inversiones.

Asimismo, la aparición de los criterios ESG, como factor determinante en la inversión, ha mostrado que las empresas con mejor desempeño tuvieron rendimientos de acciones idiosincrásicos más altos no explicados por factores tradicionales (Tylenda, y otros, 2020). Esto sugiere que, en la actualidad, “la ESG es un factor potencial, no correlacionado con otros factores de entrada bien establecidos” (Tylenda et al., 2020).

Las inversiones sostenibles son un tema “cada vez más candente en la industria de inversión europea” (García & Vicario, 2019), y aunque la inversión en finanzas responsables no es homogénea en todo el mundo (Vernis Domenech, 2020), el crecimiento de este segmento dentro de la industria de gestión de activos está siendo sorprendente.

Así lo demuestran también “políticas adoptadas por Junker, las leyes y consultas sobre inversión sostenible, información no financiera, etc.” (Neri, 2016). La fuerte relación entre las políticas y el crecimiento de inversiones sostenibles nos hace comprender también la gran relevancia que este tipo de inversiones está ganando en el mundo no-financiero.

De acuerdo con Flavia Micilotta, directora general de Eurosif, el aumento de inversiones sostenibles también entre particulares (ver Anexo 1) es un claro síntoma de la receptividad de algunos inversores a entender la importancia de los criterios ESG para sus inversiones.

3. CRITERIOS ESG

Como ya hemos destacado, la inversión sostenible implica tener en cuenta aspectos que van más allá de lo financiero a la hora de invertir, “pero que sin embargo pueden ser determinantes en la valoración de una inversión, no solo en el presente, sino también en el futuro” (Santalucia Asset Management, 2021).

Para que una inversión pueda ser considerada responsable debe de cumplir con unos criterios ambientales, sociales y de gobernanza sobre los cuales profundizaremos a continuación.

Estos criterios, que son como la lista de la compra que se debe llevar a la hora de realizar una inversión responsable y ética, se erigen como indicadores de calidad de las empresas (Banco Santander, 2020) y, a día de hoy, reflejan en gran medida la responsabilidad de la empresa con la sociedad.

3.1. Factor medioambiental: “*Environmental*” (E)

Las decisiones de inversión tomadas en base a factores ambientales se basan en la medida en la que las actividades de la empresa en cuestión afectan positiva o negativamente al medio ambiente. La toma de decisiones en base a factores ambientales se basa en informes medioambientales y de impacto, así como en los esfuerzos de la propia compañía en reducir sus niveles de contaminación o emisión de carbono. Abarcaría, por ejemplo, la gestión de residuos, las emisiones de gases de efecto invernadero, el manejo del agua y el uso de otros recursos ambientales o de eficiencia energética, entre otros (García & Vicario, 2019).

3.2. Factor social: “*Social*” (S)

El factor social se relaciona con cuestiones que repercuten a la comunidad. Asimismo, también se refieren a la mentalidad en el lugar de trabajo en términos de administración, diversidad o derechos humanos, por ejemplo.

Este factor impacta especialmente en el comportamiento del inversor, de acuerdo con un estudio empírico publicado en 2015 en la revista académica *Journal of Banking & Finance* (Dungey & Gajurel , 2015). En dicho estudio se presentó la especial consideración de los clientes por este factor, quienes parecían valorarla por encima de la rentabilidad financiera en algunos casos.

3.3. Factor de gobernanza corporativa: “Governance” (G)

Finalmente, el criterio de gobernanza alude al gobierno corporativo de la propia empresa. Se relaciona específicamente con los accionistas y la administración de las compañías abarcando temas como remuneraciones, transparencia o la estructura de los consejos administrativos.

Los factores de gobernanza corporativa se han convertido en los factores más tenidos en cuenta por lo inversores (ver Anexo 2) en comparación con factores sociales y medioambientales.

4. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN: MODALIDADES DE ESG

La inversión ESG puede manifestarse de diversas formas. Su aplicabilidad depende, en su mayoría, de las preferencias del inversor y en la industria en la que se pretenda invertir, pues en muchos casos, la información disponible en ciertos sectores es más reducida.

De manera que, “por su propia naturaleza, estas estrategias dependen en gran medida de los datos ESG” (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019). De igual manera, su implementación debe llevarse a cabo como una estrategia distinta, sujeta a su propia revisión dado que la asignación de los recursos está sujeta a su propia naturaleza largoplacista (Goldman Sachs, 2020).

Dado que no todas las inversiones sostenibles son iguales, podemos diferenciar hasta siete estrategias diferentes reconocidas por Eurosif: integración, exclusión, best-in-class, inversión de impacto, engagement and voting, inversiones centradas en temáticas sostenibles y el cribado basado en normas. Aunque los siete han experimentado un crecimiento constante en los últimos años, existen diferencias significativas entre los mismos (Neri, 2016).

En el presente trabajo nos centraremos en explicar las cinco primeras estrategias mencionadas pues son las más usuales.

4.1. Integración

La integración de consideraciones ESG en estrategias de inversión ha sido objeto de mucha discusión no solo entre los inversores si no también a nivel de políticas en los últimos años (EUROSIF, 2018). Aunque esta estrategia es una sencilla forma de incorporar criterios sostenibles, la polémica radica en cómo llevar a cabo dicha integración.

Además de requerir de una evaluación continua de criterios subyacentes, este método, basado en la integración de factores ESG “en todo el proceso de selección y

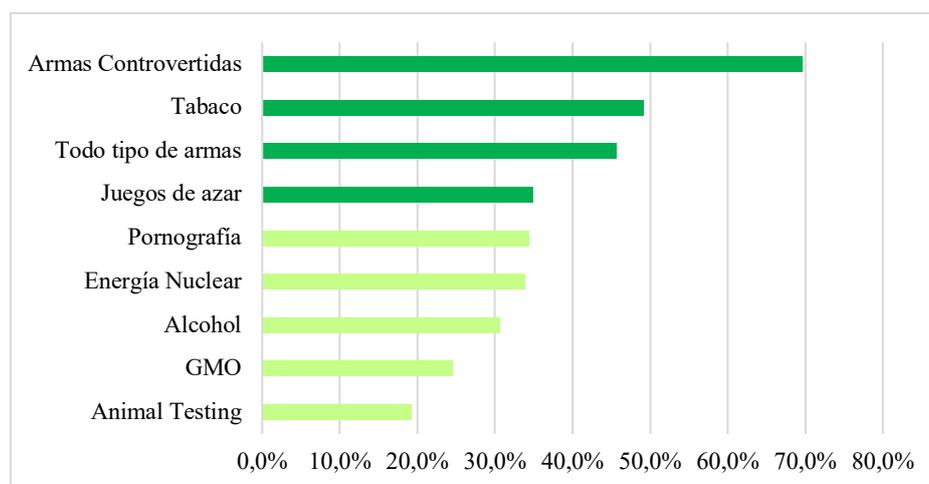
toma de decisiones de inversión en compañías” (ANDBANK, 2019), puede aumentar la asimetría informativa para los inversores, dados sus problemas de medición.

No obstante, la integración, es una de las estrategias de inversión ESG favoritas, y pese a que “sigue siendo difícil descifrar el nivel del impacto final de las inversiones” (EUROSIF, 2018), su tasa de crecimiento continúa siendo extraordinaria (ver Anexo 3).

4.2. Exclusión

Siendo una de las estrategias más clásicas, las exclusiones acaparan la mayor parte del mercado europeo en inversión responsable. Su empleo implica la exclusión de todas aquellas empresas o industrias que entran en conflicto con los ideales éticos y/o sostenibles del inversor, por lo que se trata de un método de selección negativo.

Gráfica 2: Principales criterios de exclusión



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del informe de 2018 de Eurosif sobre las Inversiones Socialmente Responsables en Europa.

Como podemos observar en el gráfico anterior, las principales empresas o industrias tendientes a sufrir exclusiones inversionistas son aquellas relacionadas con las armas, el tabaco y el juego de azar. De igual manera, no es sorpresa el crecimiento de este tipo de estrategia en otros sectores más relacionados con la sostenibilidad medioambiental como el carbón o el petróleo.

Este tipo de cribado a menudo puede ser desafiante ya que “estas consideraciones tienden a ser subjetivas y, a menudo, varían con el tiempo” (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019). Asimismo, los beneficios propios de la diversificación tienden a verse reducidos a raíz de la exclusión de, en ocasiones, sectores enteros.

4.3. Best-in-class

Como su propio nombre indica, esta estrategia de inversión ESG se refiere a las compañías con mejor desempeño dentro de una categoría o sector concreto. Con todo, se está viendo un tipo de inversión encuadrada dentro de este segmento que también está siendo fruto de interés de acuerdo con datos de Eurosif: la estrategia *Best Effort*. *Best Effort* está centrada en inversiones en compañías que, aunque no son líderes en su segmento, tienen el potencial de serlo en un futuro cercano.

Los inversores o empresas interesadas pueden ponderar el desempeño de otras compañías desde diferentes enfoques de acuerdo con la NGFS:

- i. El mejor enfoque del sector: líderes de ESG dentro del mismo sector.
- ii. El enfoque de mejor progreso.
- iii. El mejor enfoque del universo: empresas con mejor desempeño, independientemente del sector.

Esta estrategia, en contraposición con el método de exclusión, no obstaculiza la diversificación sectorial de las carteras. De hecho, “un mejor enfoque en el sector permite mitigar los riesgos ESG” (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019). Por otro lado, las empresas más rezagadas, se ven motivadas a la mejora de su conducta, lo que se suma a un impacto extrafinanciero. (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019).

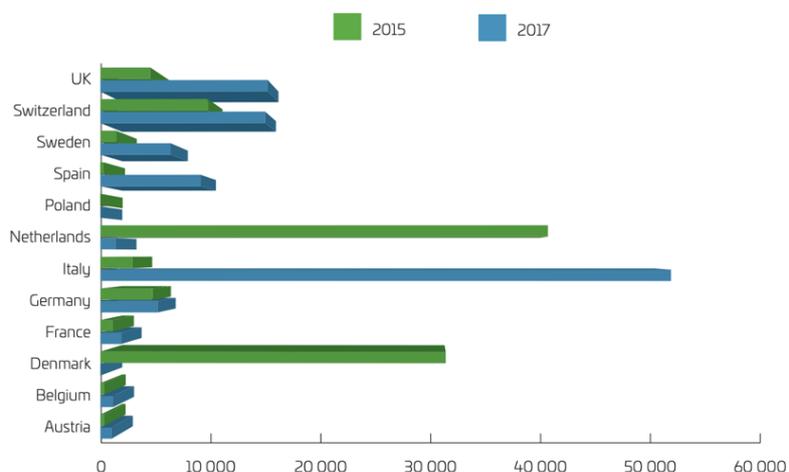
4.4. Inversión de impacto

La intencionalidad del inversor detrás de esta estrategia se basa en un claro propósito, junto al retorno financiero tradicional: generar un impacto social y medioambiental concreto y medible. “El impacto trata de medirse por la contribución que tienen las compañías en términos de ingresos a la consecución de los diferentes ODS” (ANDBANK, 2019) establecidos por la ONU. Los enfoques de inversión parecen inclinarse hacia el impacto social. De acuerdo con la encuesta anual de inversión de impacto de 2019 realizada por el GIIN, 56% de los encuestados se enfoca tanto en objetivos sociales como ambientales, mientras que el 36% se enfoca sólo en el impacto social y el 7% sólo en el impacto ambiental.

Aunque todavía es una estrategia muy reciente, ha experimentado uno de los impulsos de crecimiento más destacables, pasando de “8.750 millones de euros en 2011 a 20.000 millones de euros en 2013 antes de superar los 98.000 millones de euros en 2015, con un impresionante +385% en solo dos años” (Neri, 2016). En la actualidad, esta estrategia crece a una velocidad más controlada en comparación a los últimos dos años.

En lo referente a su aplicación de acuerdo con criterios geográficos, resulta especialmente destacable el crecimiento de esta estrategia en Italia, Dinamarca y Holanda. Países que gozan de prácticamente el monopolio de este tipo de inversión, tal y como se puede observar en el siguiente gráfico.

Gráfica 3: Inversiones de impacto en Europa



Fuente: EUROSIF, 2018

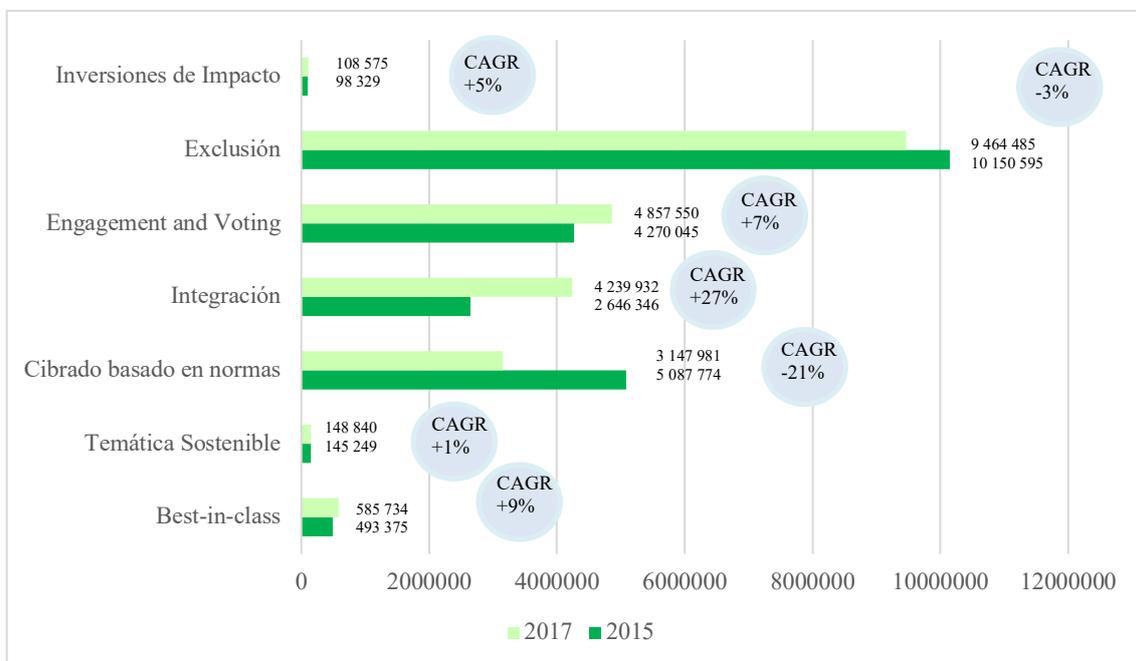
4.5. Engagement and voting

Situándose como una de las estrategias más populares, *engagement and voting* busca incidir en las decisiones de la compañía a través de una participación en la toma de decisiones de la misma. “Los inversores se convierten en guías para las corporaciones” (EUROSIF, 2018), conduciendo hacia implantaciones de modelos de negocio sostenibles.

Se trata de un proceso a largo plazo, que busca influir en el comportamiento o aumentar la divulgación (EUROSIF, 2018) y que requiere de la monitorización del manejo de las empresas en las que se invierte, pues el mero compromiso y votación no son suficientes.

De acuerdo con el Informe sobre la Inversión Socialmente Responsable en 2018 de Eurosif, el crecimiento es consistente en todas las estrategias a nivel europeo. A pesar de esto, como ya hemos subrayado, podemos distinguir algunos líderes claros.

Gráfica 4: Crecimiento por estrategias



Fuente: EUROSIF, 2018

Entre las estrategias preferidas por los inversores, la integración muestra un crecimiento superior al resto (+27%) junto con *best-in-class* (+9%) y *engagement and voting* (+7%).

5. COMPORTAMIENTO DEL INVERSOR

Como ya hemos destacado, la inversión de impacto ha estado creciendo de manera muy significativa a lo largo de los últimos años, y sus previsiones de futuro parecen ser esperanzadoras. La creciente demanda de integración ESG por parte de los inversionistas lleva a que muchos administradores de activos “demuestren una mayor sofisticación y evidencia de competencia en ESG” (Tylenda et al., 2020). Entender los comportamientos y necesidades del ojo público resulta crucial (Strongin, 2020) para la supervivencia de cualquier empresa y por ello, en muchas ocasiones, las adaptaciones de las compañías se dan persiguiendo fines meramente retributivos.

En el presente apartado buscamos indagar en la motivación detrás de las empresas para adaptar su estrategia a los criterios ESG, previamente expuestos, a fin de entender si esta “tendencia” se está dando como resultado de un aumento en la concienciación ética empresarial, o sí, por el contrario, los incentivos económicos resultan ser el motivador primordial tanto para empresas como para inversores.

Tal y como destaca el GIIN, la motivación para mostrar y publicar información no financiera es variada y puede situarse en ambos extremos de la balanza. Por un lado, podemos encontrar motivadores como el cumplimiento normativo, la rentabilidad o el control de riesgos, por ejemplo. Mientras que, por otro, encontramos motivadores como la responsabilidad social corporativa y el compromiso comunitario.

A fin de hallar la motivación principal detrás de las inversiones ESG, dividiremos esta sección en cuatro ideas concretas de estudio: rendimiento financiero, impacto social, riesgos detrás de la inversión ESG, y sectores de riesgo y oportunidad.

5.1. Rendimiento financiero

“La creciente demanda de los clientes por la integración de ESG, una ola de datos desordenados y la incertidumbre sobre hasta qué punto el análisis de ESG puede mejorar las decisiones de inversión” (Tylenda, et al, 2020) ha llevado a dudar sobre las

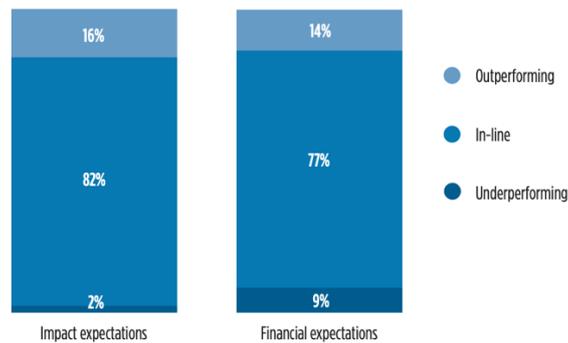
expectativas de rentabilidad de dicho tipo de inversión. Esta mentalidad ha ido cambiando más recientemente dada la ventaja estratégica y financiera que los factores de sostenibilidad podrían tener en el largo plazo, beneficiando tanto a las empresas como a los inversores.

De acuerdo con Deutsche Bank, “un mayor rendimiento de ESG se correlaciona positivamente con la valoración y la rentabilidad, al tiempo que demuestra una correlación negativa con la volatilidad” (Joyce et al., 2020). Más allá de las posibles ventajas largoplacistas, existen numerosas explicaciones para este desempeño más sólido. Entre ellas podemos destacar las siguientes:

- Las empresas con calificaciones ESG más altas "tienden a estar en industrias menos cíclicas” (Joyce et al., 2020) como es el caso del sector tecnológico, por ejemplo.
- Las empresas con mayores rentabilidades disponen de facilidades económicas para la invertir en áreas de significativa importancia en los criterios ESG (Joyce et al., 2020).
- Una mejora en la gestión de los riesgos materiales ESG está directamente relacionada con un aumento de la rentabilidad (Joyce et al., 2020).

Entre los grandes inversores con tasa de mercado, la variedad de motivadores de inversión ESG más importantes se centran de en el atractivo financiero de la inversión. El 85 % de ellos busca rentabilidades a tasa de mercado y, a día de hoy, y de acuerdo con el gráfico presentado a continuación, las expectativas financieras de los inversores parecen estar cumpliéndose satisfactoriamente (Joyce et al., 2020).

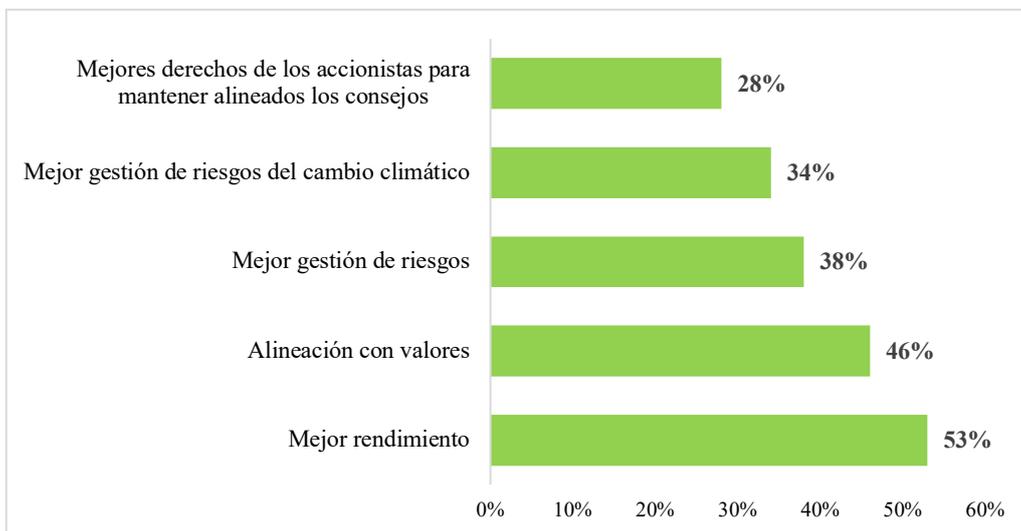
Gráfica 5: Expectativas vs Rendimiento



Fuente: GIIN, 2020

Por primera vez vemos que la mayoría de los inversores entrevistados citan el rendimiento como su principal motivación para invertir en ESG, y cerca del 85% destaca que únicamente invertiría de manera responsable si las rentabilidades obtenidas se igualan o superan a las inversiones tradicionales (Global Impact Investment Network, 2020).

Gráfica 6: Razones principales de inversión en ESG



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Quinta encuesta anual de inversión responsable de Nuveen, 2020

Si bien siguen existiendo reticencias por parte de algunos, este aumento motivacional, refleja un claro incremento de confianza y expectativas financieras hacia este tipo de inversiones. Sin embargo, es destacable también el aumento en más de un 30% de clientes comprometidos con causas sociales y ambientales en sus opciones de

cartera (Nuveen, 2020). La gran mayoría de los asesores (81%) reconoce que a pesar de que sus clientes quieren un desempeño sólido, ha habido un cambio significativo en su percepción del deseo de hacer el bien a través de sus inversiones (Nuveen, 2020). Por lo que no podemos descartar la influencia de motivadores externos a incentivos financieros (ver Anexo 4).

5.2. Impacto social

La practica de la inversión ESG, se basa en ir más allá de inversiones tradicionales, poniendo al frente objetivos sociales o ambientes positivos y medibles.

En esta línea, los Objetivos de Desarrollo Sostenible o el Acuerdo Climático de París parecen ser un motivador significativo a la hora de realizar inversiones de impacto (Global Impact Investment Network, 2020). Los números son claros, y aunque casi un tercio de los inversores encuestados en el último sondeo del GIIN citaron la inversión de impacto como financieramente atractiva en comparación con otras oportunidades de inversión (Global Impact Investment Network, 2020), la motivación detrás de dichas inversiones parece tener una fuerte raíz social (ver Anexo 5).

La inversión de impacto puede llegar a impulsar propósitos más allá de consideraciones económicas. Los encuestados por el GIIN compartieron, en gran medida, la percepción del potencial equilibrador de estas inversiones, impulsando “un mejor equilibrio entre los intereses de los accionistas y los intereses de otras partes interesadas” (Global Impact Investment Network, 2020).

Podemos distinguir dos tipos fundamentales de inversores de acuerdo a los datos recabados de varios informes y encuestas ya mencionados. Por un lado encontramos a los tradicionales administradores de fondos, centrados en la obtención de rentabilidades positivas, y por otro lado encontramos el perfil del inversor de impacto, cuyo propósito se centra en en generar un efecto positivo a través de su inversión. Esto no significa que los rendimientos se dejen de lado, sino que no se prioriza un mayor rendimiento sobre un menor impacto. Los administradores más tradicionales destacan su especial

preocupación por indicadores económicos como el logro de rentabilidad objetivo o los riesgos específicos de inversión ESG, mientras que los inversores de impacto muestran mayor preocupación por el índice de impacto (Global Impact Investment Network, 2020), por lo que podríamos entender que el factor motivacional se sitúa en una fina línea entre lo rentable y lo social.

5.3. Riesgos de la inversión ESG

A la hora de tomar una decisión de inversión, el peso riesgo-beneficio es muy tenido en cuenta. El riesgo de la industria, la volatilidad del flujo de efectivo o los riesgos comerciales, entre otros, son datos de fundamental interés y relevancia a la hora de invertir, por lo que la ausencia o falta de precisión de tales métricas tiene un fuerte impacto en las decisiones de inversión ESG frente a las inversiones tradicionales.

Múltiples compañías de reconocimiento internacional se han dedicado a analizar los posibles riesgos que acarrea este tipo de inversión, pero la falta de una metodología métrica homogénea lleva a procesos de análisis y evaluación basados en factores con pesos relativos muy diferentes y variados.

Más allá de las dificultades de valoración, las cuales discutiremos más adelante, “la inversión sostenible se está utilizando para ayudar a gestionar el riesgo en tiempos de incertidumbre” (Brown, 2020). Una correcta administración empresarial se traduce en una reducción en la propensión a sufrir problemas laborales o sociales que puedan perjudicar a la imagen de la empresa o impactar directamente en las ganancias finales.

De acuerdo con Salim Ramji, director global de iShares: “Las empresas que gestionan mejor los riesgos sostenibles tienden a gestionar mejor (otros) riesgos y tienden a estar mejor gestionadas. Son más rentables y resistentes durante períodos de turbulencia ” (Brown, 2020).

Dada la importancia de una correcta gestión del riesgo, y a falta de mejoras en los indicadores, la gestión del riesgo destaca como una de las razones principales de inversión en ESG (PWC, 2021) (Gráfica 6). Los inversores están viendo ahora de

primera mano lo que ya han demostrado durante años estudios de Morgan Stanley, Nuveen, Naciones Unidas o Deutsche Bank, entre otros: que “la inversión sostenible funciona tan bien, si no mejor, que la inversión convencional” (Brown, 2020).

El Instituto Morgan Stanley para la Inversión Sostenible descubrió que los fondos centrados en factores ESG, resistieron mejor que las carteras no ESG en un año de extrema volatilidad como fue 2020. Dicho estudio analizó más de 3.000 fondos y ETFs en Estados Unidos y encontró que los fondos sostenibles superaron en un rendimiento total medio del 4,3 por ciento a los fondos no sostenibles durante el año 2020 (USSIF, 2021), desmintiendo así el mito sobre la relación directa entre inversiones ESG y elevadas tasas de riesgo.

5.4. Sectores: riesgos y oportunidades

La preferencia de los inversores hacia inversiones ESG implica que algunas industrias, como la del tabaco o el petróleo, estén más expuestas al riesgo de un incremento de las cargas financieras. “Los gastos de capital y seguros también aumentan a medida que aumenta la regulación” (Joyce et al., 2020).

A pesar de que, a día de hoy, no se está experimentando una exclusión de lo que denominaremos industrias “marrones”, un incremento en las inversiones más éticas y sostenibles hace peligrar la evolución de ciertas industrias en favor de otras más alineadas con objetivos de impacto social y medioambiental.

En línea con lo previamente expuesto, a continuación, nos centraremos en abordar aquellos sectores en los que encontramos un mayor riesgo operativo y de producto en base al crecimiento de iniciativas de inversión ESG, de acuerdo con Goldman Sachs:

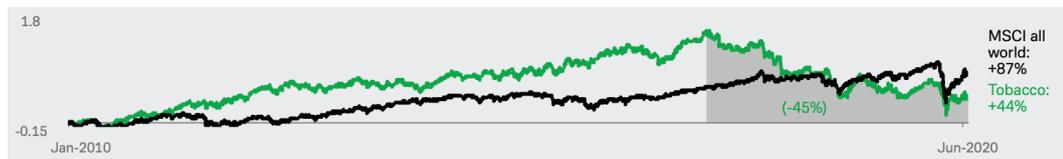
Tabla 1: Sectores de riesgo operacional y reputacional

Sector	Operational risks	# of stocks	Sector	Product risks	# of stocks
Oil & Gas Producers	57.0%	86	Alcohol & Tobacco	53.6%	28
Construction Materials	52.2%	23	Construction Materials	47.8%	23
Mining & Metals	51.2%	43	Mining & Metals	44.2%	43
Steel	39.4%	33	Steel	36.4%	33
Airlines	39.0%	41	Oil & Gas Producers	34.9%	86
Oil Refiners	33.3%	30	Oil & Gas Midstream	33.3%	21
Aerospace & Defense	33.3%	27	Household & Personal Care	32.4%	37
Multi-industry Services	32.0%	25	Food & Beverage	28.8%	104
Hospitality	31.6%	19	Restaurants	26.5%	34
Alcohol & Tobacco	28.6%	28	Aerospace & Defense	25.9%	27

Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, 2020

- Materiales de construcción: los riesgos de esta industria se ven principalmente asociados a la “naturaleza intensiva en energía, recursos y desechos de productos como el cemento” (Tylenda et al., 2020). Se calcula que casi la mitad de las empresas del sector de materiales de construcción presentan riesgos operativos “impulsados por el impacto ambiental (39%), seguido de la ética empresarial (32%) y la gestión inadecuada de recursos (29%)” (Tylenda et al., 2020). Por otro lado, algunas empresas del sector con iniciativas limpias y sostenibles, como la reutilización de residuos, se ven positivamente afectadas.
- Petróleo y gas: el impacto ambiental en las operaciones de las empresas de petróleo y gas fue destacado como la preocupación fundamental (64%) de esta industria, seguido de riesgos en relación con sus procesos de producción (17%), pudiendo estos causar derrames de residuos (Tylenda et al., 2020). La ética empresarial y los derechos humanos fueron inquietudes también relacionadas con el riesgo de la industria.
- Alcohol y tabaco: el impacto en la salud destaca como la preocupación principal en torno a este sector. En la siguiente gráfica podemos observar como el sector del tabaco, ha experimentado una fuerte disminución de sus existencias debido al cribado negativo.

Gráfica 7: Cribado negativo en la industria del tabaco



Fuente: Deutsche Bank, 2020

- Minería y metales: “la minería y los materiales tuvieron el tercer porcentaje más alto de empresas cubiertas con riesgo de producto” (Tylenda et al., 2020) con un 44% de empresas con puntajes negativos en sus productos. Dicha valoración se basa fundamentalmente en el impacto ambiental que la obtención de productos finales conlleva.

Por otro lado, encontramos en la industria del papel y embalaje, los servicios públicos de gas, las aerolíneas y los intercambios de datos financieros, las mejores oportunidades en base a riesgos operativos y de producto:

Tabla 2: Oportunidades operativas y de producto por sectores

Sector	Product		Sector	Operational	
	Oppty	# of stocks		Oppty	# of stocks
Paper & Packaging	55.2%	29	Financial Exchanges & Data	43.8%	16
Utilities - Gas	45.0%	20	Asset Management	36.6%	41
Airlines	43.9%	41	Paper & Packaging	34.5%	29
Utilities - Electric	43.5%	69	Logistics & Shipping	32.7%	55
Utilities - Water	42.9%	7	Oil Services	32.4%	37
Capital Goods	38.4%	172	Healthcare Services	30.6%	36
Asset Management	34.1%	41	Utilities - Gas	30.0%	20
Oil Refiners	33.3%	30	Utilities - Water	28.6%	7
Banks	32.6%	184	Med Tech	28.3%	46
Healthcare Services	30.6%	36	Multi-industry Services	28.0%	25

Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, 2020

- Intercambios financieros y de datos: este sector obtuvo la posición más alta de empresas con puntuaciones positivas (44%). Los resultados obtenidos por Goldman Sachs (GS), reflejados en la tabla anterior, fueron impulsados por las opiniones positivas relacionadas con la atracción y retención de talentos (62%) y la privacidad y seguridad de los datos de los clientes (38%) (Tylenda et al., 2020).

- Gestión de activos: las oportunidades de las empresas de gestión de activos se asemejan bastante a las presentadas por el sector de intercambios financieros y de datos. De acuerdo con GS, las oportunidades de atracción y retención de talento alcanzan un 68% , seguidas por un 32% en medidas de toma de riesgos (Tylenda et al., 2020).
- Papel y embalaje: las principales valoraciones positivas del sector se refirieron tanto a las oportunidades de las cadenas de suministro, como al crecimiento de un enfoque cada vez más sostenible basado fundamentalmente en el reciclaje y la gestión de la energía.
- Aerolíneas: la mayoría de las oportunidades de este sector vienen dadas de la capacidad de un aumento de la eficiencia en combustibles. El 90% de opiniones positivas con respecto a las aerolíneas, vienen determinadas por el potencial de desarrollo sostenible del sector dentro del ámbito de eficiencia energética.
- Servicios públicos de gas: el potencial de transición climática fue determinante en el 45% de los encuestados por GS. Destacando especialmente las empresas que parecen esforzarse en disminuir su dependencia de energías no renovables como el carbón o el diesel.

Como indica Goldman Sachs, mientras los dos primeros sectores (intercambios financieros y de datos y gestión de activos) destacan por su oportunidad operativa, los dos últimos (aerolíneas y servicios públicos de gas) se distinguen especialmente dentro de las oportunidades de producto (Tylenda et al., 2020). Por otro lado, el sector del papel y embalaje parece ser la industria sobresaliente, destacando tanto en oportunidades operativas como de producto.

6. RETOS

Como cualquier producto financiero novedoso, la inversión sostenible aún se enfrenta a numerosos retos debido a su no todavía asentada posición en los mercados. Aunque el crecimiento de este tipo de inversiones haya sido significativo en los últimos años, carencias fundamentales, como el establecimiento de criterios de medición homogéneos y regulados o pautas de elegibilidad claras, siguen suponiendo uno de los mayores retos a afrontar en la actualidad.

Por ello, y a fin identificar los principales desafíos a los que las inversiones sostenibles se enfrentan, en el presente apartado discutiremos cuatro retos destacables: las pautas de legibilidad, los riesgos del *greenwashing*, la medición del desempeño de los ESG y la necesidad de políticas sectoriales.

6.1. Pautas de elegibilidad

A pesar de que los datos ESG disponibles para los inversores han experimentado un significativo crecimiento, duplicándose desde 2017 de acuerdo con datos de Goldman Sachs, su calidad sigue siendo cuestionada (Tylenda et al., 2020).

Si bien el avance en métricas numéricas estandarizadas es una prioridad, tal y como discutiremos más en profundidad en próximos apartados, la base de toda medición requiere de unos criterios de elegibilidad, es decir, de unos estándares mínimos. Éstos son clave para garantizar un correcto análisis financiero y prevenir prácticas nocivas como el *greenwashing*. “El problema de la falta de definiciones es que se obstaculiza a la industria financiera en su conjunto” (EUROSIF, 2018).

Aunque este problema parece tener una simple solución, la dificultad para definir “sostenibilidad” se convierte en una de las principales características de las finanzas sostenibles. Por lo que el desarrollo de una taxonomía requiere de la previa creación de unas pautas de elegibilidad comunes. De esta manera, “el poder legislativo debe ser una palanca fundamental para la consolidación y avance” de este tipo de inversión (Afi & Allianz Global Investors, 2019).

En lo referente a las tendencias normativas, desde un inicio se ha marcado un claro liderazgo de los países anglosajones, a los cuales, posteriormente se uniría la UE (Afi & Allianz Global Investors, 2019).

Desde el punto de vista europeo, encontramos la Agenda de Desarrollo Sostenible 2030 y el Acuerdo de París como acuerdos fundamentales que encabezaron la iniciativa de lucha contra el cambio climático la pasada década. En este mismo periodo, la Comisión Europea anuncia la creación de un grupo de expertos en la materia, cuyo informe académico publicado un par de años más tarde da lugar a la creación del Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles en 2018, centrado en tres objetivos principales:

- “Reorientar sustancialmente los flujos de capital privado hacia inversiones más sostenibles” (Comisión Europea, 2018).
- “Promover la transparencia y el largoplacismo” (Afi & Allianz Global Investors, 2019).
- Incorporar la gestión de riesgos en el seguimiento y la evaluación inversiones sostenibles (Comisión Europea, 2018).

A pesar de que la dirección hacia una taxonomía homogénea ya está tomada, el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles sigue requiriendo de un desarrollo normativo (ver Anexo 6). La proposición de la nueva normativa de la UE empezaría desde una perspectiva ambiental y continuaría con la taxonomía social, ampliándose y actualizándose a lo largo del tiempo (Afi & Allianz Global Investors, 2019). Por lo que, se buscará definir, en un inicio, aquellas actividades que colaboran en la mitigación del cambio climático, clasificándolas bajo un criterio unificado por la UE.

De manera más reciente, el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo del 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros entró en vigor el pasado marzo de 2021, estableciendo un reglamento que afecta “tanto a la organización interna de gran parte de las entidades financieras, como a la información que deben publicar sobre sus productos” (DIRSE, 2021). También conocido como SFDR, este reglamento

presenta un problema fundamental, y es que tampoco proporciona una valoración clara de que ha de considerarse sostenible y que no, de manera que únicamente obliga a las empresas a que ellas mismas lo autodefinan.

Por lo que, en conclusión, la taxonomía actual, más que centrarse en la creación de unas pautas de elegibilidad colectivas, se centra en contribuir a al menos uno de los seis objetivos ambientales establecidos en el reglamento, sin perjudicar significativamente a los cinco restantes (Comisión Europea, 2018). Dichos objetivos se citan a continuación:

1. Mitigación del cambio climático
2. Adaptación al cambio climático
3. Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos
4. Transición hacia una economía circular
5. Prevención y control de la contaminación
6. Protección de los ecosistemas sanos

6.2. *Greenwashing*

Con el auge de los fondos sostenibles, problemas como el *greenwashing* han surgido, “atrayendo gran atención mediática” (Zandbergen-Albers, 2019).

El término *greenwashing* o lavado verde se sitúa, a día de hoy, como uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta el sector de la inversión sostenible (ver Anexo 7). Este “ecoblanqueo” se refiere a las prácticas llevadas a cabo por algunas empresas que presentan productos o propuestas sostenibles cuando la realidad es que no lo son. Este intento de colarnos gato por liebre ha llevado a que múltiples organizaciones hayan reclamado la creación de una normativa que permita identificar las inversiones verdes de las que no lo son (Ojea, 2019).

Dado que la diferenciación entre prácticas o activos sostenibles ha de basarse en el reconocimiento de las mismas como sostenibles, resulta fundamental la creación de unos criterios de elegibilidad básicos, tal y como hemos explicado en el apartado anterior. Además, y tal y como comentaremos en la siguiente sección, la

normativización de la métrica usada resulta igualmente fundamental. Se trata de ser capaz de disponer de información veraz y concreta teniendo en cuenta tanto características de inversión generales (riesgo crediticio, liquidez, etc.) como características más concretas de las inversiones sostenibles, de manera que podamos comprobar que nuestro capital contribuye a objetivos medioambientales, sociales y/o de buena gobernanza. Por lo que “se espera que la regulación establezca cómo hilar fino para detectar las inversiones realmente sostenibles y responsables” (Ojea, 2019).

En noviembre de 2019 el Consejo y el Parlamento Europeo publicaron un reglamento sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector financiero, también conocido como Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR) al que ya hemos hecho referencia. Dicho reglamento “establece normas armonizadas sobre la transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros” (DIRSE, 2021). A pesar de los esfuerzos llevados a cabo, este reglamento por sí solo contradice sus propios términos al no llegar a un acuerdo sobre la taxonomía de lo sostenible, por lo que “el reglamento sin taxonomía está cojo, y es un coladero para los amigos del *greenwashing*” (Schwartz, 2021).

6.3. Medición de desempeño de los ESG

El poder monitorizar cualquier inversión contando con datos de referencia fiables resulta fundamental en todo proceso de inversión. Ya no solo desde el punto de vista del propio inversor, si no también desde el punto de vista de cualquier corporación que haya implementado o tenga pensado implementar estrategias ESG.

Este reto resulta similar al dilema del huevo y la gallina. ¿Qué vino primero el huevo o la gallina? Por lo que, en relación a la cuestión que nos incumbe, nos surge la siguiente pregunta: ¿se requiere de información previa para invertir en criterios ESG o por el contrario necesitamos primero de inversiones sostenibles para poder obtener información fiable? Mientras es cierto que disponer de datos numéricos nos permite obtener mejores referencias sobre los rendimientos y riesgos de nuestra inversión, bien es cierto que el uso de métricas variadas y la publicación de informes y datos

heterogéneos limita y retrasa tanto la inversión sostenible como la implementación de criterios ESG en las estrategias empresariales.

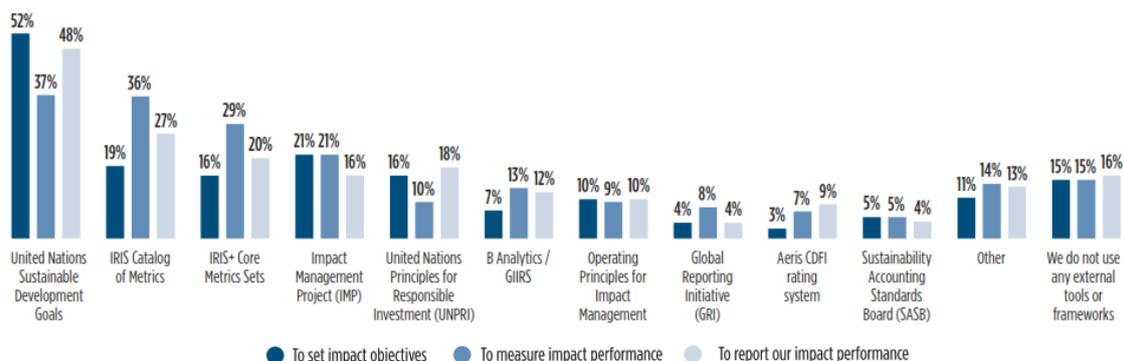
Múltiples iniciativas han surgido en los últimos años a fin de estandarizar la medición y la presentación de datos sobre el impacto de los criterios ESG en el mercado financiero. Habitualmente, los tipos de datos ESG existentes cubren “(i) la participación de los emisores en productos y/o conductas controvertidas (relevantes para la detección negativa), (ii) las exposiciones a riesgos ESG (relevante para la mejor integración de su clase o ESG), y (iii) el impacto en la sociedad (principalmente relevante para la inversión de impacto)” (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019).

En la actualidad nos encontramos con que los inversores usan un conjunto de métricas y marcos diversos para medir, gestionar e informar sobre los impactos extrafinancieros (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, 2019). A pesar de que las prácticas de medición del impacto han evolucionado en los últimos años (ver Anexo 8), reflejando “un cada vez mayor uso estratégico de las mismas” (Global Impact Investment Network, 2020), a día de hoy la carencia de una homogeneidad en los procesos de evaluación del desempeño de las inversiones ESG ha llevado a generar cierto nivel de escepticismo por parte de potenciales inversores (ver Anexo 9).

A pesar de ello, y como ya hemos destacado, la evolución experimentada en este ámbito es relevante, y se ve reflejada por el GIIN en su Encuesta Global Anual, en la que en el transcurso de una década la evolución de las herramientas y marcos de medición parece evolucionar positivamente, pasando del uso de los sistemas propios de medición por parte del 85% de los encuestados, al uso de sistemas externos por parte del 89% de los mismos diez años más tarde (Global Impact Investment Network, 2020).

En la actualidad, y a falta de un sistema regulador de referencia, la métrica más comúnmente usada se observa a continuación:

Gráfica 8: Métricas de referencia preferidas



Fuente: GHIN, 2020

Los objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), el Catálogo IRIS de métricas y sus métricas principales, además de las cinco dimensiones del Impact Management Project, se posicionan como los métodos de medición más usados (Global Impact Investment Network, 2020).

No obstante, la introducción de la sostenibilidad como un factor a tener en cuenta conlleva la aparición de nuevos proveedores de servicios (Alonso & Marqués, 2019) que, indiscutiblemente, intervienen en las decisiones de los inversores, y por ende, de manera indirecta, en el funcionamiento de los mercados. Los servicios de verificación actual pasan desde meras segundas opiniones hasta certificaciones o ratings ejecutados por agentes externos y variados (ver Anexo 10).

La amplia dispersión entre los ratings disponibles en este ámbito evidencia “significativas diferencias en la evaluación de la sostenibilidad” (Alonso & Marqués, 2019), obstaculizando la evaluación de las inversiones sostenibles. Por ello, creemos firmemente que la diferenciación y el rendimiento serán más difíciles de demostrar mediante evaluaciones prefabricadas de terceros (Tylenda et al., 2020).

El papel del regulador europeo resulta pues fundamental “para que el sector financiero pueda incorporar sostenibilidad en su actividad” (UN Global Compact, 2021) basándose en datos robustos y fiables que puedan ayudar a identificar aquellas inversiones que tengan potencial sostenible y financiero para una determinada empresa.

En línea con el papel de la Unión Europea en la materia, cabe destacar “el posible desarrollo de una taxonomía social ligada a la taxonomía verde de la Comisión Europea” (SPAINSIF, 2021), así como la creación de una etiqueta que ayude a diferenciar los productos financieros sostenibles. Dicha iniciativa, también denominada Ecolabel, pretende ayudar “a que las finanzas sostenibles sigan ganando peso y repercutiendo positivamente en los mercados de capitales y en las prácticas empresariales” (SPAINSIF, 2021). Aunque las etiquetas pueden ofrecer una orientación valiosa, en la actualidad sus enfoques presentan notables diferencias, probablemente debido a que los propios enfoques adoptados a la hora de invertir en criterios ESG difieren mucho entre sí (Zandbergen-Albers, 2019). Un claro ejemplo de esta disparidad métrica son las etiquetas belga y francesa. Mientras la primera es mucho más prescriptiva, centrándose básicamente en qué no se puede invertir, la francesa se centra en el enfoque de inversión, el proceso y la transparencia (Zandbergen-Albers, 2019). De manera que, dado el amplio espacio de debate que crean etiquetas tan heterogeneas, urge una homogeneización normativa.

Dada la profundidad de la transformación masiva que el sector financiero está experimentando, la normativa aprobada por la UE tendrá una repercusión internacional muy relevante ya que “prácticamente todas las entidades financieras tienen intereses en cualquier parte del mundo” (Ojea, 2019).

De cualquier manera, el ritmo de avance de iniciativas reguladoras no debería suponer un impedimento a la hora de adoptar criterios sociales, medioambientales o de buena gobernanza en las estrategias empresariales. Por lo que, aunque su medición sea aún un tanto compleja, la incorporación de estos criterios como un factor más de riesgo debe de ser gestionado al igual que otro tipo de riesgos más “tradicionales” (Alonso & Marqués, 2019). Un ejemplo de esto sería la gestión del riesgo operacional. No debemos olvidarnos tampoco de que se trata de inversiones a largo plazo, por lo que “deben evaluarse, como el capital privado, en función de las métricas de rendimiento a largo plazo y la calidad y coherencia del proceso” (Goldman Sachs, 2020).

6.4. Políticas sectoriales

Como ya hemos destacado, hay ciertos sectores que tienden a ser excluidos o evitados a la hora de invertir siguiendo criterios ESG a través de estrategias de exclusión, como, por ejemplo, el tabaco, las armas o ciertos combustibles fósiles. Pero la realidad de estas industrias no es tan simple como parece. Se requiere de contexto y de profundidad en los datos ESG para ser capaces de identificar tanto los riesgos como las oportunidades, pues sectores como el de los combustibles fósiles tradicionales siguen necesitándose y utilizándose ampliamente a pesar de su significativa incidencia sobre el cambio climático (Zandbergen-Albers, 2019). La cuestión a plantearse en esta situación es si “mantener la inversión en estas empresas e interactuar con ellas puede ser mejor para promover su transformación” (Zandbergen-Albers, 2019).

De esta manera la escasa información y la homogeneización normativa afecta enormemente a ciertos sectores, no llegando a aportar información lo suficientemente precisa sobre ciertas industrias, afectando tanto positiva como negativamente a unos y otros.

La diferenciación sectorial resulta crucial para integrar y entender los criterios ESG en el ámbito empresarial. No podemos comparar todos los sectores bajo una misma lupa cuando la velocidad de sus avances, sus tecnologías y sus oportunidades difieren completamente entre sí. De la misma forma, características financieras más tradicionales como el riesgo y la liquidez también varían enormemente dependiendo de la industria en la que nos centremos por lo que las métricas estandarizadas han de ser capaces de adaptarse a las necesidades y características de cada sector.

7. CONCLUSIONES

Tal y como hemos expuesto a lo largo del presente trabajo, queda patente que el concepto tradicionalmente conocido como inversión esta evolucionando. Aunque algunos mercados, como el europeo, van claramente por delante de otros en lo que se refiere a inversiones responsables, los mercados estadounidense y asiático parecen estar cogiendo ritmo. Estamos pasando a tener en cuenta factores que van más allá de lo meramente financiero, incorporando, cada vez más, criterios de carácter medioambiental, social y de buena gobernanza corporativa a la hora de decidir donde invertimos nuestro dinero. Desde luego, queda igualmente manifiesto, que el motivador financiero resulta crucial, pues resulta la motivación fundamental detrás de cualquier decisión de inversión.

Con el fin de presentar activos más atractivos para públicos más diversos, como pueden ser los inversores sostenibles, múltiples empresas han decidido integrar los denominados criterios ESG en sus estrategias empresariales. A pesar de que en las últimas décadas se ha visto que la implementación de este tipo de estrategias parece estar dándose, no solo debido a motivos económicos, si no también a un aumento de la concienciación ciudadana y empresarial, resulta innegable ocultar el nacimiento de prácticas perjudiciales como el *greenwashing*, el cual presenta productos sostenibles cuando no lo son y se alimenta de la falta de una taxonomía homogénea que complemente los reglamentos ya establecidos por la UE. Esto resulta en una falta de credibilidad de las prácticas ESG, afectando negativamente a la expansión de este tipo de inversión.

Resulta evidente que, en la actualidad, y a pesar de haberse experimentado grandes avances en la materia, todavía queda mucho por perfeccionar. La falta de unas pautas de elegibilidad acordadas que permitan discernir claramente que se considera sostenible y que no, además de la falta de una métrica homogénea, dificulta la expansión del mercado sostenible entre aquellos escépticos, que, a pesar de conocer las ventajas que las inversiones ESG ofrecen, siguen mostrándose reticentes ante la falta de referencias numéricas y la ambigüedad normativa. Se trata de reducir el enfoque a lo que más les interesa a los inversores.

Aunque el riesgo parece mitigarse en estas inversiones responsables, muchos siguen desconfiando de la eficiencia de los negocios sostenibles financieramente hablando, en parte, dado a que las inversiones sostenibles han de entenderse como inversiones largoplacistas. Dada la tendencia al alza que el mercado sostenible esta experimentando, cabe esperar que el correcto ajuste de la taxonomía y la regulación haga de las inversiones sostenibles no solo una tendencia, si no un proceso sin retorno.

De igual manera, resulta clave entender que la velocidad de integración de criterios ESG se da de manera desigual dependiendo del sector en el que nos encontremos, por lo que es necesario tener en cuenta que la profundidad y la velocidad de integración de criterios éticos y sostenibles varía de una industria a otra. Esto no implica en todos los casos la necesidad en sí de excluir de aquellas industrias más perjudiciales o con mayor dificultad de adopción de criterios ESG, si no que supone la necesidad de un correcto entendimiento del sector además de datos de referencia fiables y trascendentes.

El presente trabajo ha demostrado la evolución en la motivación tras las inversiones sostenibles, y ha hecho hincapié en los desafíos a los que esta se enfrenta. En línea con el tema tratado y como propuesta de estudio alternativa, sería igualmente interesante haber profundizado más en el espectro riesgo/retorno de las inversiones ESG, pues esta parece ser otra de las grandes preocupaciones de los inversores a día de hoy.

Aunque hemos encontrado respuesta a nuestra hipótesis, esta todavía necesitaría de una mayor base empírica, dado que las conclusiones a las que hemos llegado pueden llegar a resultar un tanto ambiguas. Sería igualmente interesante agregar un punto de vista más psicológico, trabajando bajo un marco teórico diferente como podría ser el de la *behavioral finance school*, pues los comportamientos y motivadores inversionistas se encuentran muy relacionados con los sesgos financieros.

Para finalizar, podemos concluir que, aunque toda acción especulativa se mueve por intereses económicos, la concienciación social parece jugar también un papel cada vez más relevante tanto en la definición de estrategias empresariales como en la toma de decisiones inversionistas, pero si las empresas no son capaces de dar ese paso hacia la

sostenibilidad, la buena gobernanza y la contribución a la sociedad en general, los inversores no apostarán por este tipo de inversiones en sus carteras. Además, la ambigüedad legislativa y taxonómica incita a que se den “ecoblanqueos” perjudiciales para las prácticas financieras éticas y sostenibles, de manera que ciertas empresas buscan lucrarse con los beneficios reputacionales y económicos que la “etiqueta sostenible” proporciona.

8. BIBLIOGRAFÍA

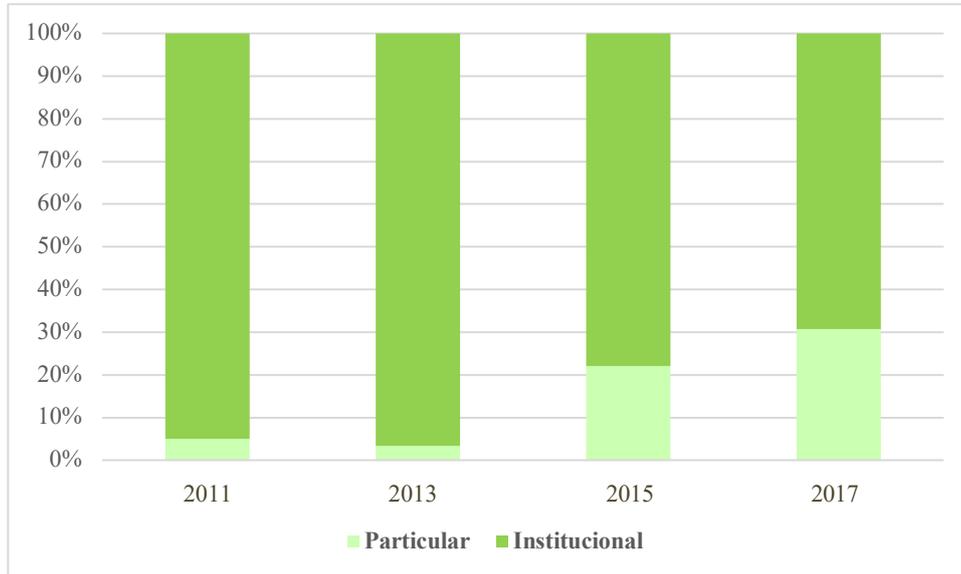
- Afi & Allianz Global Investors. (2019). *Sostenibilidad y Gestión de Activos*. Guía Práctica, Afi & Allianz Global Investors.
- Alonso, A., & Marqués, J. M. (2019). *Innovación financiera para una economía aostenible*. Banco de España, Madrid.
- ANDBANK. (2019). *LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN DE LA ESG*. ANDBANK Observatorio del Inversor, Madrid.
- Banco Santander. (2020). *¿Qué son los criterios ESG y por qué son tan relevantes?* Banco Santander, 2020.
- Brown, J. (28 de Julio de 2020). *4 razones para echar otro vistazo a la inversión sostenible en 2020*. Recuperado el 16 de Marzo de 2021, de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/investor/2020/07/28/4-reasons-to-take-another-look-at-sustainable-investing-in-2020/>
- CaixaBank. (14 de Septiembre de 2016). *DJSI, un índice que mide las buenas prácticas en sostenibilidad*. Recuperado el 17 de Mayo de 2021, de CaixaBank: <https://blog.caixabank.es/blogcaixabank/2016/09/djsi-un-indice-que-mide-las-buenas-practicas-en-sostenibilidad.html#>
- Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System. (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*. Technical document, Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (NGFS), <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs-a-sustainable-and-responsible-investment-guide.pdf> .
- Comisión Europea. (2018). *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles*. Unión Europea, Comisión Europea, Bruselas.
- DIRSE. (17 de Marzo de 2021). *GUERRA AL GREENWASHING EN LAS FINANZAS SOSTENIBLES EUROPEAS*. Recuperado el 17 de Mayo de 2021, de DIRSE: <https://www.dirse.es/guerra-greenwashing-finanzas-sostenibles-europeas/>
- Dungey, M., & Gajurel, D. (Noviembre de 2015). Contagion and banking crisis – International evidence for 2007–2009. *Journal of Banking & Finance*, 60, 271-283. Obtenido de Journal of Banking & Finance.
- EUROSIF. (2018). *EUROPEAN SRI STUDY 2018*. European Sustainable Investment Forum.

- FINECT. (2019). *¿Qué es la inversión con criterios ISR o ESG?* Recuperado el 20 de Marzo de 2021, de FINECT: <https://www.finct.com/grupos/ebn-banco/articulos/que-inversion-criterios-isr-esg>
- García, N., & Vicario, R. (21 de Noviembre de 2019). ¿Qué son los criterios ESG en una inversión socialmente responsable? *El Economista*.
- Goldman Sachs. (7 de Julio de 2020). *Sustainable ESG Investing: Turning Promise into Performance*. Recuperado el 16 de Noviembre de 2020, de Goldman Sachs: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/sustainable-esg-investing.html>
- Global Impact Investment Network. (18 de Junio de 2020). *Annual Impact Investor Survey 2020*. Global Impact Investment Network (GIIN).
- Joyce, T., Orr, H., Taneja, T., Kopp, B., Kendal, S., Kelly, F., . . . Pfannenber, H. (2020). *Essential Market Insights for the C-Suite*. Deutsche Bank.
- Neri, V. (17 de Noviembre de 2016). Inversiones sostenibles, todas las cifras de su éxito. *Lifegate*, <https://www.lifegate.it/investimenti-sostenibili-europa>.
- Nuveen. (2020). *Fifth Annual Responsible Investing Survey*. Recuperado el 16 de Marzo de 2021, de Nuveen: <https://documents.nuveen.com/Documents/Nuveen/Default.aspx?uniqueId=6F1A2627-C8C7-4915-BBDB-C4070968B6A1&subid=4%7C7>
- Ojea, L. (18 de Octubre de 2019). *El sector financiero quiere poner coto al 'greenwashing'*. Recuperado el 17 de Mayo de 2021, de El Periódico de la Energía: <https://elperiodicodelaenergia.com/el-sector-financiero-quiere-poner-coto-al-greenwashing/>
- PWC. (2021). *El capital riesgo ya incorpora los criterios ESG como un factor relevante en sus decisiones de inversión*. Recuperado el 25 de Mayo de 2021, de PWC: <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2021/capital-riesgo-criterios-esg-decisiones-inversion.html>
- Santalucia Asset Management. (2021). *Criterios ESG: ¿qué son?* Recuperado el 15 de Marzo de 2021, de Santalucia Asset Management: <https://www.santaluciaam.es/blog/gestora/criterios-esg-que-son>
- Serafeim, G., Pinney, C., & Kotsantonis, S. (2016 de Julio de 2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Journal of applied corporate finance*.
- SPAINSIF. (9 de Abril de 2021). *Los avances regulatorios impulsan las finanzas sostenibles en el ámbito empresarial*. Recuperado el 7 de Mayo de 2021, de SPAINSIF: <https://www.spainsif.es/avances-regulatorios-impulsan-finanzas-sostenibles-ambito-empresarial/>

- Strongin, S. (13 de Julio de 2020). Sustainable ESG Investing. (G. Sachs, Entrevistador)
- Schwartz, C. (11 de Marzo de 2021). *Finanzas y “green washing”*: ¿Quién lava más verde? Recuperado el 17 de Mayo de 2021, de EU Green Deal News: <https://www.revoprosper.org/2021/04/02/finanzas-y-green-washing-quien-lava-mas-verde/>
- Tylenda, E., Bingham, D. R., Chetwode, S., Tierens, I., Jones, E., & Corbett, B. (2020). *THE PM'S GUIDE TO THE ESG REVOLUTION: Getting to answers amid a downpour of data*. Goldman & Sachs.
- UN Global Compact. (9 de Abril de 2021). *Los avances regulatorios impulsan las finanzas sostenibles en el ámbito empresarial*. Recuperado el 7 de Mayo de 2021, de Pacto Mundial Red Española: <https://www.pactomundial.org/2021/04/los-avances-regulatorios-impulsan-las-finanzas-sostenibles-en-el-ambito-empresarial/>
- United Nations. (2019). *PRINCIPIOS PARA LA INVERSIÓN RESPONSABLE*. United Nations.
- United Nations Global Compact. (2019). *PRINCIPIOS PARA LA INVERSIÓN RESPONSABLE*. United Nations.
- USSIF. (2021). *Desempeño Financiero Con Inversión Sustentable*. Recuperado el 8 de Abril de 2021, de USSIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment: <https://www.ussif.org/performance>
- Vernis Domenech, A. (10 de Noviembre de 2020). Finanzas responsables y criterios ASG. *El País*.
- Zandbergen-Albers, M. (23 de Mayo de 2019). *Inversión sostenible: ¿cómo evitar el “greenwashing”?* Recuperado el 25 de Mayo de 2021, de ROBECO: <https://www.robeco.com/es/vision-del-mercado/2019/05/inversion-sostenible-como-evitar-el-greenwashing.html>

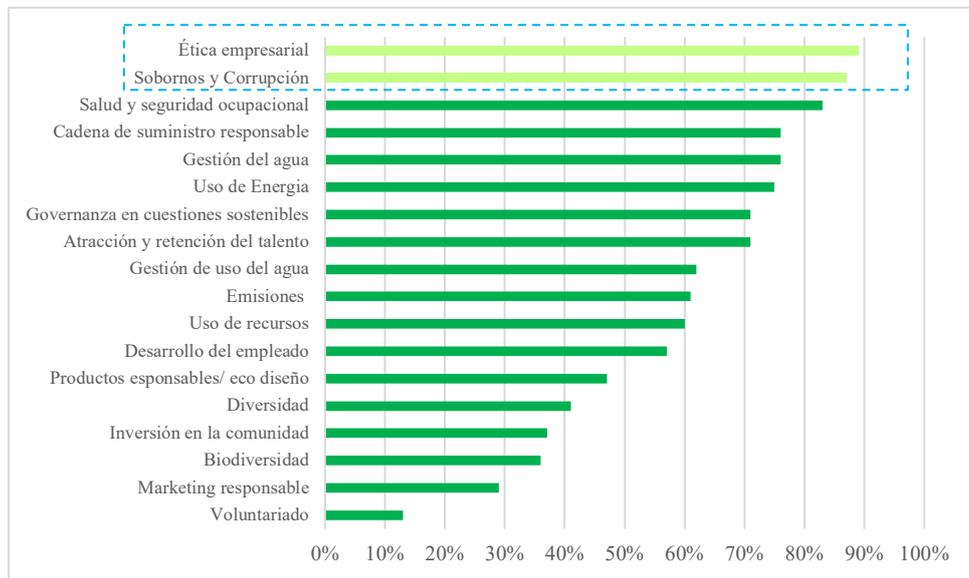
9. ANEXOS

Anexo 1: Inversión particular vs inversión institucional



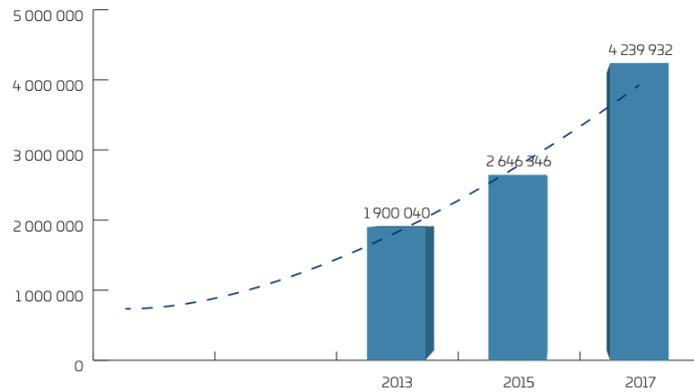
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del informe de 2018 de Eurosif sobre las Inversiones Socialmente Responsables en Europa

Anexo 2: Consideración de diferentes factores en las decisiones de inversión



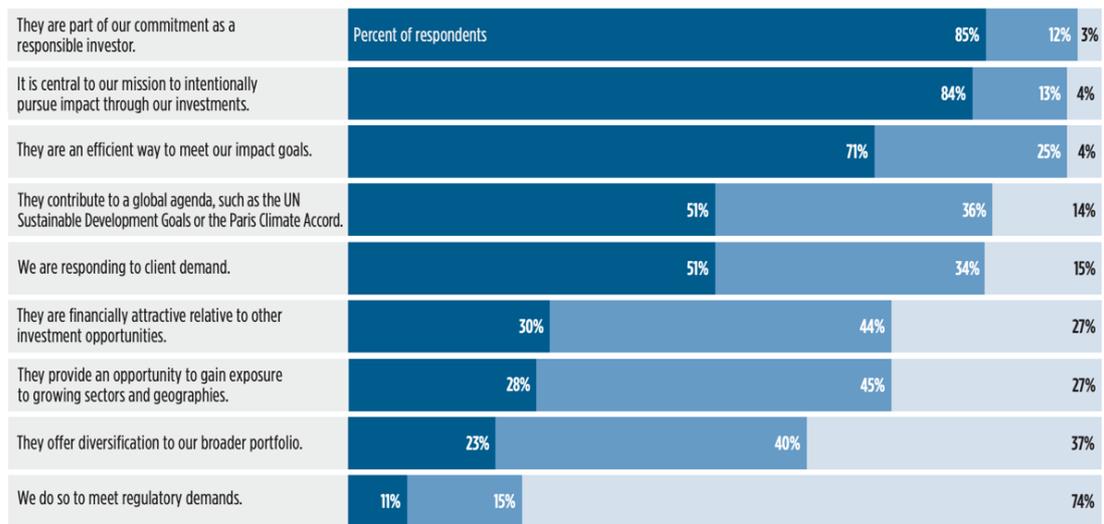
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Deutsche Bank sobre "Essential Market Insights for the C-Suite", 2020

Anexo 3: Evolución de la estrategia de integración



Fuente: EUROSIF, 2018

Anexo 4: Motivadores para realizar inversiones responsables

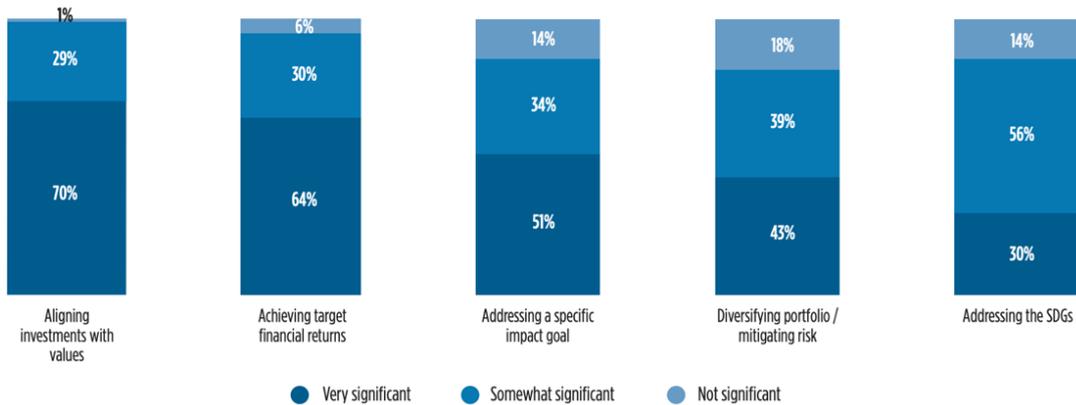


Source: GIIN

● Very important
 ● Somewhat important
 ● Not important

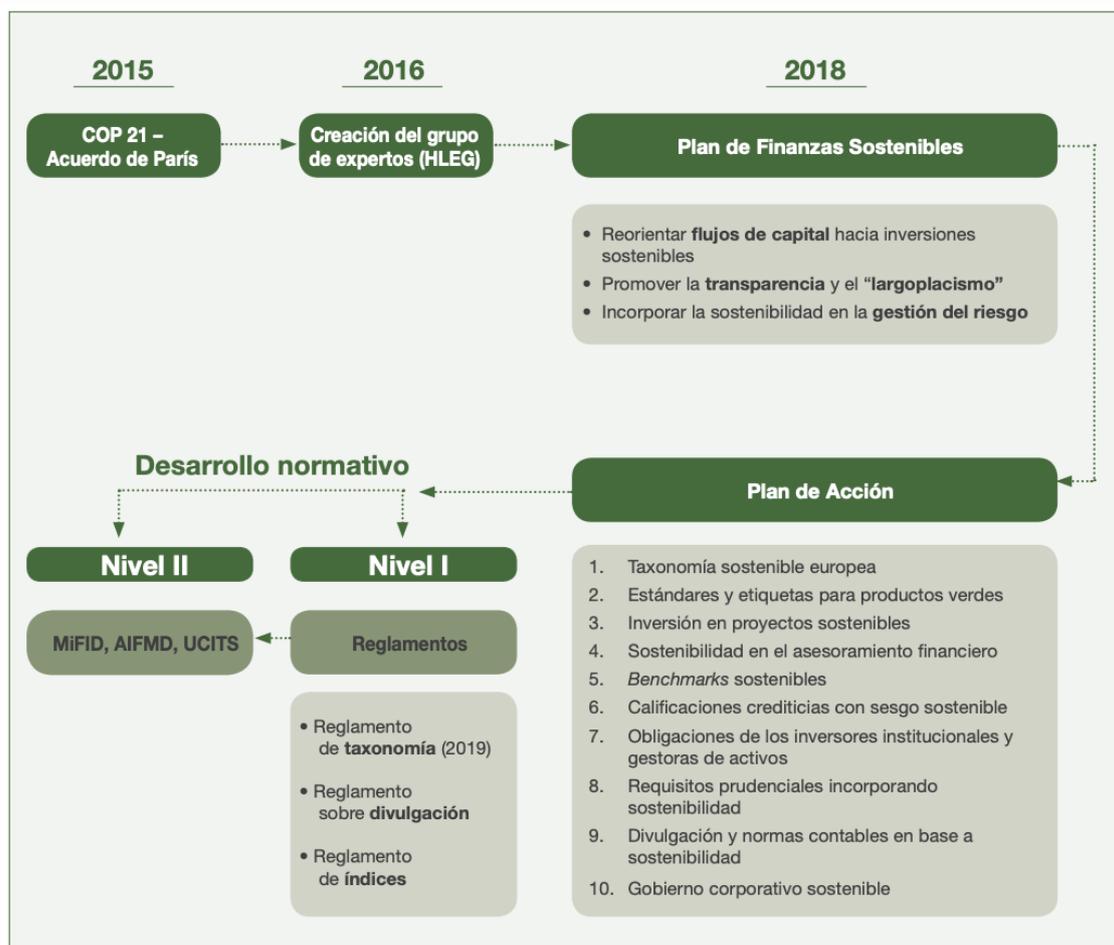
Fuente: GIIN, 2020

Anexo 5: Demandas clave a los gestores de fondos de inversiones de impacto



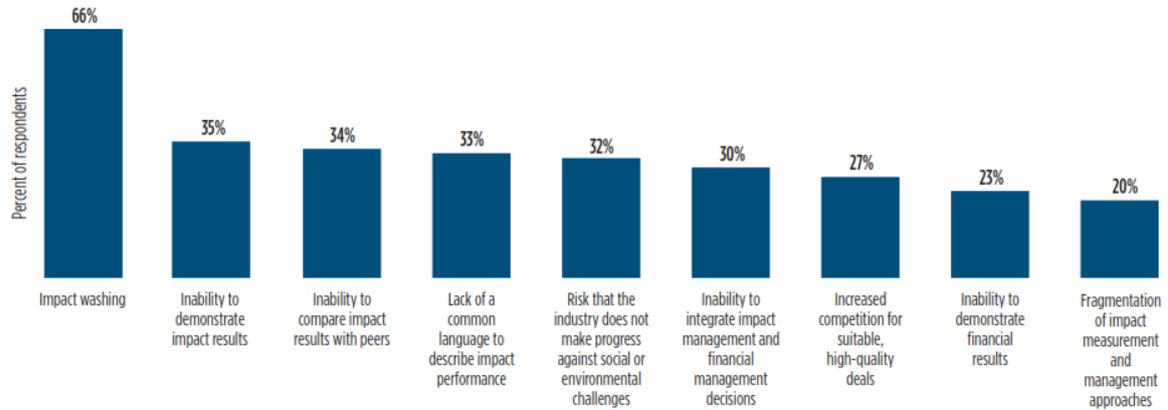
Fuente: GIIN, 20

Anexo 6: Cronograma de desarrollos legislativos vinculados al Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles.



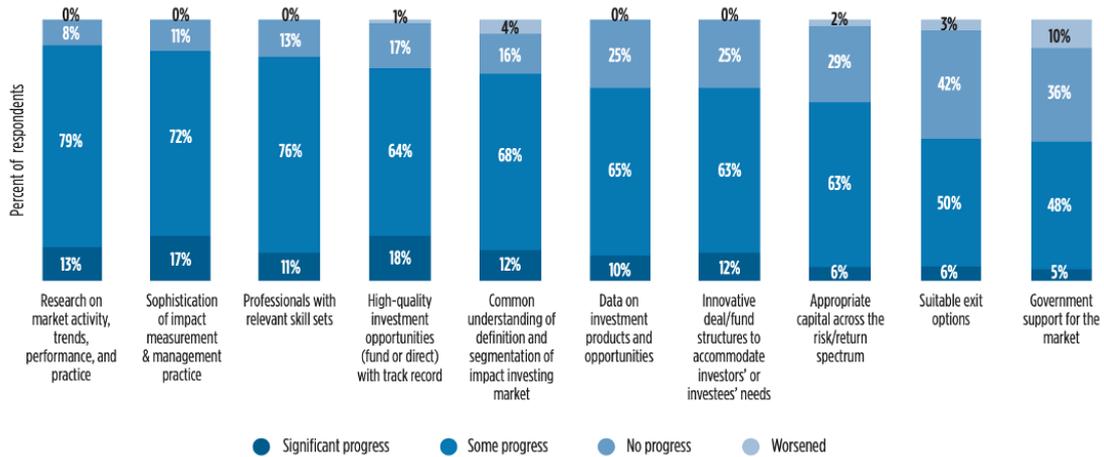
Fuente: Afi & Allianz Global Investors, 2019

Anexo 7: Desafíos de la inversión sostenible en el corto plazo



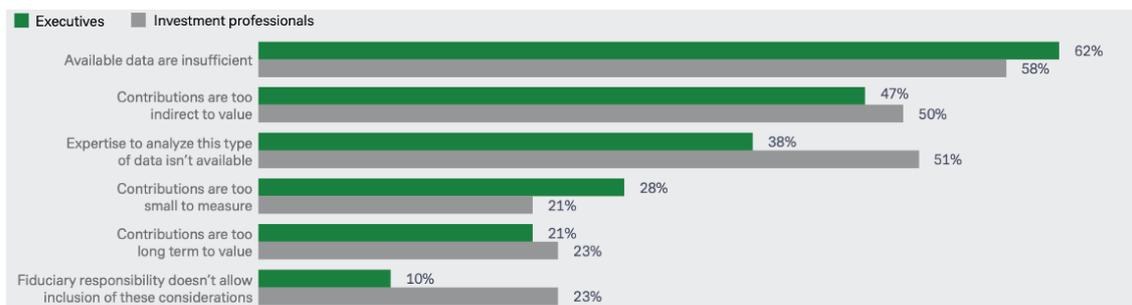
Fuente: GIIN, 2020

Anexo 8: Progreso en los indicadores de mercado ESG



Fuente: GIIN, 2020

Anexo 9: Razones por las que los criterios ESG no se incluyen completamente en las evaluaciones de competidores, proveedores y/o proyectos de capital



Fuente: Deutsche Bank, 2020

Anexo 10: Tipos de servicio de verificación

Tipos de servicio	Descripción	Ejemplos de proveedores
Segunda Opinión (<i>Second Party Opinion</i> , SPO)	Normalmente implica una valoración sobre la adecuación de un <i>framework</i> con principios o estándares externos. Se tienen en cuenta la política estratégica de la empresa, los objetivos y los procesos relacionados con los proyectos que se van a financiar (<i>use of proceeds</i>).	Vigeo-Eiris, Sustainalytics, ISS-oekom, Imug, CICERO, Robecco, MSCI, Dow Jones.
Verificación externa	Suele ir algo más al detalle, revisando el cumplimiento de estándares internos y externos (p. ej., una certificación oficial), y la sostenibilidad de los activos que se van a financiar. En ocasiones incluye un seguimiento del uso de los fondos y de la calidad del <i>reporting</i> .	Deloitte, KPMG, PwC, EY.
<i>Rating</i>	Pueden valorar la adecuación del <i>framework</i> del emisor a determinados criterios recogidos en una metodología de <i>scoring</i> propia. El resultado es independiente del <i>rating</i> tradicional.	Moody's, S&P, Fitch, Beyond Ratings.
Certificación	Compromiso con unos principios oficiales o estándares generales que han sido determinados por una tercera parte independiente. Normalmente suele verificarse externamente.	ISO, ICMA, DNV-GL, Bureau Veritas, TÜV, CBI.

Fuente: Banco de España, 2019