



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

POR QUÉ ES RENTABLE INVERTIR EN PROYECTOS Y COMPAÑÍAS SOSTENIBLES

Clave: 201501142

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar las inversiones en proyectos y compañías sostenibles para averiguar si son rentables, y si lo son en mayor o menor medida que las inversiones que no siguen específicamente criterios de sostenibilidad. Para ello, se estudia el concepto, la evolución histórica, las estrategias, los retos y las oportunidades de la inversión sostenible, así como su presencia en España y en Europa. A continuación, se estudian los distintos instrumentos y métodos de financiación que existen para canalizar este tipo de inversiones y los retornos que ofrecen en comparación con los métodos e instrumentos tradicionales. También se analiza el papel que tienen los principales promotores de las inversiones sostenibles en la sociedad. Finalmente, tras examinar todos estos factores, se determina que la rentabilidad de invertir en proyectos y compañías sostenibles viene de una menor exposición al riesgo y un mayor control de todas las variables de inversión pero, sobre todo, de la oportunidad de alcanzar beneficios sociales y ambientales, además de retornos económicos.

Palabras clave: inversión sostenible, rentabilidad, riesgo

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze investments in sustainable projects and companies to find out whether they are profitable, and whether they are profitable to a greater or lesser extent than investments that do not specifically follow sustainability criteria. To this end, the concept, historical evolution, strategies, challenges and opportunities of sustainable investment are examined, as well as its presence in Spain and Europe. Next, the different instruments and methods of financing that exist to channel this type of investment and the return they offer in comparison with traditional methods and instruments are studied. The role of the main drivers of sustainable investment in society is also analyzed. Finally, after examining all these factors, it is determined that the profitability of investing in sustainable projects and companies comes from less exposure to risk and greater control of all investment variables but, above all, from the opportunity to achieve social and environmental benefits, as well as economic returns.

Key words: sustainable investment, profitability, risk

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN.....	8
1. Objetivo perseguido.....	8
2. Objeto de la investigación e interés de su tratamiento	9
II. INVERSIÓN SOSTENIBLE	12
1. Concepto.....	12
2. Antecedentes históricos	13
1) Orígenes e Informe <i>Meadows</i>	13
2) Creación de la Comisión Mundial sobre Medioambiente y Desarrollo.....	14
3) Elaboración de la Agenda 21 y promulgación de los ODM	15
4) Protocolo de Kioto y Cumbre Río+20	15
5) Promulgación de los ODS y celebración de la COP21	16
6) Involucración de las finanzas sostenibles	17
3. Estrategias de ISR.....	18
1) Integración de factores ASG.....	19
2) Enfoque <i>best-in-class</i>	22
3) Inversión temática.....	25
4) Inversión de impacto.....	28
5) Exclusión	31
6) <i>Stewardship</i> o activismo accionarial.....	34
4. Retos de la inversión sostenible.....	38
1) Percepción del nivel de rentabilidad	38
2) Falta de información	39
3) <i>Greenwashing</i>	40
5. Oportunidades de la inversión sostenible	42
1) Transición hacia una economía circular hipocarbónica.....	42
2) Vectores poblacionales	45
III. FINANZAS SOSTENIBLES	48
1. Concepto.....	48
2. Tipologías de las finanzas sostenibles	50
1) Banca ética.....	50
2) Microfinanzas	51
3) Otros.....	52

3. Instrumentos financieros.....	53
1) Bonos verdes.....	53
2) Bonos de impacto social	57
3) Fondos de inversión sostenible	59
4. Índices de sostenibilidad.....	63
IV. ACTORES DEL CAMBIO	68
1. La Unión Europea.....	68
2. Las empresas.....	70
3. Los ciudadanos	72
V. CONCLUSIONES.....	74
ANEXO: ESTUDIO DE CAMPO.....	76
BIBLIOGRAFÍA	77

INDICE DE FIGURAS Y TABLAS

- Figura I: Comparativa entre activos bajo gestión en ISR y el total de activos bajo gestión en España
- Figura II: Activos gestionados por entidades españolas bajo la integración ASG
- Figura III: Activos gestionados por entidades europeas bajo la integración ASG
- Figura IV: Ránking europeo de integración ASG
- Figura V: Activos gestionados por entidades españolas bajo el enfoque *best-in-class*
- Figura VI: Activos gestionados por entidades europeas bajo el enfoque *best-in-class*
- Figura VII: Ránking europeo por inversiones *best-in-class*
- Figura VIII: Activos gestionados por entidades españolas bajo la inversión temática
- Figura IX: Activos gestionados por entidades europeas bajo la inversión temática
- Figura X: Ránking europeo por inversiones temáticas
- Figura XI: Comparativa entre las inversiones temáticas de Europa y España
- Figura XII: Activos gestionados por entidades españolas bajo la inversión de impacto
- Figura XIII: Activos gestionados por entidades europeas bajo la inversión de impacto
- Figura XIV: Ránking europeo por inversión de impacto
- Figura XV: Proporción de los sectores más excluidos en España
- Figura XVI: Activos gestionados por entidades españolas bajo la estrategia de exclusión
- Figura XVII: Activos gestionados por entidades europeas bajo la estrategia de exclusión
- Figura XVIII: Ránking europeo por exclusiones
- Figura XIX: Activos gestionados por entidades españolas bajo la estrategia de activismo accionarial
- Figura XX: Activos gestionados por entidades europeas bajo la estrategia de activismo accionarial
- Figura XXI: Ránking europeo por inversiones con activismo accionarial
- Figura XXII: Ránking global por volumen de emisiones de bonos verdes en 2019
- Figura XXIII: Evolución en el uso de los fondos obtenidos de los bonos verdes
- Figura XXIV: Clasificación sectorial de los BIS emitidos en los últimos 5 años
- Figura XXV: Número de Fondos ISR comercializados en España
- Tabla I: Rentabilidad y datos estadísticos de los distintos fondos

Tabla II: Comparativa entre la rentabilidad y la volatilidad del FTSE4Good IBEX y el IBEX 35

Tabla III: Comparativa entre el comportamiento de los índices MSCI

ABREVIATURAS

ASG: Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo

BIS: Bonos de Impacto Social

CAGR: Compound Annual Growth Rate

DJSI: Dow Jones Sustainability Indexes

GBP: Green Bond Principles

HLEG: High-Level Expert Group on Sustainable Finance

IFC: International Finance Corporation

ISR: Inversión Socialmente Responsable

ODM: Objetivos de Desarrollo del Milenio

ODS: Objetivos de Desarrollo Sostenible

ONU: Organización de las Naciones Unidas

UE: Unión Europea

UNPRI: United Nations Principles for Responsible Investment

I. INTRODUCCIÓN

1. Objetivo perseguido

El presente Trabajo de Fin de Grado se centra en analizar las inversiones en proyectos y compañías sostenibles para averiguar si son rentables, y si lo son en mayor o menor medida que las inversiones que no siguen específicamente criterios de sostenibilidad. Las empresas y proyectos sostenibles son aquellos que incorporan las demandas y preocupaciones de la sociedad en su estrategia de negocio, adoptando en su gestión criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) para crear valor para sí mismos y para los grupos de interés (*stakeholders*) con los que se relacionan, otorgando una relevancia práctica al buen gobierno corporativo. En las siguientes páginas se van a explicar las distintas estrategias que se pueden seguir para invertir de manera sostenible, así como los distintos instrumentos y formas de financiar los proyectos y compañías de este tipo que existen.

Para conseguir explicar por qué es rentable invertir en proyectos y compañías sostenible se ha recurrido a un enfoque deductivo y a una metodología cuantitativa que permite comparar datos del comportamiento de los instrumentos de financiación sostenibles con datos de otros instrumentos de financiación tradicionales. Esta metodología otorga objetividad, ya que los datos se obtienen de fuentes oficiales y actualizadas; rapidez, porque se puede obtener una gran cantidad de datos en poco tiempo; y economía puesto que el estudio no entraña grandes costes. Sin embargo, presenta ciertas limitaciones como la dificultad para generalizar al haber utilizado muestras de datos pequeñas. Para obtener los datos de los distintos instrumentos financieros, así como del uso que tienen en España, Europa e, incluso, en el mundo, se ha recurrido a varias piezas de información, entre las que se incluyen:

- Los últimos estudios anuales y bienales de Spainsif y Eurosif, disponibles en sus páginas web
- El estudio de bonos verdes realizado en 2019 por *Climate Bonds Initiative*, también disponible en su página web

- Cifras obtenidas de las bases de datos de Social Finance y J.P. Morgan Asset Management
- Informes publicados por la Bolsa de Madrid y MSCI en 2020 respecto al comportamiento de sus índices, disponible en las páginas web de cada entidad

2. Objeto de la investigación e interés de su tratamiento

Las inversiones sostenibles son una nueva forma de invertir, más consciente y responsable, que está transformando el modo de enfocar las finanzas al convertir en factores esenciales de la toma de decisiones empresariales criterios medioambientales, éticos, sociales y de buen gobierno (Robeco, s.f.). La inversión sostenible, también denominada “Inversión Socialmente Responsable” o “Inversión Sostenible y Responsable” (en adelante “ISR”) tiene dos objetivos fundamentales que son crear un impacto social positivo y conseguir rendimientos financieros competitivos y sostenibles a largo plazo (Santander Asset Management, s.f.). Cada vez más inversores buscan invertir en proyectos o instrumentos sostenibles (según Morningstar, en 2019 el capital invertido en fondos sostenibles triplicó el del año anterior) aunque aún son muchos los estudios que señalan que, al menos en el corto y medio plazo, éstos no ofrecen una rentabilidad mayor frente a proyectos o instrumentos tradicionales. No obstante, sí se considera que las firmas más sostenibles tienen una vida más larga y deberían ser capaces de resistir mejor en situaciones de adversidad y crisis (Oregui, 2019).

Las inversiones en proyectos y compañías sostenibles revisten especial interés en la actualidad debido a que la globalización ha demostrado la limitación de los recursos del planeta y los graves problemas mundiales que deben solucionarse con sentido de urgencia como el cambio climático, la desigualdad de género o el aumento de los niveles de desigualdad económica. Para luchar contra ellos, la Comisión Europea como máximo órgano legislativo de la Unión Europea (en adelante “UE”) ha implantado un plan de acción que establece las líneas generales de actuación y los objetivos a conseguir de cara al año 2030. Se trata del llamado “Acuerdo de París

sobre el Cambio Climático” y de la “Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible”, que pretenden redirigir la inversión y el ahorro hacia proyectos sostenibles y de largo plazo, incorporando los principales elementos de la sostenibilidad financiera y promoviendo una mayor transparencia.

Larry Fink, consejero delegado de BlackRock, ha señalado en varias ocasiones la incapacidad de los Gobiernos para abordar determinados retos que presenta el futuro y la necesidad de que la sociedad recurra al sector privado para que las empresas den respuesta a esos retos sociales beneficiando a todos los *stakeholders* (accionistas, empleados, clientes y comunidades en las que operan) (Fernández, 2018). De esta manera, las empresas han ido evolucionado con la sociedad y han empezado a tener en cuenta de manera creciente las necesidades de su entorno a la hora de generar valor económico para los accionistas, de forma que han priorizado los efectos de su actividad sobre la sociedad en general. Ana Martínez-Pina, vicepresidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, asegura que estas empresas sostenibles van a ser más competitivas a medio y largo plazo y ello va a suponer un beneficio tanto para los inversores como para toda la comunidad (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2019).

Además, como cada vez son más los inversores que se preocupan porque sus inversiones tengan un impacto positivo en la sociedad se ha hecho imprescindible el papel del sistema financiero, que permite canalizar el ahorro hacia la inversión y debe facilitar a cualquier tipo de inversor, incluso aquel que se preocupa por la sostenibilidad, decidir dónde, cuándo y cuánto invertir, sirviendo así de cauce a esa creciente sensibilización. De esta manera, el sistema financiero se ha convertido en un factor clave para que la inversión pueda dirigirse eficientemente hacia las empresas y los productos financieros que contribuyen al desarrollo sostenible; y las grandes entidades de gestión ya han empezado a ejercer su capacidad de redirigir el capital para fomentar los valores de la sostenibilidad mediante fondos de inversión sostenible u otros instrumentos como los bonos verdes. Así, la inversión sostenible en la gestión de activos crece año tras año, lo que es debido, a juicio de Martínez-Pina, al cambio cultural que se ha producido que lleva a los inversores a canalizar sus preferencias de inversión hacia empresas sostenibles que tienen en cuenta

factores sociales, medioambientales y de buen gobierno en su actividad. En este sentido, los expertos de Bank of America Merrill Lynch señalan en un informe reciente que ya existe una clara tendencia por el capitalismo moral y que en las próximas dos décadas los fondos y estrategias sostenibles van a tener un valor agregado superior a 20 billones de dólares (Oregui, 2019).

En definitiva, la aparición de empresas y proyectos que abogan por la sostenibilidad hace útil y necesario profundizar en las inversiones y finanzas sostenibles y en sus procesos de toma de decisiones para tratar de determinar si son rentables o no. El trabajo se estructura en cuatro partes:

- En la primera se analiza el concepto de inversión sostenible, con sus antecedentes históricos y las distintas estrategias que pueden seguirse. Asimismo, se analizan los retos y oportunidades a los que se enfrenta este tipo de inversión
- El segundo bloque recoge el papel de las finanzas sostenibles y las principales formas e instrumentos que pueden adoptar. En este apartado se realizan pequeños análisis que pretenden comparar la rentabilidad de los instrumentos sostenibles con la de instrumentos tradicionales
- En el tercer apartado se examina el papel de los distintos actores que puede impulsar el desarrollo sostenible
- Por último, en la cuarta parte se recogen los resultados y conclusiones a los que se ha llegado a través del trabajo

II. INVERSIÓN SOSTENIBLE

1. Concepto

La inversión sostenible es un proceso de selección de activos mediante el uso de criterios negativos y de exclusión (como el rechazo a empresas dedicadas a la producción de alcohol y tabaco o pertenecientes al sector de los juegos de azar o armamentístico) o criterios positivos como el bienestar social y la justicia. Las inversiones sostenibles se suelen identificar con los criterios ASG porque suelen aparecer juntos y porque el análisis ASG nace sobre la base de la ISR como herramienta para identificar y medir la sostenibilidad de las inversiones. No obstante, pueden existir también por separado (Oregui, 2019).

Los criterios ASG son una herramienta de gestión de activos que se utiliza más allá de la ISR para hacer más completo el análisis financiero tradicional de selección de inversiones, mediante la toma en consideración de nuevos factores no financieros que mejoran el perfil riesgo/rentabilidad y que pueden determinar el desempeño y la valoración de una inversión. Por su parte, la ISR puede realizarse de diversas maneras, sin necesidad de incluir siempre los criterios ASG (Funds People, 2019). Cuando la utilización de criterios ASG como herramienta de análisis se realiza con un sesgo positivo, otorgando una sobreponderación a las empresas que integran de mejor manera los criterios ASG, se llega a la inversión sostenible siguiendo el criterio *best-in-class*; sin embargo, cuando dicha herramienta de análisis se incorpora al proceso de inversión de forma neutral simplemente se consigue una fuente adicional de información no financiera (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 16, 27). Esta incorporación neutral implica realizar un *screening* positivo y permite mejorar los rendimientos financieros ajustados al riesgo, independientemente de que una estrategia tenga o no un mandato sostenible (BlackRock, 2019).

En los siguientes apartados se detallan los antecedentes y la evolución histórica de la inversión sostenible, las distintas estrategias de ISR que existen y su nivel de utilización en la práctica, así como los retos y oportunidades a los que se enfrenta esta forma de inversión.

2. Antecedentes históricos

1) Orígenes e Informe *Meadows*

A finales del S.XVIII y en la primera mitad del XIX se produjo la Primera Revolución Industrial, que buscaba optimizar la mano de obra y el capital, en una época de abundancia de recursos naturales y bajas emisiones de carbono en la que se entendía que los bienes provenientes de la naturaleza estaban garantizados. A partir de entonces, la sociedad comenzó a ser ampliamente dependiente de los combustibles fósiles y otros recursos no renovables y los avances tecnológicos que dependían de estos recursos posibilitaron una producción sin precedentes de bienes de consumo, que impulsó el crecimiento económico y demográfico. De esta manera, la Primera Revolución Industrial tuvo grandes repercusiones en la economía, la sociedad y el ecosistema mundial (Schoenmaker & Schramade, 2019, págs. 4-5).

La ISR se empezó a gestar en esta época, como consecuencia del surgimiento de la conciencia social sobre el medioambiente, para paliar el aumento de la contaminación provocado por la Primera Revolución Industrial. Durante las primeras décadas del siglo XX la economía se resintió por problemas sociales como la Gran Depresión y distintos escándalos corporativos que llevaron a los inversores a preocuparse por el gobierno de las empresas (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 2). La idea de sostenibilidad surgió de la necesidad de cambiar el sistema económico que existía tras la II Guerra Mundial basado en la máxima producción, la explotación ilimitada de recursos, el consumo y el beneficio como criterios de la buena marcha económica. Pronto quedó claro que ese modelo de desarrollo era insostenible e incompatible con el mantenimiento del planeta, que no podía suministrar recursos indefinidamente, y se inició un movimiento social que apostaba por un cambio dirigido conjuntamente por el sector público y el sector privado, en el que los accionistas debían jugar un papel fundamental para modificar el comportamiento de las compañías.

A partir de los años sesenta los foros internacionales empezaron a reflexionar sobre estos temas con el objetivo de integrar en el modelo de desarrollo económico

las necesidades del medioambiente, y partiendo de este punto se desarrolló la inversión sostenible. La inclusión formal de estas preocupaciones en la agenda política mundial se hizo en 1972 tras la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Humano, que tuvo lugar en Estocolmo, y la publicación del Informe Meadows o “Informe sobre los Límites del Crecimiento” desarrollado por el Club de Roma. Por primera vez en la historia se plasmó por escrito la grave crisis ecológica que afectaba al planeta y gracias a ello se despertó la conciencia social que hizo que surgiera el movimiento ambientalista (Acciona, s.f.).

2) Creación de la Comisión Mundial sobre Medioambiente y Desarrollo

Años más tarde, en 1983 se creó la Comisión Mundial sobre Medioambiente y Desarrollo mediante una resolución de la Asamblea General de las Naciones Unidas, como un órgano de actuación independiente de los Gobiernos de los países y del propio sistema de la Organización de las Naciones Unidas (en adelante “ONU”) (Sustainable Development Goals, s.f.). Los objetivos de la Comisión eran: examinar los temas de desarrollo y medioambiente y la problemática mundial hasta el año 2000, formulando algunas propuestas realistas al respecto; promover los niveles de comprensión y compromiso con respecto al medioambiente de organizaciones, empresas, Gobiernos e individuos; y proponer formas de cooperación internacional para lograr los cambios que el medioambiente y el desarrollo duradero requerían.

En 1987 la Comisión publicó el Informe de la Comisión Mundial sobre el Medioambiente y el Desarrollo (Informe Brundtland) titulado “Nuestro Futuro Común”, en el que se definió el desarrollo sostenible como “aquel que satisface las necesidades de las generaciones presentes sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer las suyas propias”. Este concepto permitía compatibilizar los aspectos económicos, sociales y ambientales desde una perspectiva solidaria (Diputación de Albacete, s.f.).

3) Elaboración de la Agenda 21 y promulgación de los ODM

En 1992 tuvo lugar en Río de Janeiro la Cumbre de la Tierra de Naciones Unidas cuyas conclusiones se plasmaron en la Declaración de Río sobre Medioambiente y Desarrollo que supuso la asunción a nivel mundial del desarrollo sostenible como guía para la formulación de las políticas de desarrollo internacional. En esta cumbre se creó una Comisión para el Desarrollo Sostenible con el objetivo de impulsar el cambio de mentalidad necesario para implementar los objetivos y las políticas de desarrollo sostenible. Además, se elaboró la Agenda 21, verdadero Plan de Acción de las Naciones Unidas, que fue prácticamente suscrito por todos los países del mundo y establecía las acciones que debían emprender los Gobiernos para integrar el desarrollo económico y social con el medioambiente de cara al siglo XXI (Ayuntamiento de Madrid, s.f.).

Como consecuencia de esta iniciativa mundial, en 1994 se celebró en Dinamarca la primera Conferencia Europea de Ciudades Sostenibles, bajo el patrocinio de la Comisión Europea, que llevó a la aprobación de la “Carta de Aalborg” en la que se recogen las recomendaciones y principios a seguir para participar en las iniciativas locales de la Agenda 21 y lograr los objetivos de sostenibilidad. La Agenda 21 fue el germen a partir del que se desarrollaron los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) fijados por la ONU en el año 2000. Se trataba de ocho propósitos de desarrollo que debían ser objeto de la cooperación internacional y cuya consecución debía ser prioritaria para todos los Estados (Estevez, 2017).

4) Protocolo de Kioto y Cumbre Río+20

En 1997 se adoptó el Protocolo de Kioto, en el seno de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, con el objetivo de disminuir al menos en un 5% las emisiones de gases de efecto invernadero para luchar contra el cambio climático. Este acuerdo internacional tuvo bastante éxito y fue el primero que reconoció los riesgos que producía el cambio climático; desde entonces, la concienciación general sobre el medioambiente ha llevado a luchar eficientemente para mejorar el planeta y a desarrollar nuevas formas de inversión

que tienen en cuenta factores de sostenibilidad. Tras años de reflexión sobre este tema en 2005 se promulgaron los Seis Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas, conocidos como UNPRI, con el objetivo de incluir los criterios ASG en las inversiones para fomentar las inversiones sostenibles y tomar en consideración los riesgos extrafinancieros de las inversiones tradicionales (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 3-4).

En junio de 2012 se celebró la Cumbre Río+20, también conocida como Conferencia de las Naciones Unidas sobre Desarrollo Sostenible, que fue un encuentro de Alto Nivel entre Jefes de Estado que buscaba un compromiso renovado para el desarrollo sostenible, evaluando el progreso realizado hasta esa fecha e identificando los puntos débiles sobre los que trabajar. La Conferencia llevó a la promulgación del documento político denominado “El Futuro que Queremos” centrado en la economía verde como forma de erradicar la pobreza y en el marco institucional necesario para lograr el desarrollo sostenible (ECODES, s.f.). Fue el mayor debate político sobre la continuidad de la vida en la Tierra de la civilización humana y de otras especies con las que convivimos.

5) Promulgación de los ODS y celebración de la COP21

En 2015 los ODM fueron revisados para crear los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que instan a países, organizaciones y empresas a reducir la desigualdad, luchar para erradicar la pobreza y combatir el deterioro ambiental. Los ODS consideran que la sostenibilidad se basa en la capacidad que tiene un sistema para mantener su funcionamiento, equilibrio y diversidad a lo largo del tiempo, afrontando las presiones socioeconómicas y las restricciones ecológicas que puedan surgir a largo plazo (Estevez, 2017). Cabe señalar que en este momento los Estados miembros de la ONU señalaron que el desafío mundial de mayor importancia era poner fin a la pobreza, ya que sin su erradicación el desarrollo sostenible no podría hacerse realidad (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 5).

Ese mismo año se celebró la Conferencia de París sobre el Clima (COP21) que llevó a 195 países a firmar el primer acuerdo mundial vinculante sobre el cambio

climático, con el objetivo a largo plazo de mantener el incremento de la temperatura media global por debajo de 2 °C sobre los niveles preindustriales y de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero un 40%. Los Gobiernos acordaron reunirse cada cinco años para actualizar sus objetivos e informarse unos a otros de los avances conseguidos, así como evaluar los progresos realizados hacia el fin a largo plazo mediante un mecanismo de transparencia y rendición de cuentas. El Acuerdo de París sobre el Cambio Climático y la Agenda 2030 de las Naciones Unidas para el Desarrollo Sostenible entraron en vigor en 2016 después de ser ratificados por 55 países responsables de más de un 55% de las emisiones de gases de efecto invernadero mundiales (Unión Europea).

En ese momento los Gobiernos de todo el mundo y la UE se comprometieron a conseguir una economía y una sociedad más sostenible, para lo que se hacía necesario que todos los miembros de la sociedad, incluido el sistema financiero, desempeñaran su papel y asumieran sus responsabilidades. Así, Europa comenzó a ser consciente de que, además de los riesgos medioambientales evidentes, el cambio climático provocaba también unos riesgos financieros que podían clasificarse en tres grupos: riesgos físicos generados por el deterioro de los activos; riesgos de transición derivados de las nuevas dinámicas de los mercados marcadas por los cambios regulatorios y las nuevas demandas que van surgiendo (por ejemplo, la demanda de energía renovable que sustituye a la demanda de energía derivada del carbón); y riesgos de litigios asociados a las responsabilidades legales que surgen como consecuencia de la nueva normativa sobre el medioambiente (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 6).

6) Involucración de las finanzas sostenibles

En 2016 se creó el “Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles” compuesto por una veintena de expertos del sector financiero, el mundo académico, observadores de instituciones europeas e internacionales y de la sociedad civil. Su Plan sobre Finanzas Sostenibles se publicó en 2018 incluyendo 10 acciones concretas a tener en cuenta de cara a integrar consideraciones sociales y ambientales en las decisiones de inversión (Comisión Europea, 2018). Este Plan de Acción es el resultado de los esfuerzos que realiza

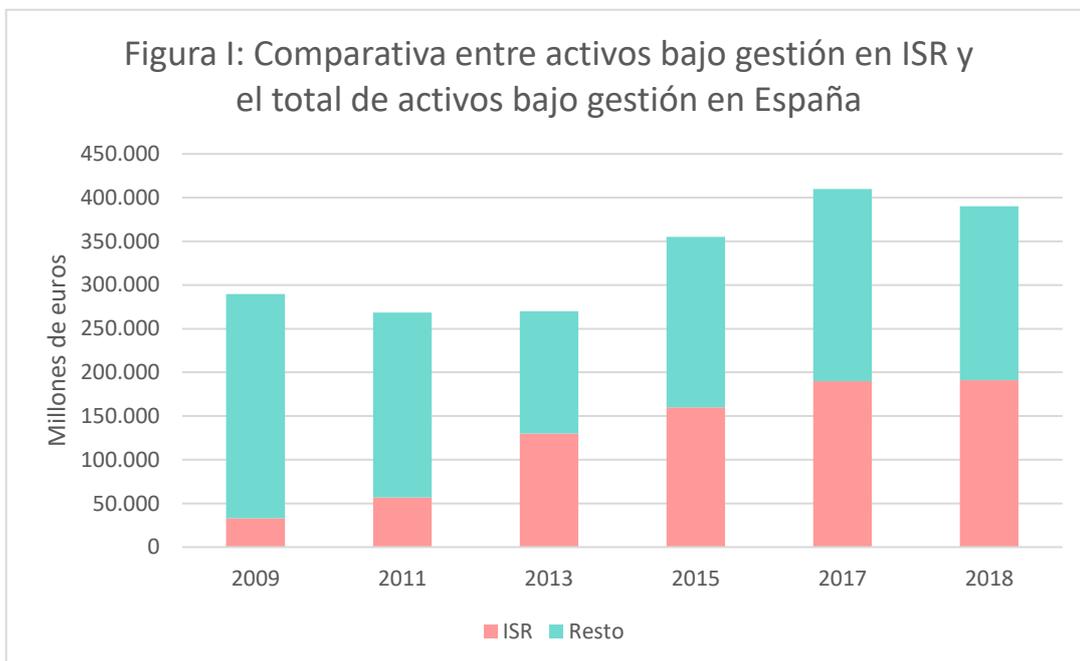
la Unión de los Mercados de Capitales, iniciativa de la UE que busca integrar en mayor medida los mercados de capitales de los Estados Miembros y reducir la dependencia de la economía del sistema bancario, para alinear las finanzas con las necesidades de la economía en aras del beneficio de la sociedad y del planeta. En esta línea reorientar el capital público y privado hacia inversiones más sostenibles se convierte en un cambio necesario para fomentar el largoplacismo y una mayor transparencia en la economía, así como para integrar la sostenibilidad en la gestión del riesgo.

3. Estrategias de ISR

La inversión sostenible puede realizarse de distintas maneras puesto que existe una amplia gama de estrategias de ISR que son compatibles y complementarias entre sí y que pretenden satisfacer distintos objetivos; la forma de implementar los criterios sostenibles es la que determina el tipo de estrategia de inversión sostenible del que se trata (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 20). En cada uno de los apartados siguientes se van a describir las características fundamentales de las estrategia de ISR y se va a analizar el volumen de activos gestionados por entidades españolas y europeas siguiendo la estrategia en cuestión. Cabe señalar que en el año 2018, las inversiones sostenibles europeas (con un valor de 11 billones de euros) representaban casi la mitad del total de las inversiones sostenibles del mundo (con un valor aproximado de 28 billones de euros); por ello, en los siguientes apartados se van a analizar datos europeos en lugar de datos globales porque se considera que aportan más valor a efectos de la comparación con los datos nacionales. Los datos provienen del Foro de ISR de Europa, conocido como Eurosif, una asociación integrada por múltiples entidades que buscan promocionar las inversiones sostenibles europeas, y de su homólogo español, el Foro de Inversión Sostenible de España, denominado Spainsif (Spainsif, 2018, pág. 7).

Todos los gráficos de datos nacionales que aparecen en los siguientes apartados excluyen los activos gestionados en España por entidades internacionales porque Spainsif no posee un histórico comparativo de los mismos. Como se puede observar

en la Figura I, los activos bajo gestión invertidos de manera sostenible en España representan el 49% del total de activos gestionados, que tienen un valor aproximado de 400.000 millones de euros; por tanto, la ISR casi alcanzó la cifra de 200.000 millones de euros en 2018. El crecimiento de los activos gestionados de manera sostenible ha sido de un 0,5% en el año 2018, pero el total de los activos bajo gestión ha decrecido un 3,3%; esto demuestra que la ISR es capaz de crecer independientemente de la situación que afronten los mercados (Spainsif, 2019, pág. 28).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif

1) Integración de factores ASG

La integración de factores ASG supone utilizar criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno corporativo para evaluar la actuación de las compañías respecto a la sostenibilidad (Robeco, s.f.). Estos factores no se identifican con el análisis financiero tradicional, pero son de vital importancia para el desempeño y la valoración de una inversión porque son capaces de afectar de manera real y cuantificable al comportamiento de una compañía (Funds People, 2019). A continuación se describe el ámbito que cubre cada uno de estos criterios (Spainsif, 2018):

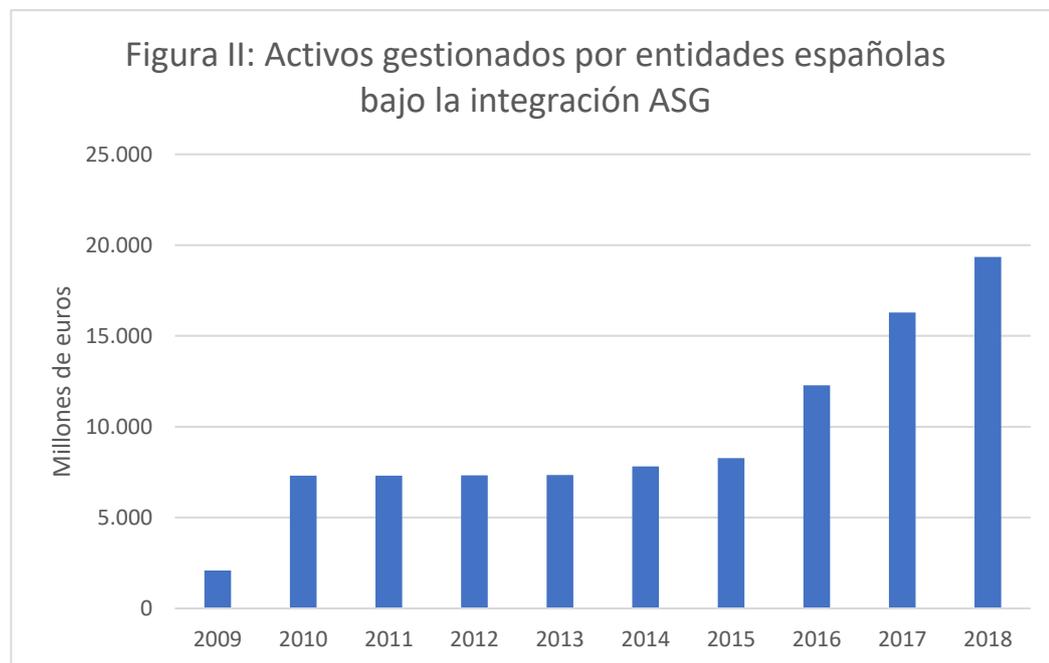
- Ambientales: conciernen a cualquier actividad de la compañía que afecte al cuidado y la conservación del medioambiente como pueden ser el uso de energías renovables, el agotamiento de recursos o las emisiones de gases de efecto invernadero. Incluyen también las prácticas que realiza la compañía para luchar contra el cambio climático como son la gestión de residuos, la reducción de la huella de carbono y la eficiencia energética.
- Sociales: se refieren a aspectos relacionados con la comunidad en la que opera la compañía y las personas, colectivos o *stakeholders* que pueden verse afectadas por su actividad (empleados, proveedores, accionistas...), tratando específicamente cuestiones como la salud, la educación, los derechos de los trabajadores, los derechos humanos, la lucha contra el trabajo infantil o el cumplimiento de las políticas de salud y seguridad del lugar del trabajo.
- Gobierno corporativo: se refiere a normas y principios que definen los derechos, las expectativas y las responsabilidades de los distintos grupos interesados en el buen gobierno de la empresa. Si está bien definido, el sistema de gobernanza funciona como instrumento de apoyo de la estrategia de la empresa a largo plazo y permite alinear los intereses de las partes interesadas. Incluye cuestiones como la calidad de la gestión, el liderazgo de la compañía, la asignación de capital, el equilibrio de género en la plantilla, el perfil de riesgo y la cultura de la empresa.

La integración de criterios ASG es, por lo tanto, una herramienta que complementa el análisis financiero clásico para conocer en profundidad los riesgos actuales y potenciales de las inversiones, permitiendo tomar decisiones de manera más acertada. Cabe señalar que la integración de factores ASG solo determina si las prácticas que lleva a cabo una empresa cumplen con estos criterios y no si tienen un impacto sostenible positivo; de esta manera, permiten conocer el perfil de sostenibilidad de las empresas en las que se invierte (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 14 y 22).

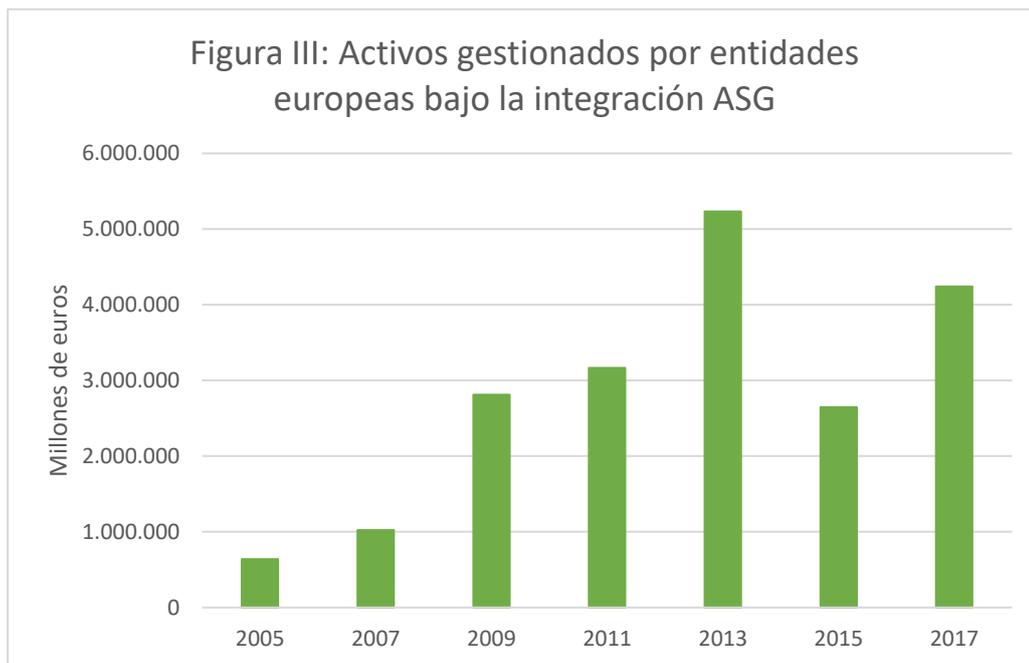
Además de para mitigar riesgos potenciales, la integración de criterios ASG también sirve para identificar oportunidades de crecimiento de las empresas. De

hecho, según una encuesta realizada por CDC, la institución financiera de desarrollo de Reino Unido, los programas ASG pueden mejorar el rendimiento financiero de las empresas porque incrementan el valor de su marca, les permiten retener el talento, llevan a una reducción de costes mejorando consecuentemente la eficiencia operativa e, incluso, facilitan el acceso a financiación (CDC, 2010).

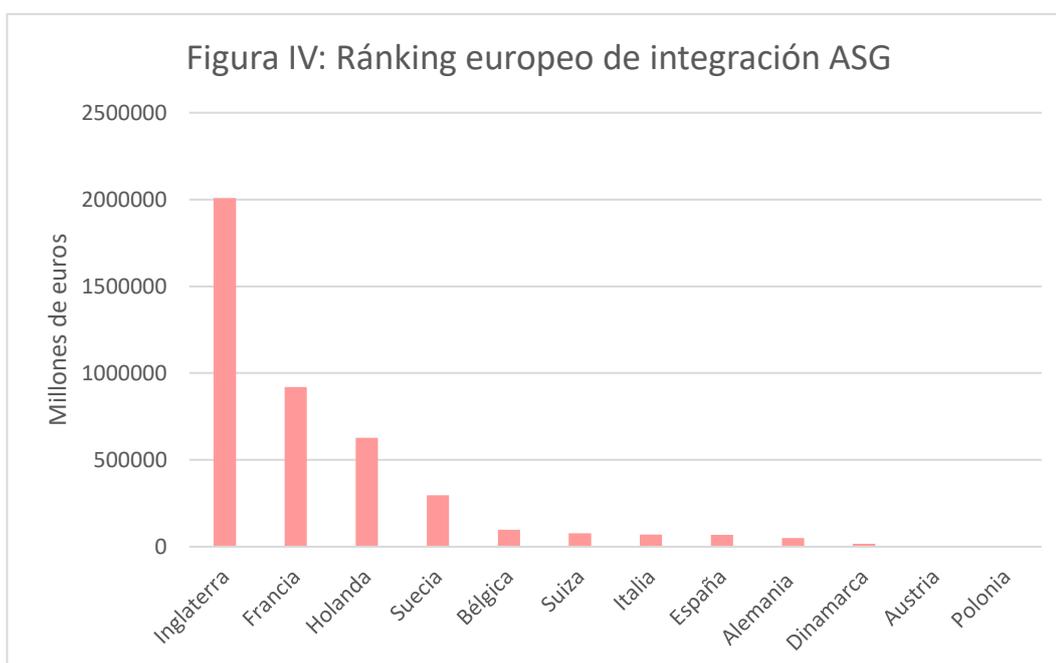
En la Figura II se puede observar como la tasa de crecimiento anual compuesto (en adelante “CAGR” por sus siglas en inglés) entre 2009 y 2017 de la integración ASG en España ha sido del 29%. Este crecimiento supera significativamente el experimentado por la misma estrategia en Europa ya que, de acuerdo con la Figura III, el CAGR para ese mismo período en Europa arroja un valor de 5%. Aunque esta estrategia de ISR es la segunda más utilizada nacionalmente, España no es, ni mucho menos, el país europeo líder en integración ASG; tal y como muestra la Figura IV, este puesto lo ocupa Inglaterra con activos valorados en más de 2 billones de euros, mientras que España ocupa el octavo lugar (Eurosif, 2018, pág. 83).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

2) Enfoque *best-in-class*

En ISR el enfoque de “lo mejor de cada categoría” implica invertir en empresas que lideran su sector en términos de cumplimiento de los criterios ASG sin excluir

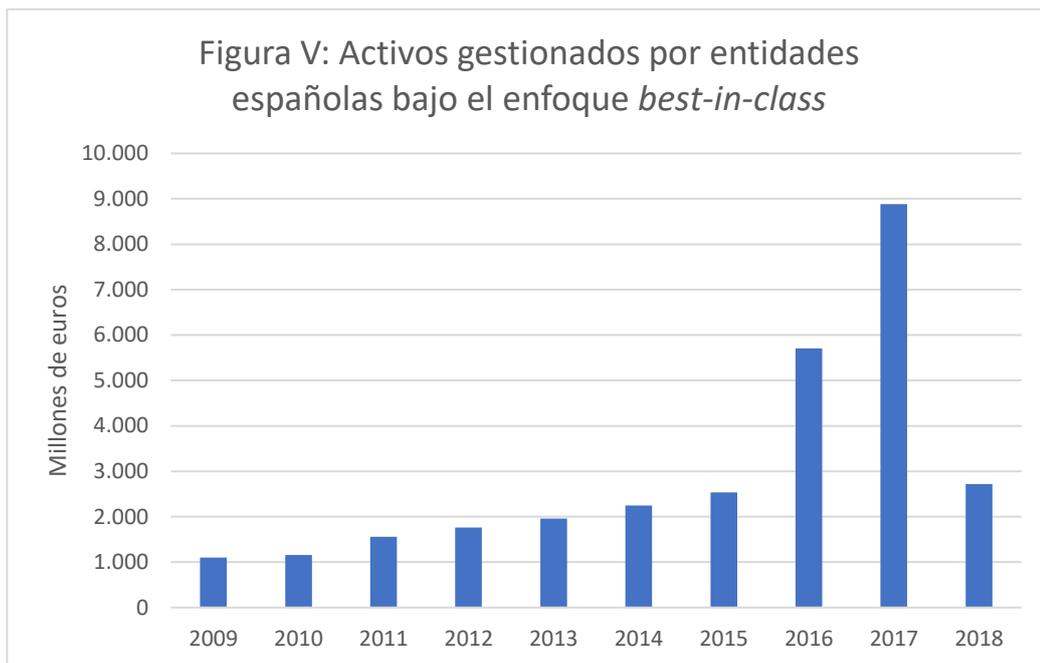
sectores o industrias concretas. A través de este enfoque se toma como referencia a las empresas más sostenibles de un sector (aquellas que adoptan las mejores prácticas con relación a la sostenibilidad) para intentar igualarlas o superarlas. Se conoce también como “screening positivo” porque implica elaborar un rating según la gestión de riesgos y oportunidades ASG en cada sector (Fardoux, 2019).

Los índices *Dow Jones Sustainability* siguen este enfoque para seleccionar entre las 2.500 empresas que componen el índice *Dow Jones Global* el 10% que, dentro de cada sector, cumple mejor los criterios ASG. La ventaja de este enfoque es que no implica la exclusión de ningún sector de manera que se estimula la competencia entre todo tipo de empresas. Para formar parte del índice y mantener la posición en él, las empresas deben trabajar constantemente en sus iniciativas de sostenibilidad, beneficiando así a sus inversores, empleados, clientes y a la sociedad en su conjunto (Robeco, s.f.).

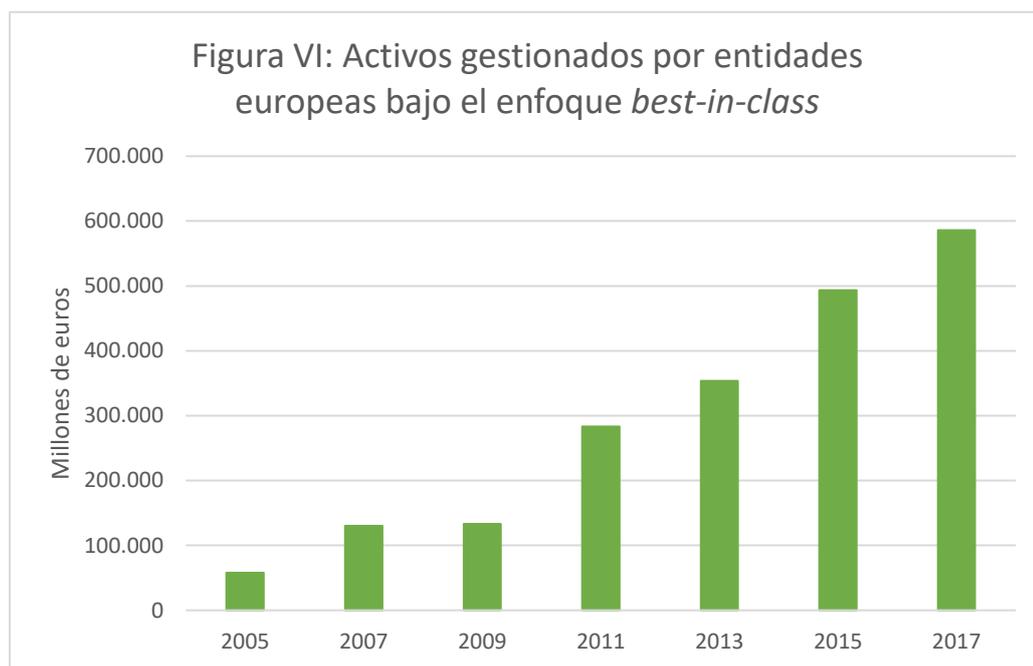
Dentro del enfoque *best-in-class* se incluyen (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 22):

- La estrategia *best-efforts* que permite seleccionar las compañías que más han mejorado su sostenibilidad y que más han evolucionado en términos ASG
- La estrategia *best-prospects* que permite identificar empresas con un gran potencial para mejorar su sostenibilidad en el futuro

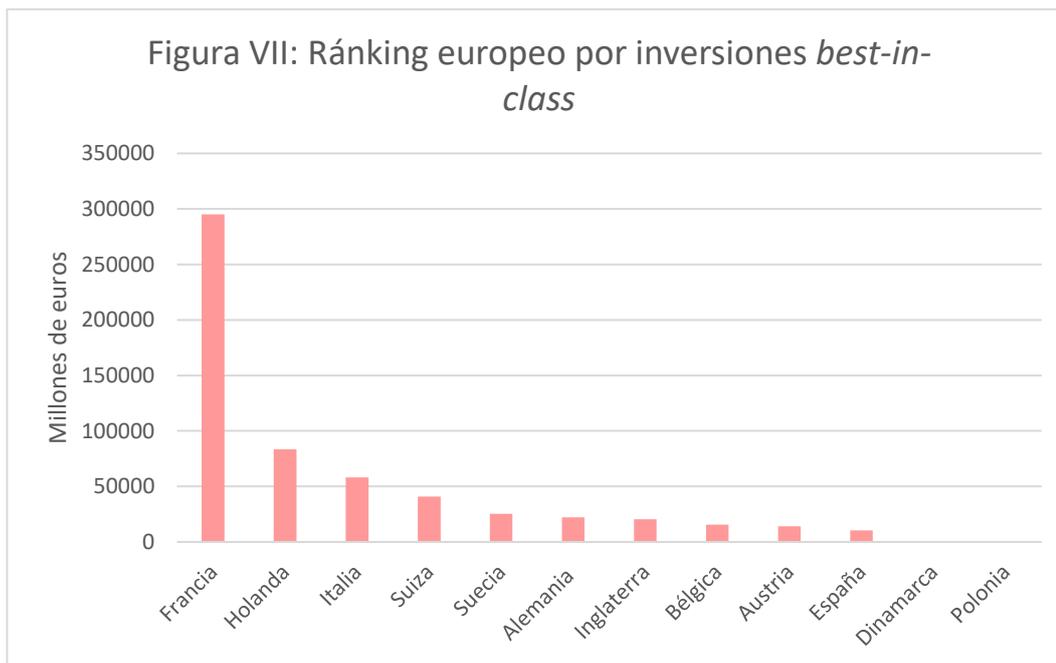
De acuerdo con las Figuras V y VI, el CAGR español para el período 2009-2017 ha sido del 30% superando, por tanto, al CAGR de 20% experimentado en Europa en el mismo período de tiempo. No obstante, el número de activos gestionados por entidades españolas siguiendo el enfoque *best-in-class* ha sufrido un gran descenso en el año 2018, debido al desarrollo de estrategias más avanzadas como la integración de factores ASG y el activismo accionario (Spainsif, 2019, pág. 32). Como demuestra la Figura VII España ocupa el décimo lugar en un mercado europeo que cuenta con activos valorados en 600.000 millones de euros y que está liderado por Francia, que cuenta con el 49% del total de activos (Eurosif, 2018, pág. 83).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



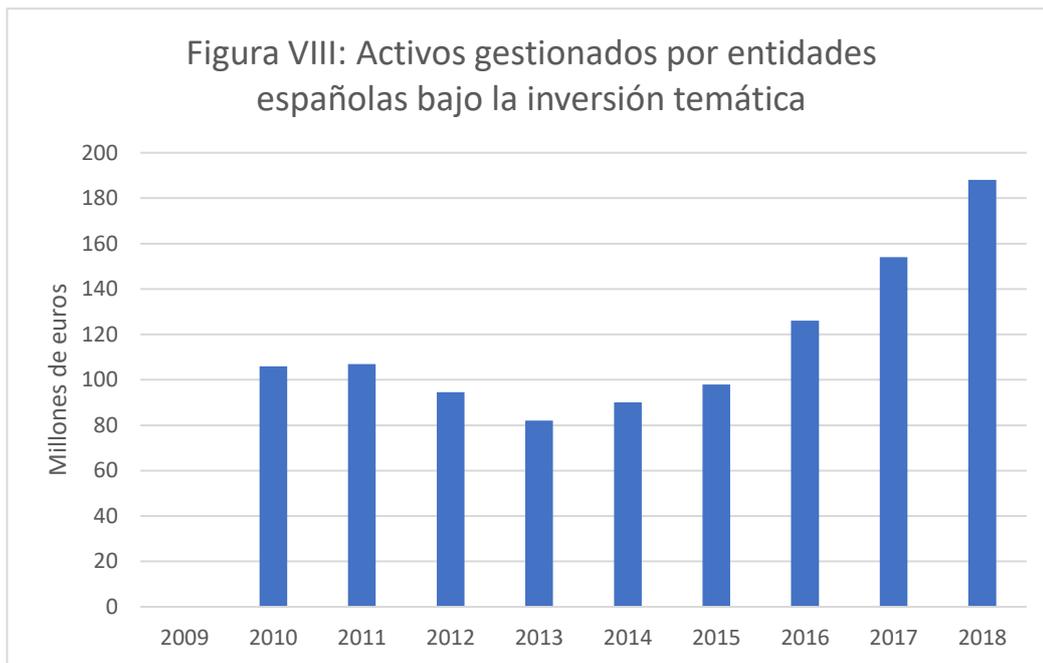
Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

3) Inversión temática

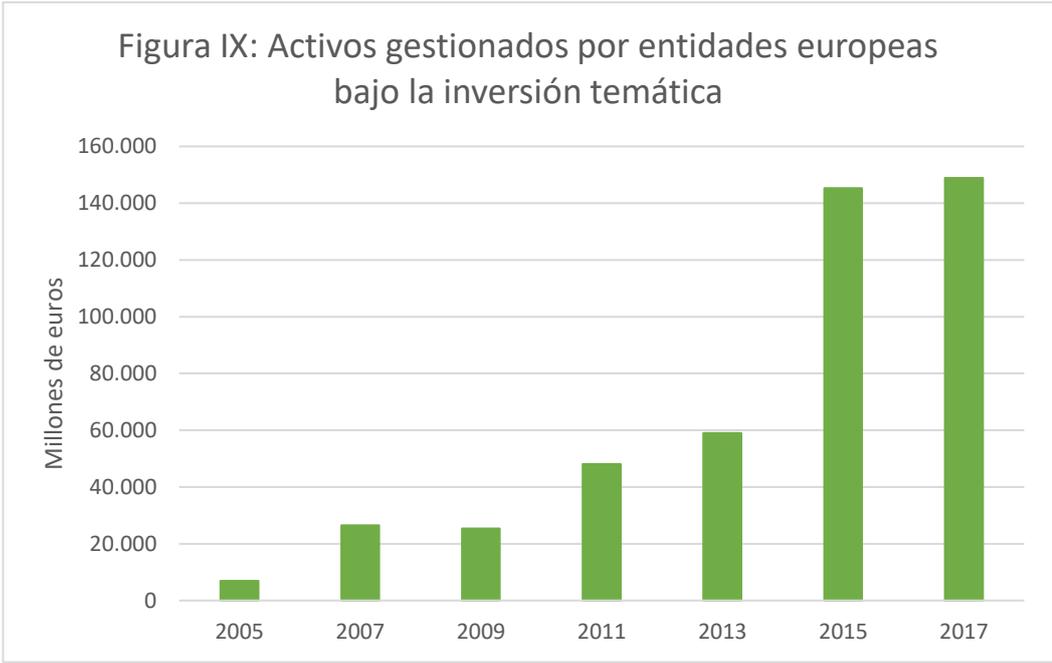
La inversión temática supone invertir en temas relacionados con la sostenibilidad a largo plazo para mitigar problemas de tipo ambiental y social. Este tipo de inversiones suelen dirigirse a empresas que luchan contra tales problemas, entre los que se incluyen la escasez de recursos naturales, el cambio climático, la salud y el crecimiento demográfico (Robeco, s.f.). La inversión temática permite a los inversores convertir el riesgo ASG en rendimiento positivo a largo plazo mediante la obtención de rentabilidad y de soluciones específicas que ofrecen un impacto medible en cuestiones medioambientales y sociales. Esto se consigue invirtiendo exclusivamente en sectores aptos para resolver problemas mundiales relacionados con la sostenibilidad (Institute for Sustainable Investing, 2019).

Esta estrategia no comenzó a ser utilizada en el mercado español hasta el año 2010 y a día de hoy continúa siendo la estrategia menos utilizada. Como muestran las Figuras VIII y IX, el CAGR experimentado en este sector entre los años 2011 y 2017 ha sido del 6% en España y del 52% en Europa. La diferencia de crecimiento en los distintos entornos se puede deber a que los inversores

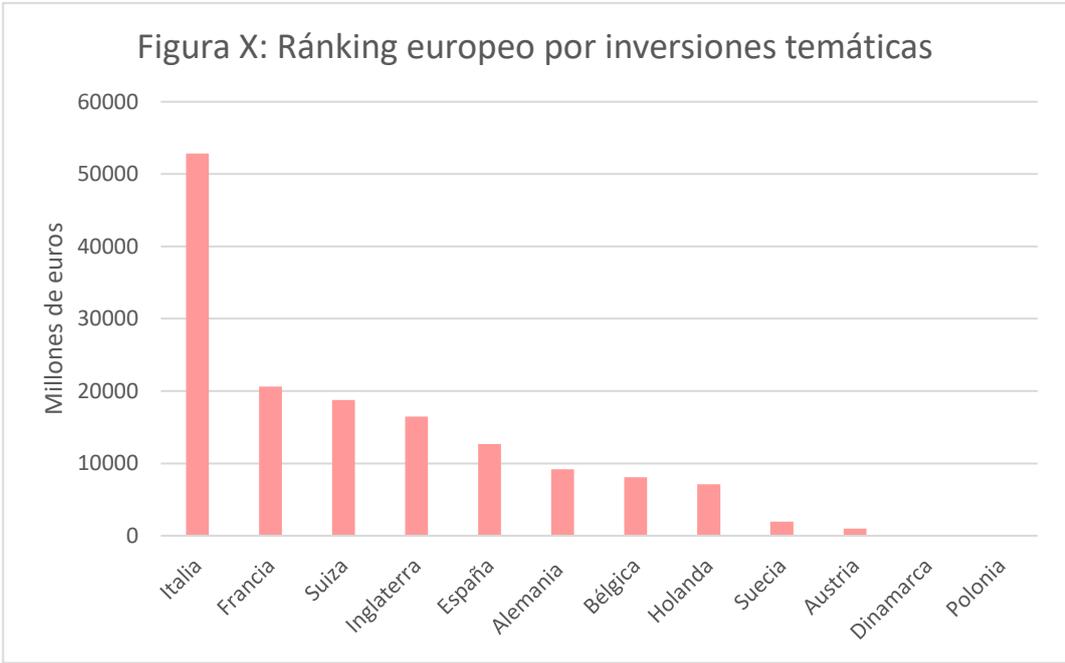
minoristas son los que han impulsado el auge de las inversiones temáticas en los últimos años y la proporción en España de inversores minoristas frente a inversores institucionales es diez veces menor que en Europa. De esta manera, España aún tiene un largo camino que recorrer para alcanzar a Italia que, como muestra la Figura X, lidera el sector con activos valorados en 52.000 millones de euros (Eurosif, 2018, pág. 83).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



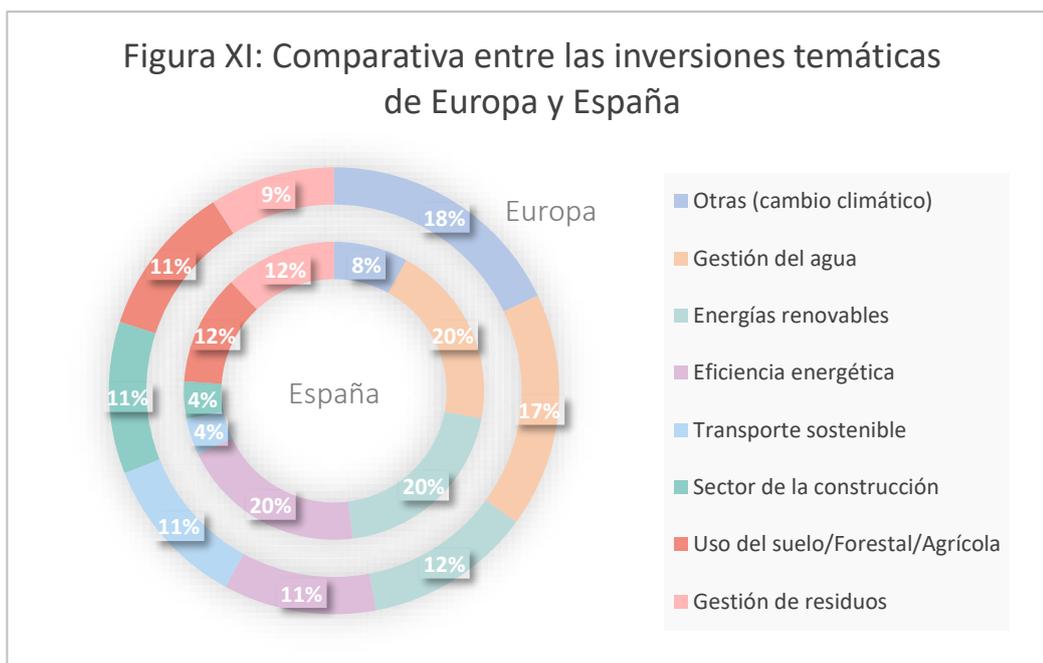
Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

En la Figura XI se puede observar como la mayor parte de las inversiones temáticas, tanto a nivel europeo como a nivel nacional, están centradas en la gestión del agua; esto se puede deber, tal y como señala Eurosif, a la concepción

generalizada que entiende el agua como uno de los factores que más pueden sufrir las consecuencias del cambio climático (Eurosif, 2018, págs. 18-19). Por otro lado, resulta interesante destacar que Europa se centra en las inversiones que pretenden mitigar el cambio climático, mientras España concentra sus esfuerzos en liderar las inversiones en energías renovables y eficiencia energética, con más de 6.800 millones de euros invertidos durante el año 2018 (Page, 2019).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios de Eurosif y Spainsif

4) Inversión de impacto

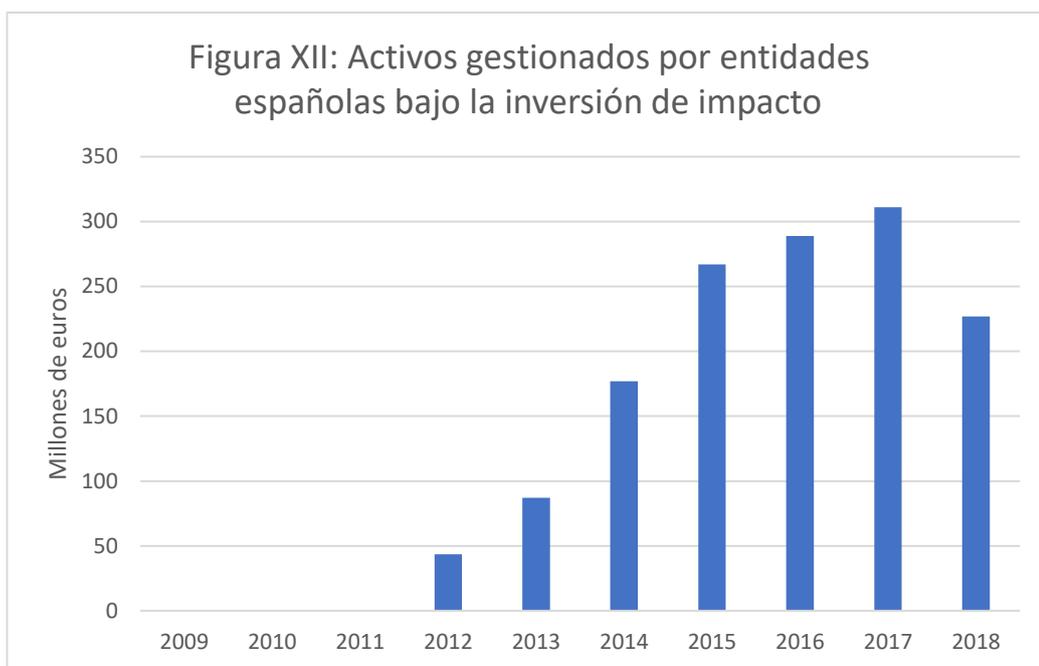
Las inversiones de impacto son un subgrupo dentro de la ISR que busca intencionadamente causar un impacto social o ambiental positivo y cuantificable *ex ante*, a la vez que obtiene rentabilidades financieras atractivas (Robeco, s.f.). El Pacto Mundial de las Naciones Unidas establece que este tipo de inversiones suponen la colocación de capital en estructuras y empresas sociales con la intención de crear beneficios medioambientales y sociales más allá del rendimiento financiero. De esta manera, existe una relación de causalidad entre la inversión hecha y el impacto positivo generado, que se puede medir para conocer el verdadero efecto que ha tenido la inversión en términos de sostenibilidad (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 21-24).

La ISR también busca este impacto positivo, pero no necesita que sea medible ni que se comunique de manera transparente. La principal diferencia es que el objetivo fundamental de la inversión de impacto es crear el valor social y, solamente de manera complementaria (aunque imprescindible), un retorno económico positivo (Acciona, s.f.); por tanto, implica la inversión en empresas o proyectos que generan productos o servicios para hacer el mundo más sostenible. Además, los inversores de impacto se comprometen a evaluar y dar a conocer el desempeño financiero, ambiental y social de sus inversiones. Las inversiones de impacto no deben confundirse con la filantropía, ya que los inversores de impacto se mantienen como propietarios del activo e invierten con el objetivo de obtener una rentabilidad (Spainsif, 2019, pág. 24).

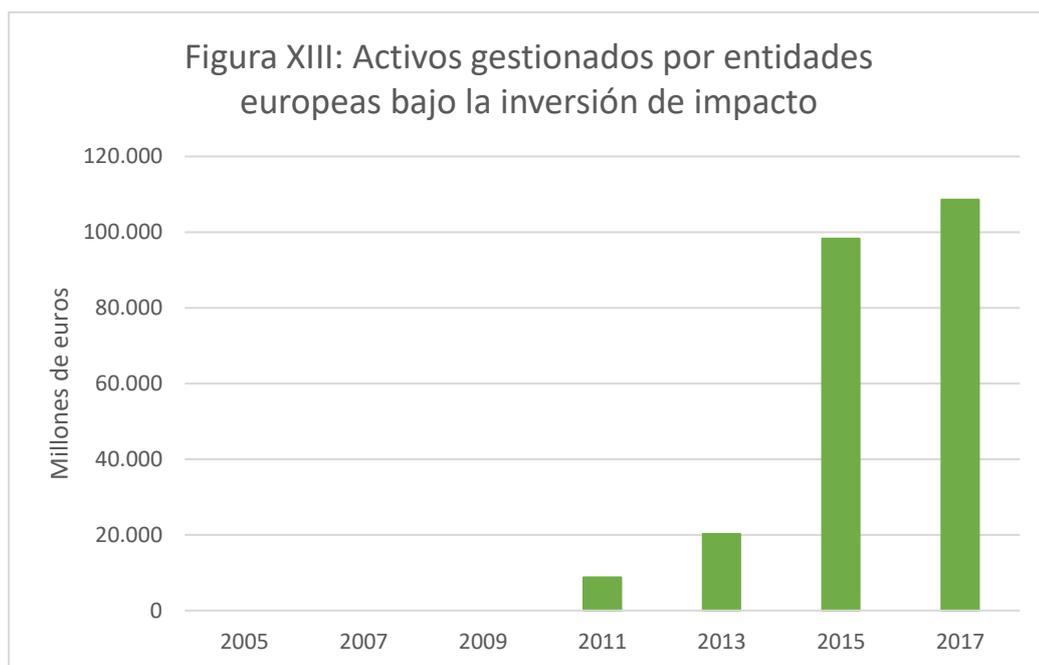
En 2019 la Corporación Financiera Internacional (IFC por sus siglas en inglés), entidad perteneciente al Grupo Banco Mundial, promulgó nueve principios operativos sobre la inversión de impacto con el fin de clarificar y facilitar la comprensión de esta estrategia de ISR. Según IFC son inversiones de impacto aquellas “hechas en compañías, organizaciones, vehículos y fondos con la intención de contribuir a un impacto social, económico o ambiental positivo y medible, junto con los retornos financieros”. Los Nueve Principios Operativos para la Gestión de Impacto describen cada fase de la política de inversión que tiene como objetivo lograr el impacto (Spainsif, 2019).

El término “inversión de impacto” fue utilizado por primera vez en un encuentro coordinado por la Fundación Rockefeller y J.P. Morgan en 2007. Esta estrategia incluye otras iniciativas que existían con anterioridad - como las microfinanzas o el capital riesgo social - pero al ser un concepto relativamente novedoso no cuenta con tantos datos como otras estrategias de ISR (Spainsif, 2016, pág. 20). El CAGR en el período 2013-2017 ha sido del 38% en España y del 52% en Europa; en ese período España fue, junto a Italia (líder en el sector con activos destinados a la inversión de impacto valorados en más de 50.000 millones de euros), el país europeo que mayor crecimiento experimentó, llegando a ocupar la cuarta posición en el mercado europeo de inversión de impacto (Eurosif, 2018, págs. 36-37). En la Figura XII se puede observar un descenso

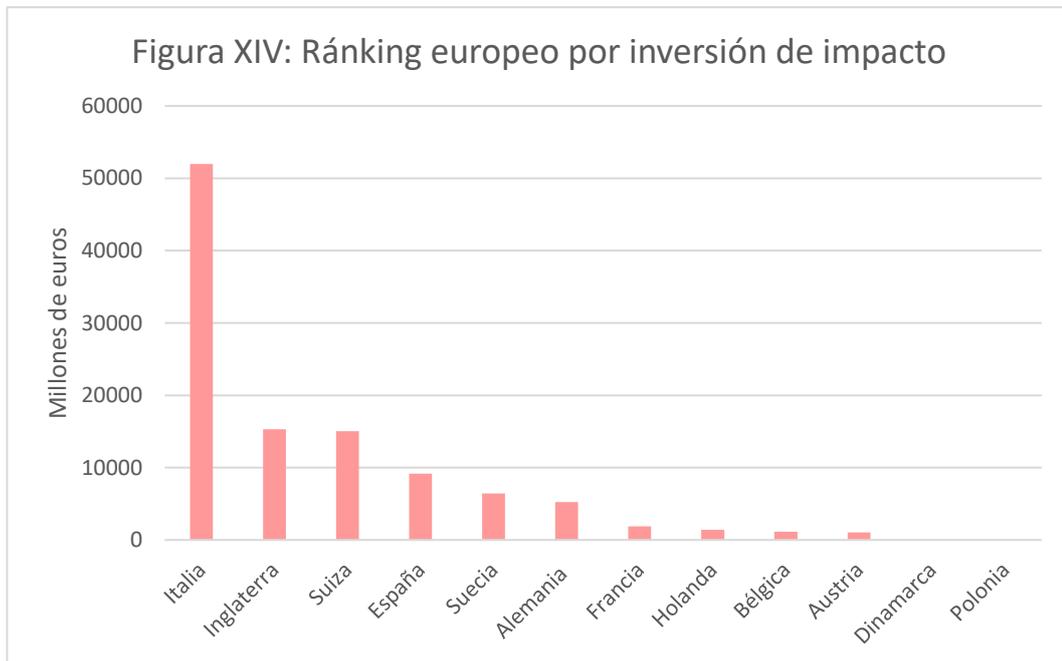
notable de la inversión de impacto española en el año 2018, sin embargo, Spainsif señala que la disparidad con el crecimiento histórico europeo puede deberse a las confusiones que existe en nuestro país en torno al concepto de inversión de impacto, que carece de una definición concreta y suele ser confundido con la inversión temática (Spainsif, 2019, pág. 33).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

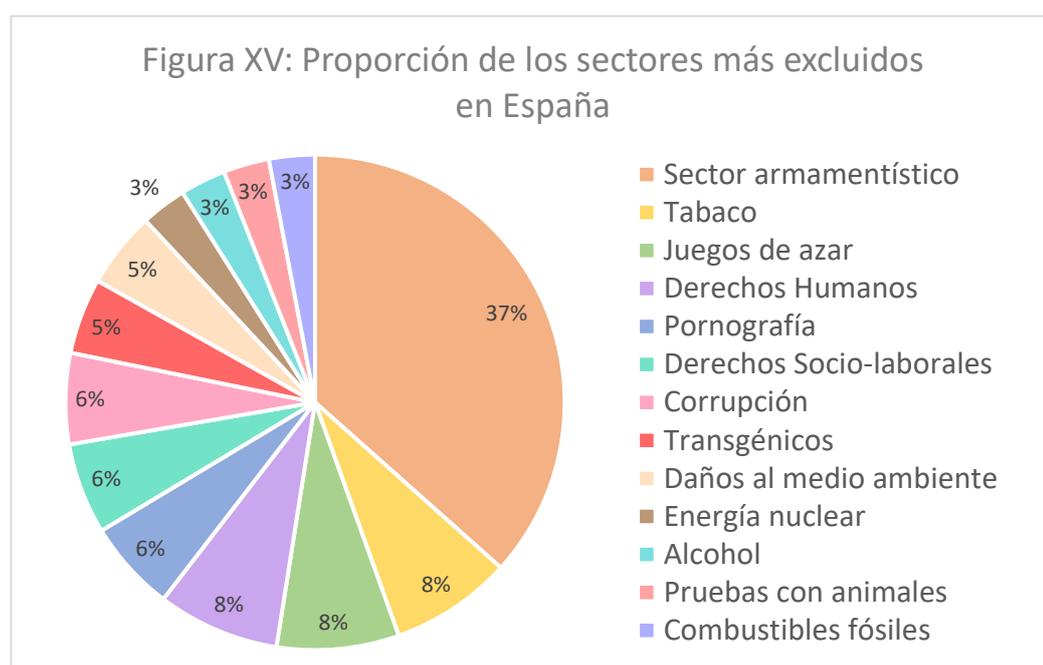
5) Exclusión

La estrategia de exclusión o de “screening negativo” supone aplicar filtros para excluir la inversión en determinados tipos de empresas (por ejemplo, aquellos que no respetan ciertos convenios internacionales o normas), geografías o sectores (combustibles fósiles, armas, tabaco o petróleo) por considerar que empeoran la sociedad (Fardoux, 2019). Se trata de la primera práctica que surgió con sesgo de inversión sostenible, en este caso sesgo negativo, basándose en los UNPRI. Actualmente la selección de los criterios de exclusión queda totalmente al arbitrio de los inversores, por lo que puede estar excesivamente vinculada a cuestiones morales.

Se considera que la exclusión es la estrategia de ISR más simple y no se reconoce como un enfoque completo, sino como un complemento a otras estrategias más desarrolladas que permiten identificar sectores con huella sostenible (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 20-21). Algunos estudios consideran perjudicial la exclusión total de un sector y abogan por mantener una

pequeña presencia en él para poder cambiarlo a través del activismo accionarial (Eurosif, 2018, pág. 22). Por ello, la exclusión ya no supone excluir compañías que forman parte de sectores determinados, sino excluir aquellas compañías con prácticas inadecuadas en términos de sostenibilidad (Férrandez Izquierdo, Muñoz Torres, & Otros, 2018).

La Figura XV muestra los sectores más excluidos siguiendo la estrategia de exclusión en España durante el año 2018. Los inversores españoles coinciden con los inversores europeos mostrando un interés creciente por excluir las inversiones en compañías tabacaleras; estas inversiones no se consideran sostenibles a largo plazo debido a las fuertes repercusiones sanitarias y sociales que tiene el tabaco en la economía y en la sociedad, así como por los excesivos costes legales y de comercialización que tienen que soportar las empresas del sector (Eurosif, 2018, pág. 24).



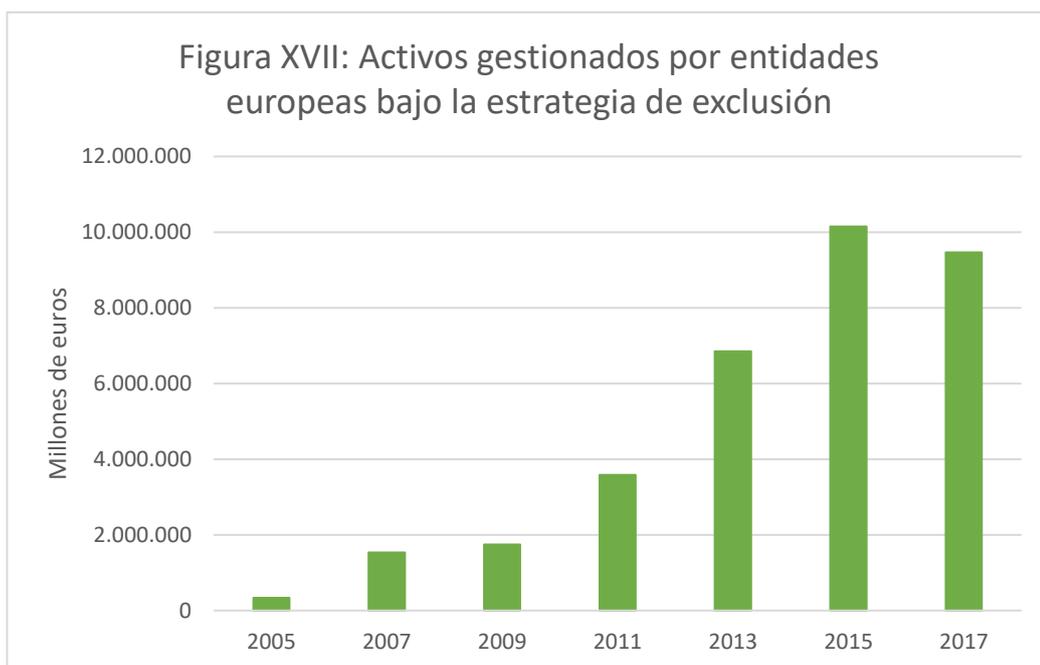
Fuente: elaboración propia basada en Afi & Spainsif

La estrategia de exclusión lidera la inversión sostenible tanto a nivel europeo como a nivel nacional, habiendo experimentado en ambos entornos un CAGR cercano al 23% entre 2009 y 2017. No obstante, esta estrategia ha experimentado una ligera disminución en Europa en los últimos años, probablemente debida a una

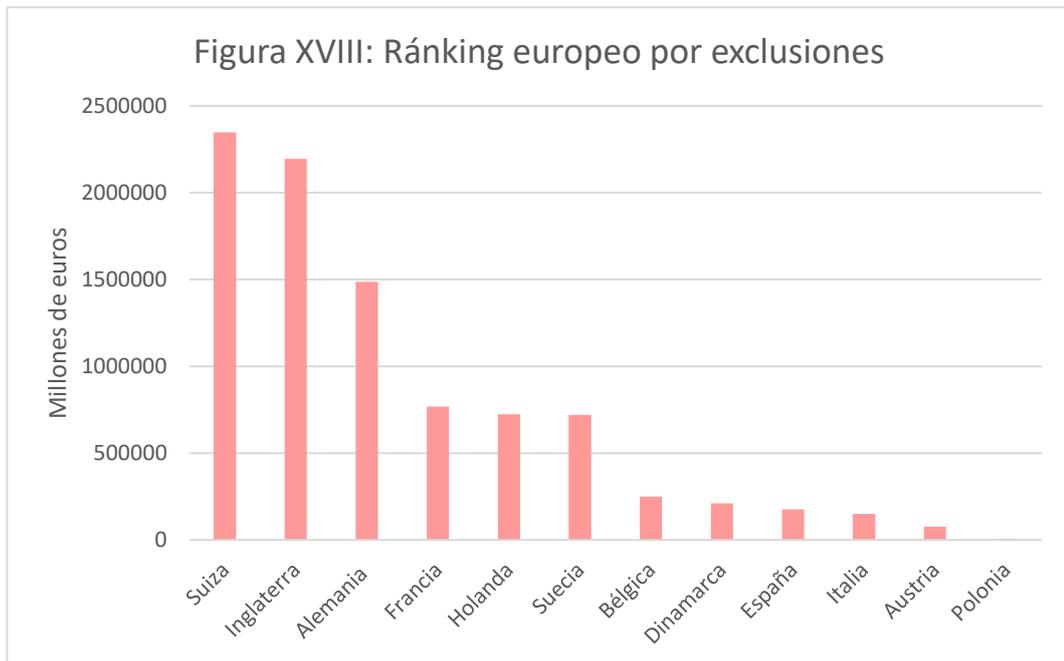
sofisticación cada vez mayor de los enfoques ISR que todavía no se ha dado en España, donde el total de activos gestionados bajo la estrategia de exclusión ha crecido de forma constante. De acuerdo con la Figura XVIII el segmento europeo se encuentra dominado por Suiza y Reino Unido, cada uno con activos valorados en más de 2 billones de euros (Eurosif, 2018, pág. 83).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

6) *Stewardship* o activismo accionarial

Se entiende por *Stewardship* la acción por la que se participa activamente en las compañías en las que se invierte, siendo un elemento que complementa y enriquece todas las políticas de inversión sostenible. Las herramientas de las que se sirve el *stewardship* son el diálogo activo (*engagement*) con el *management* y la política de voto “por poderes” o por delegación (*proxy voting*) de los accionistas, que permiten influir en las decisiones que toma la compañía en términos de sostenibilidad, estrategia y gestión del capital. La participación activa mejora el rendimiento de las empresas y el entorno en el que operan, ya que permite la intervención en el gobierno de la empresa, a nivel del Consejo de Administración, para garantizar la integración de los criterios ASG (Cruz, 2020).

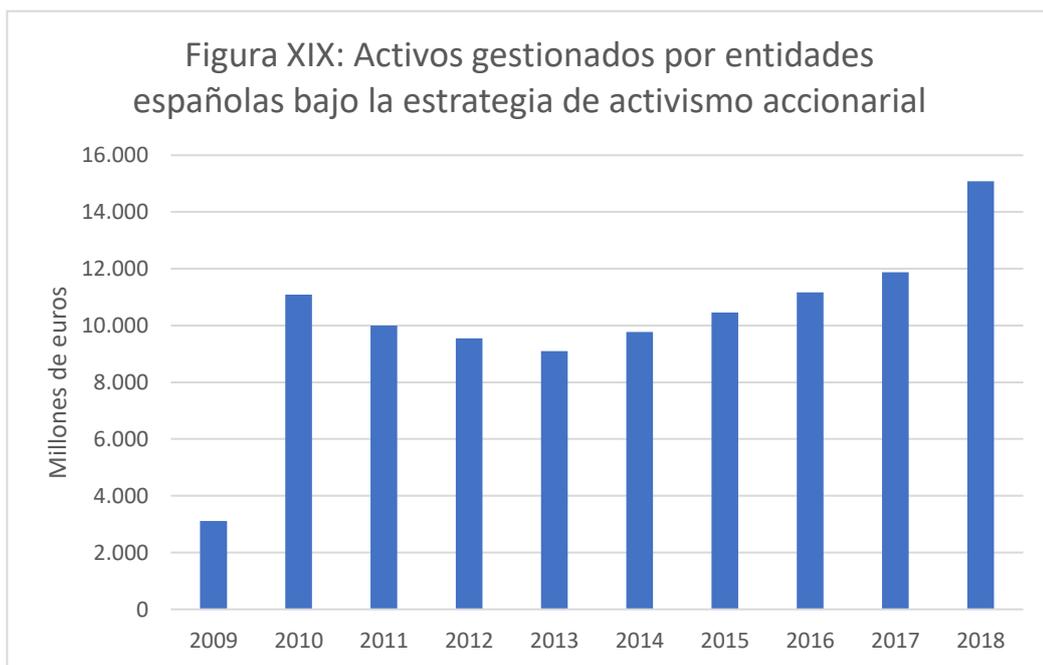
El *engagement* con el *management* tiene dos objetivos principales: reducir riesgos materiales presentes y futuros que podrían acabar afectando a la rentabilidad de la inversión y que no se pueden conocer con un simple análisis financiero; y conseguir una relación de confianza entre los inversores y la

compañía, de la que ambas partes puedan salir beneficiadas (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 16-17). Esta actividad muestra la capacidad que tiene un gestor de intervenir en el gobierno de la empresa en la que ha invertido, para aumentar las actuaciones que favorecen la integración ASG y tratar cuestiones de gobernanza que puedan tener un impacto material en los resultados financieros a largo plazo.

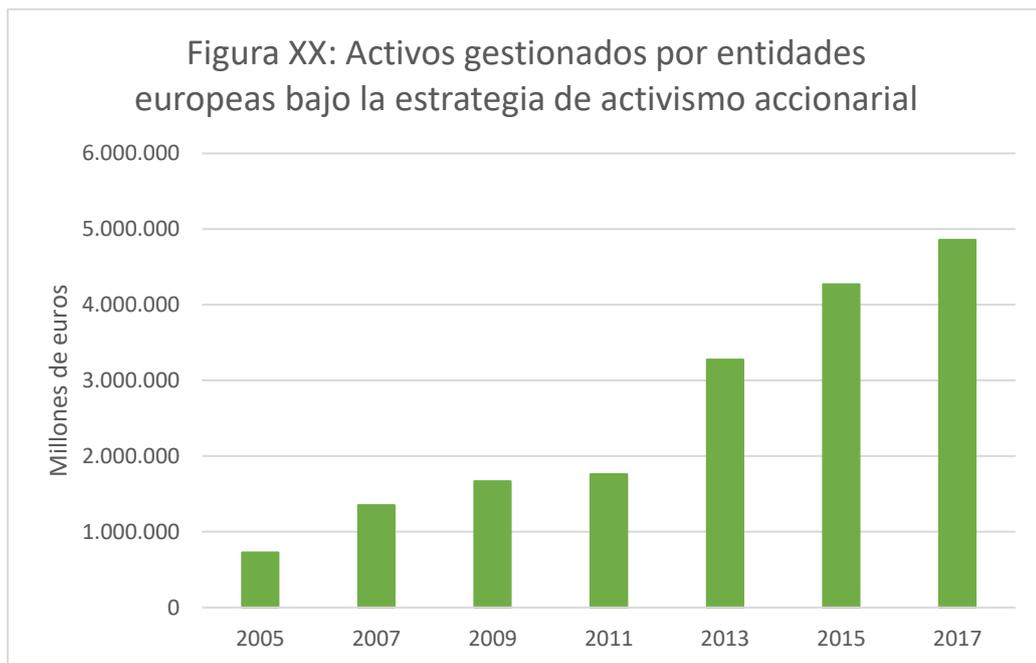
Los gestores de activos tienen el deber fiduciario de maximizar los rendimientos de la inversión, y a través del *stewardship* consiguen efectivamente proteger y mejorar el valor de dichas inversiones poniendo en práctica estructuras que crean valor a largo plazo. Cuando la estrategia adoptada por la compañía se considera contraria a los mejores intereses económicos prolongados de los accionistas, los gestores de activos hacen uso de la política de votos por poderes para tratar de cambiar estas actuaciones y exigir responsabilidad a la empresa; en este sentido, forma parte del deber fiduciario realizar los estudios y análisis necesarios para votar informadamente y de acuerdo con los mejores intereses de los clientes. Sin embargo, antes de recurrir a esta herramienta, los gestores dialogan activamente con la empresa para comprender los retos y oportunidades a los que se enfrentan y la estructura de gobernanza que tienen, y también para hacerles ver los aspectos que creen que necesitan mejorar para poder alinearlos con el enfoque de inversión que ellos tienen (BlackRock, 2020).

Los gestores de activos con vocación ASG son inversores a largo plazo conscientes de la necesidad de que sus objetivos estén alineados con los de las empresas para generar rendimientos sostenibles. Por ello, supervisan las empresas en las que invierten y participan en ellas de forma privada, no con el objetivo de micro-gestionar, sino de trabajar conjuntamente y tomar decisiones beneficiosas para todas las partes involucradas. Cabe destacar que el *engagement* se centra en factores ambientales y sociales que se consideran relevantes, de acuerdo con la evolución de los mercados y las nuevas prácticas de gobernanza, para el desempeño de la empresa y su rendimiento financiero a largo plazo (BlackRock, 2019).

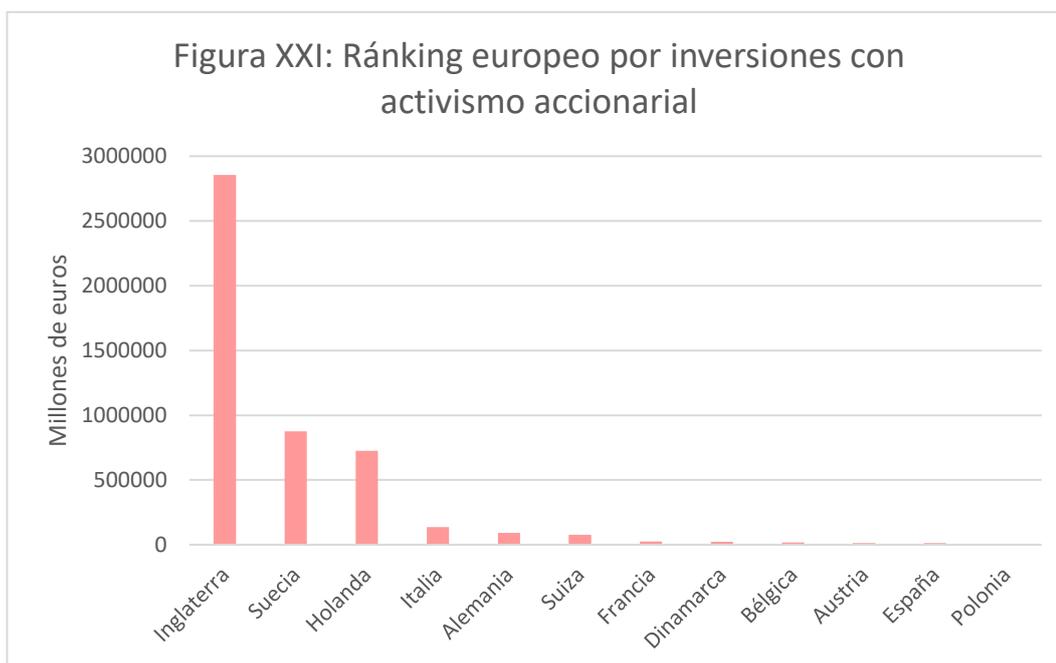
El activismo accionarial es la tercera estrategia ISR más utilizada en España, con un CAGR de 2009 a 2017 del 18%, y la segunda más utilizada en Europa, con un CAGR en ese período del 14%. Esta estrategia ha crecido sustancialmente en la mayoría de países europeos, lo que demuestra la progresiva vocación de los inversores para comprometerse con las empresas en las que invierten y contribuir positivamente a la sostenibilidad de su modelo de negocio. Además, se ha visto impulsada por el trabajo del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles que ha clarificado el concepto de “deberes fiduciarios de los inversores” y lo que significa actuar en el mejor interés del beneficiario. El mayor actor del mercado europeo de activismo accionarial es Inglaterra, tal y como se puede observar en la Figura XXI, que cuenta con activos valorados en más de 2 billones de euros y un crecimiento en los últimos años del 11% (Eurosif, 2018, págs. 11, 21 y 22).



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif



Fuente: elaboración propia basada en los estudios bienales de Eurosif



Fuente: elaboración propia basada en el *European SRI Study 2018* de Eurosif

4. Retos de la inversión sostenible

1) Percepción del nivel de rentabilidad

Toda inversión busca maximizar los rendimientos de la cantidad invertida y está basada en el binomio riesgo/rentabilidad, de tal manera que cuanto mayor es el riesgo mayor debe ser la rentabilidad exigida. La teoría señala que limitar las oportunidades de inversión tiene consecuencias negativas sobre la rentabilidad; por ello, inicialmente se entendía que la ISR era menos rentable que la inversión tradicional puesto que prohibía invertir en proyectos y empresas que no cumplieran con unos requisitos de sostenibilidad mínimos. Esto limitaba la capacidad de diversificación de las carteras e impedía la inversión en sectores rentables como el del tabaco o el carbón. No obstante, el tiempo ha demostrado el buen desempeño que pueden tener las inversiones sostenibles y como esos sectores han terminado siendo poco rentables debido a un desarrollo normativo poco favorecedor y al incremento de los riesgos que entrañan.

De esta manera, se ha empezado a considerar que la integración de criterios sostenibles en el proceso de inversión permite controlar los riesgos extrafinancieros y tener más información para implementar las políticas de inversión eficientemente, pudiendo beneficiar de manera positiva la rentabilidad de las inversiones. Son muchos los estudios que demuestran que tener en cuenta criterios de sostenibilidad no condiciona la rentabilidad de las inversiones negativamente (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 8-9). Algunos estudios afirman que, en todo caso, afectan positivamente a la rentabilidad; sin embargo, otros establecen que dicho efecto positivo no es un efecto probado sino esperado debido a que el mayor control de los riesgos proporciona estabilidad a las compañías y a que las empresas que tienen en cuenta los factores ASG acostumbran a ser menos volátiles y a tener balances más sólidos y consistentes.

A pesar de esto, muchos asesores financieros siguen considerando que las inversiones sostenibles implican tener que asumir una rentabilidad menor y la asimetría de información que domina la relación de estos asesores con sus clientes supone un perjuicio para el desarrollo de la ISR (Eurosif, 2018, pág. 10).

2) Falta de información

Otro de los retos a los que se enfrenta la inversión sostenible es que requiere información extensa y detallada sobre el cumplimiento de los criterios ASG de las empresas y proyectos en los que se desea invertir, lo que puede resultar difícil de conseguir. Por ello, resultan imprescindibles las empresas especializadas en recoger, tratar y proporcionar información de este tipo, porque permiten a las gestoras y a los inversores tener recursos para poder invertir de forma social y responsable (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 15). Además, se requiere que las compañías presenten los estados de información no financiera, que contienen indicadores clave de resultados extrafinancieros que pueden ser aplicados de manera general y que deben cumplir con las directrices de la Comisión Europea en la materia y los estándares que señala la guía *Global Reporting Initiative*, sobre el marco internacional del *reporting* (Garrigues, 2018).

Para permitir a las empresas presentar los estados de información no financiera de manera homogénea y comparable en toda la UE es necesario establecer un marco normativo claro y armonizado; este es uno de los objetivos del Plan de Acción de la Comisión Europea para Financiar el Desarrollo Sostenible, que se tratará con mayor profundidad más adelante. Dicho Plan busca fomentar la transparencia y el largoplacismo de las inversiones, haciendo obligatoria la divulgación de información sobre asuntos de sostenibilidad y contabilidad ambiental que permitan a los inversores y otros *stakeholders* analizar la manera en la que dichos asuntos afectan a la exposición al riesgo y a la creación de valor a largo plazo de las empresas. Yendo más allá, la divulgación de información empresarial sobre estrategias ISR hace posible que los inversores fijen con mayor precisión el precio de las empresas y, así, puedan apoyar a aquellas que invierten en proyectos orientados a la sostenibilidad a largo plazo (Eurosif, 2018, pág. 8). Cabe destacar que la Directiva 2014/95/UE relativa a la divulgación de información no financiera no establece una manera concreta de facilitar la información sobre sostenibilidad; por ello, el Plan de la Comisión busca lograr un equilibrio entre flexibilidad a la hora de presentar y la normalización de los datos

presentados para que la información no financiera resulte útil y se incorpore eficientemente a la toma de decisiones de inversión (Comisión Europea, 2018).

3) *Greenwashing*

La inversión sostenible también se enfrenta al riesgo de fraude, conocido como blanqueo ecológico o *greenwashing*, en caso de no que no se defina con exactitud el concepto de inversión sostenible. El *greenwashing* se produce cuando una empresa utiliza el marketing para proporcionar información falsa o engañosa sobre sus productos, actividades o políticas, con el objetivo de hacer creer a los consumidores que son respetuosos con el medioambiente cuando en realidad no lo son (Kenton, 2020). Los estudios demuestran que la preocupación por el blanqueo ecológico es el principal elemento disuasorio de múltiples inversores interesados en invertir de manera sostenible que finalmente no lo hacen (Eurosif, 2018, pág. 7). Para luchar contra este fraude el Plan de Acción de la Comisión Europea ha elaborado tres acciones concretas que buscan promover la ISR (Comisión Europea, 2018, págs. 5-8):

- “Acción 1: Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles”. El sistema de clasificación o la taxonomía de las finanzas sostenibles recoge un conjunto de actividades económicas que se pueden dar en el proceso de inversión y que se consideran sostenibles desde un punto de vista ambiental. Aunque la taxonomía empezará refiriéndose sólo a actividades de lucha contra el cambio climático (actividades “verdes”) o a aquellas que no se consideran sostenibles por tener consecuencias negativas sobre el medioambiente (actividades “marrones”), la idea es que más adelante incluya actividades sostenibles desde una perspectiva social y de gobierno corporativo y que se actualice regularmente para reflejar los desarrollos políticos, tecnológicos y del mercado. El objetivo de este sistema es aclarar lo que es la sostenibilidad ambiental para facilitar la toma de decisiones informada con el propósito de fomentar las inversiones sostenibles (Spainsif, 2019).

La creación de este sistema de clasificación trae numerosas ventajas porque proporciona uniformidad y homogeneidad a las inversiones e instrumentos

sostenibles; sin embargo, entraña también algunos riesgos como la falta de disponibilidad de datos que se ha señalado más arriba o que la taxonomía no siempre refleje la manera en la que la sostenibilidad y los criterios ASG se incorporan a una estrategia de inversión o a un producto particular (BlackRock, 2020, pág. 4). Respecto a este último punto cabe señalar que no existe una forma establecida de manera general para integrar los procesos de análisis ASG, ya que se pretende permitir al inversor adaptar dicho proceso a sus criterios financieros para facilitar las decisiones de inversión (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 15).

- “Acción 2: Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes”. Tras la adopción de la taxonomía de sostenibilidad europea, se pretenden crear normas y etiquetas de la UE para catalogar los productos financieros sostenibles y proteger la integridad y la seguridad de los mercados financieros, facilitando además el acceso de todos los inversores. Durante el proceso de creación, la Comisión se plantea utilizar el marco desarrollado por la etiqueta ecológica de la UE, que es el resultado de la política de producción y consumo sostenible y que se otorga a aquellos productos que cumplen unos requisitos mínimos para ser considerados ecológicos. Siguiendo este esquema se está trabajando para crear una etiqueta europea (*EU Ecolabel for Retail Financial Products*) que permita identificar aquellos productos financieros que se comportan de mejor desde un punto de vista medioambiental; el objetivo es estimular el crecimiento del mercado y facilitar a los inversores minoristas el acceso a productos que financian la transición climática y ecológica (Alessi, Kofoworola, & Others, 2019).
- “Acción 5: Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad”. Los parámetros de referencia son índices que permiten medir el rendimiento y seguir el comportamiento de instrumentos y activos financieros teniendo, por tanto, un impacto indirecto pero relevante en la orientación de capital. Los parámetros tradicionales no permiten medir correctamente el rendimiento de las inversiones sostenibles, por ello y de cara a favorecer este tipo de inversiones, se han desarrollado parámetros de referencia ASG; sin embargo,

la falta de homogeneidad y de transparencia de los distintos parámetros ha afectado a su fiabilidad y a su uso. Así, se requiere el trabajo de la UE para establecer parámetros de referencia de sostenibilidad que aporten seguridad y que sean compatibles con los objetivos del Acuerdo de París y de la Agenda 2030 (EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018, págs. 53-55).

5. Oportunidades de la inversión sostenible

1) Transición hacia una economía circular hipocarbónica

Los primeros modelos económicos se desarrollaron en una época de abundancia de recursos naturales y bajas emisiones de carbono con el objetivo de potenciar el trabajo y el capital. A pesar de que siguen siendo utilizados, numerosos estudios demuestran que ya no son sostenibles y que se debe iniciar la transición hacia otros modelos que promuevan la economía circular y las bajas emisiones de carbono para poder superar los desafíos del cambio climático. Esta transición debe realizarse gradualmente para permitir el ajuste progresivo de los métodos de producción y consumo, ya que de lo contrario se producirán colisiones que darán lugar a activos varados (en inglés, *stranded assets*), esto es, activos que habrán perdido su valor productivo en los nuevos modelos de desarrollo. La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible se debe tomar como referencia para lograr una economía inclusiva y sostenible, que permita que las generaciones presentes y futuras dispongan de todos los recursos que necesiten – incluyendo, entre otros, energía, agua y alimentos – sin que ello implique consecuencias perjudiciales e irreversibles para el planeta (Schoenmaker & Schramade, 2019, pág. 4).

Actualmente el planeta tarda un año y medio en regenerar los recursos que se consumen en un año, esto provoca una limitación de recursos y unos volúmenes ingentes de desechos y de contaminación que imponen amenazas al bienestar de la sociedad y, desde un punto de vista empresarial, a la competitividad, los

ingresos y la continuidad de las compañías (Wijkman & Skanber, pág. 5). En este contexto se hace necesario imponer la economía circular para convertir bienes que están al final de su vida útil en recursos para otros, minimizando así los residuos y el uso de nuevos recursos materiales (Stahel, 2016). Esto requiere un cambio en la lógica económica y sustituir el modelo de consumo lineal tradicional de “adquirir, utilizar, tirar”, por otro basado en “reutilizar, reciclar, reparar y refabricar” que permita utilizar recursos naturales evitando las limitaciones, mantener el crecimiento económico, reducir la contaminación y cerrar el “círculo virtuoso” del procedimiento económico (Martín Carretero, 2019, pág. 24).

Los estudios demuestran que la transición hacia una economía hipocarbónica y circular es una oportunidad para los países puesto que permitiría reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 70% y aumentar su mano de obra aproximadamente un 4%. La UE debe aprovechar esta oportunidad, no sólo para preservar el planeta y el modo de vida de los ciudadanos europeos, sino también para crear millones de trabajos y posicionar a Europa como el líder tecnológico de la transición hacia una economía sostenible (Eurosif, 2018, pág. 7). Para conseguirlo ha comenzado a implementar medidas políticas, estratégicas y legislativas que pretenden conseguir que la UE sea climáticamente neutra en el año 2050 (Wijkman & Skanber, pág. 50).

La inversión sostenible tiene un importante papel y un gran potencial de crecimiento en la transición hacia una economía circular y baja en emisiones. Los expertos estiman que para alcanzar el objetivo de descarbonización se requerirá una inversión media anual de 5 billones de dólares en infraestructuras a nivel global, lo que implica inversiones anuales de medio billón de dólares sólo en el sector energético de la UE (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020, pág. 3). Los inversores en compañías que utilizan patrones de producción responsables y que luchan por reducir su huella de carbono generarán un impacto positivo en el medioambiente y conseguirán retornos económicos sostenibles por sus inversiones. En sentido opuesto, las empresas que no luchan contra los riesgos medioambientales que provocan los modelos de producción basados en combustibles fósiles se expondrán a grandes pérdidas financieras, que afectarán

también a sus inversores, y, además, no aprovecharan este reto para conseguir ventajas competitivas (Finect, 2019).

En 2018 la UE ya había conseguido reducir en un 22% las emisiones de carbono respecto de 1990, sin embargo, señaló que esto no era suficiente para afrontar los devastadores efectos del cambio climático; Eurosif estimó que se requerían inversiones anuales adicionales de 180.000 millones de euros en sectores como la energía y las obras para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y que para promover el crecimiento exponencial de las inversiones se requiere un uso de la financiación ecológica de manera generalizada (Eurosif, 2018, págs. 6-7). Aunque el sector público ya está plenamente concienciado, se requiere una acción conjunta de los Gobiernos, la sociedad y el sector privado para incentivar el uso de energías renovables, la desinversión en combustibles fósiles y la promoción de modelos económicos circulares. Las inversiones privadas se configuran como la clave para afrontar la transición hacia otro tipo de economía y los principales actores ya han empezado a actuar (Principles for Responsible Investment, 2018, págs. 6-8).

Las grandes gestoras han aprovechado las oportunidades que presenta este modelo económico regenerativo, que permite participar en un mercado que en el año 2030 tendrá un valor aproximado de 4,5 billones de dólares. En esta línea, BlackRock ha lanzado el fondo *BGF Circular Economy*, comprometido con invertir globalmente más del 80% de sus activos en empresas con modelos económicos basados en o que contribuyan a la economía circular. Por su parte, Robeco ha promovido la estrategia *RobecoSAM Circular Economy Equities*, que permite a los inversores participar desde el inicio en el crecimiento de este modelo de producción, invirtiendo exclusivamente en empresas líderes en crear valor en la cadena y promover el cambio hacia una economía sostenible e inclusiva (Giménez Colmenero, 2020).

Actualmente el mayor riesgo en términos medioambientales es el carbón térmico que, por las altas emisiones de CO₂ que genera, es cada vez más inviable desde una perspectiva económica y tiene una mayor exposición a nuevos desarrollos normativos. Además entraña grandes riesgos porque los estudios

demuestran que el impacto potencial de la descarbonización, en términos de activos varados, será de 1,6 billones de dólares en las industrias del carbón, el gas y el petróleo (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020, pág. 3). Para liderar una transición gradual que minimice este impacto, entidades como BlackRock y BNP Paribas han comenzado la desinversión de empresas que se dedican u obtienen más de un cuarto de sus ingresos del carbón térmico, porque entienden que la transición hacia una economía baja en carbono es incompatible con la inversión en este sector y pretenden utilizar el capital que se libere como consecuencia de la desinversión para invertir en empresas que contribuyan a facilitar la transición hacia una economía hipocarbónica (Comité Ejecutivo Global de BlackRock, s.f.). En relación con estas inversiones cobra gran importancia la huella de carbono, métrica que mide las emisiones de carbono de una cartera de inversión y que permite estimar la magnitud del riesgo de carbono al que se enfrenta una empresa (Principles for Responsible Investment, 2018, págs. 6-8).

2) Vectores poblacionales

Existen dos segmentos de la población con un gran potencial para impulsar la inversión sostenible que son las mujeres y los *millennials* o Generación Y, es decir, aquellas personas nacidas entre 1984 y 1990 (Silos, 2018). Se considera que estos grupos pueden servir como palanca de crecimiento para las inversiones sostenibles porque están más concienciados y predispuestos a esforzarse por mejorar el mundo en todos sus aspectos.

A. Las mujeres

Hasta hace relativamente poco las mujeres no tenían poder para administrar patrimonios financieros, sin embargo, la situación ha cambiado y en la actualidad más de la mitad de la riqueza del mundo está en manos de mujeres. Un estudio realizado por *Allianz Global Investors* señala que más del 90% de las mujeres españolas tienen interés por la inversión sostenible y que son pocas las que consideran que elegir este tipo de inversiones supone obtener rentabilidades negativas (Pérez Galdón, 2019). Además, otro estudio de

Morgan Stanley realizado en 2017, señala que el 84% de las mujeres tienden a mostrar actitudes positivas ante la inversión sostenible, frente al 67% de los hombres, y que el 56% de las mujeres pretende, al menos parcialmente, crear un impacto positivo con sus inversiones (Institute for Sustainable Investing, 2017, págs. 2-8).

Se ha demostrado que la mujer es, en general, más propensa a valorar atributos extrafinancieros y también que tiene mayor interés que los hombres en saber cómo se utiliza el dinero que invierte, al estar éstos más centrados en la visión tradicional del binomio riesgo/rentabilidad (Silos, 2018). Otro motivo que puede impulsar el crecimiento de la inversión sostenible es la mayor presencia femenina en puestos de alta dirección tanto en el sector público como en el sector privado, que permite a las mujeres tomar decisiones y administrar la riqueza según lo que estimen más conveniente (EFE Madrid, 2019).

Los expertos señalan que las razones por las que las mujeres están más sensibilizadas por las cuestiones ASG incluyen las siguientes: tradicionalmente las mujeres han tenido el papel de “nodrizas”, por lo que tienen mayor interés en hacer el bien para otros y para la sociedad y, además, tienden a pensar en riesgos que pueden surgir a largo plazo; desde un punto de vista de la inclusión de la mujer en el trabajo, consideran que la sostenibilidad y los criterios ASG les permiten evaluar la diversidad de las empresas; y como generalmente tienen una mayor aversión al riesgo, incorporan los factores de sostenibilidad en sus procesos de decisión para tener más variables controladas y realizar inversiones más prudentes (Gracia, 2019).

B. Los *millennials*

En 2017 el Instituto para la Inversión Sostenible de Morgan Stanley realizó una encuesta en la que se demostraba que el 86% de los *millennials* estaba interesado en la inversión sostenible y que tenían el doble de probabilidades de invertir en empresas con objetivos sociales o medioambientales que el conjunto de la población inversora (Choi, 2018). Actualmente, los *millennials* representan más del 35% de la fuerza laboral, por lo que se encuentran en una

posición que les habilita para influir en las políticas corporativas de sus empresas y ejercer presión para que adopten una posición concreta en temas sociales o ambientales.

Los *millennials* cuentan con el poder de agregación positiva de las redes sociales, que les facilitan el acceso a información actualizada en todo momento, les sensibiliza ante cuestiones sociales y ambientales y les permite conocer los problemas globales a los que se enfrentan. Estos motivos convierten a los *millennials* en la primera generación que se preocupa por cuestiones como de dónde vienen los productos que consumen, cómo se desechan los residuos o cómo pueden luchar en su día a día contra la contaminación y, por ello, se considera que están capacitados para influir en las cadenas de valor de las empresas (Gracia, 2019). Pero es que además esta generación sigue las mismas pautas de comportamiento respecto de sus inversiones prefiriendo, por ejemplo, invertir su dinero en compañías comprometidas con el medioambiente que en aquellas que son contaminantes.

Los estudios demuestran que esta generación, que se muestra más interesada por los aspectos de ISR que las generaciones anteriores, va a ser capaz en un futuro cercano de influir como inversor en el comportamiento de las empresas. El motivo es que se está produciendo una transmisión de la riqueza de la generación posterior a la guerra (los “*babyboomers*”) a sus descendientes, que va a permitir a los *millennials* invertir de acuerdo con sus preocupaciones ASG. Además, los *millennials* consideran que las finanzas y las inversiones pueden ser muy útiles para cambiar el mundo si se utilizan conscientemente y no sólo con el objetivo de generar rentabilidad; de esta manera, sus preferencias sociales y medioambientales pueden tener una repercusión significativa en el mundo y en la economía (Choi, 2018).

III. FINANZAS SOSTENIBLES

1. Concepto

Las finanzas sostenibles se pueden definir como la “capacidad de financiar la actividad económica satisfaciendo las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades y favoreciendo al mismo tiempo un bienestar económico, ambiental y social” (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020, pág. 4). Las finanzas sostenibles fomentan la prosperidad económica a la vez que proporcionan estabilidad y resuelven los problemas del planeta; implican integrar los factores ASG en las decisiones de negocio, el desarrollo económico, las estrategias de inversión y los servicios financieros con el objetivo de maximizar los rendimientos y minimizar las pérdidas a la vez que se genera un impacto en el medioambiente y en la sociedad. De esta manera, la financiación sostenible supone la autopreservación de los inversores y las empresas cuyas operaciones financian (Park, 2018, págs. 4-5).

La tarea fundamental del sistema financiero es conseguir la asignación de los fondos a su utilización más productiva; así, las finanzas, y en concreto los distintos instrumentos y modalidades de financiación pueden condicionar, y con ello impulsar o contener, las inversiones en proyectos y compañías sostenibles, y acelerar o ralentizar, consecuentemente, la evolución hacia modelos económicos circulares e hipocarbónicos. Las finanzas sostenibles se caracterizan por asegurar la interacción entre la financiación (préstamos e inversiones) y las cuestiones económicas y ASG. La función de asignación de fondos mencionada, que debe regirse siempre por los principios de equidad e inclusividad, facilita la toma de decisiones estratégicas sobre estas cuestiones para alcanzar los objetivos de sostenibilidad (Schoemaker & Schramade, 2019, págs. 4-5).

A diferencia de las finanzas tradicionales, que se caracterizan por una búsqueda de valor a corto plazo para el accionista a través de una combinación de riesgo y rentabilidad, las finanzas sostenibles buscan la creación de valor a largo plazo y, por ello, sirven para movilizar las inversiones hacia activos que contribuyen al desarrollo sostenible. La transición hacia una economía inclusiva y climáticamente neutra

requiere que las externalidades ambientales y sociales se integren en los modelos económicos y que se produzca una reasignación de capital; en este sentido las finanzas sostenibles se hacen necesarias porque permiten cuantificar los riesgos y beneficios ASG para incluirlos en los precios de valoración de empresas y proyectos, favoreciendo así la reasignación de capital hacia aquellos proyectos y compañías que resulten sostenibles a largo plazo. De esta manera, las finanzas sostenibles pueden contribuir a una rápida transición hacia una economía regenerativa con bajas emisiones y a conseguir las inversiones masivas necesarias para cumplir con los objetivos de la Agenda 2030 y del Acuerdo de París (Schoenmaker & Schramade, 2019, págs. 4-5).

La UE reconoce la importancia de las finanzas sostenibles y lleva años luchando por alcanzar un sistema financiero europeo estratégico y sostenible que asegure inversiones socialmente responsables y que promueva el crecimiento ecológico sostenible y a largo plazo. Este sistema financiero sostenible supone la promoción de un funcionamiento correcto del mercado que reconecte las finanzas con la sociedad mediante la consideración de los factores ASG y la utilización de indicadores de rendimiento para medir el éxito. Además, requiere la creación de un entorno de inversión adecuado para una mayor asignación de capital a largo plazo con fines productivos y sostenibles; en dicho entorno se permitiría a los inversores conocer el destino su dinero y la manera en la que se está invirtiendo para contribuir al desarrollo sostenible, la justicia social, la protección medioambiental y la prosperidad económica (Eurosif, 2018, págs. 30-32).

Este capítulo puede coincidir en determinados aspectos con el contenido del capítulo dedicado a las inversiones sostenibles, puesto que una inversión constituye financiación para el receptor de los fondos invertidos; sin embargo, se considera necesario tratarlos por separado para examinar detalladamente los instrumentos y métodos de financiación sostenible que existen, una vez se conocen las distintas estrategias de ISR. Además, el tratamiento separado permite realizar un análisis cuantitativo para comparar los retornos que ofrecen los instrumentos y métodos de las finanzas sostenibles con los retornos obtenidos por métodos e instrumentos tradicionales.

2. Tipologías de las finanzas sostenibles

Las finanzas sostenibles, que condicionan el crecimiento económico a un desarrollo más equilibrado y humano, incluyen entre sus formas la banca ética, las microfinanzas y el capital riesgo social (Comisión Nacional del Mercado de Valores, s.f.).

1) Banca ética

La banca alternativa o banca ética es aquella que desarrolla su actividad sin estar exclusivamente condicionada al binomio riesgo/rentabilidad de la banca tradicional, dando prioridad, en su lugar, a criterios alternativos de transparencia, cooperación, democracia y sostenibilidad. De esta manera incluye a entidades intermediarias financieras cuyos productos no están exclusivamente destinados a lograr el máximo beneficio y la especulación, sino que buscan producir un impacto medioambiental y social positivo. Su actividad está centrada en proyectos que fomentan la economía real, el comercio justo, la empleabilidad, los beneficios medioambientales y la ayuda social (Banca ética, s.f.). Además, la banca ética reinvierte en la sociedad una parte de los beneficios que obtiene para incrementar la financiación de proyectos sostenibles. En España operan varias entidades financieras de este tipo, siendo las más importantes Triodos Bank, Fiare Banca Ética y Coop 57, que se caracterizan por ofrecer al público toda la información relativa a sus inversiones, proyectos y actividades y hacer partícipes a los inversores del cambio que promueven en la sociedad con su dinero (Climent Diranzo & Escrivá Llidó, 2019, págs. 59-62).

Probablemente Triodos Bank sea el ejemplo más conocido y rentable de banca ética. Sus orígenes surgen de una fundación gestionada por un grupo de economistas desde 1968, que pretendía captar dinero de inversores individuales para financiar actividades con objetivos ambientales, sociales y culturales. Sobre la base de la Fundación Triodos se implantó en Holanda en 1980 Triodos Bank, que desde entonces ha seguido esta política siendo un referente mundial de la banca ética (Climent Diranzo & Escrivá Llidó, 2019, pág. 59). Actualmente Triodos Bank está presente en seis países europeos, entre los que se incluye

España, y gestiona más de 15.500 millones de euros. Sólo durante el año 2019 ha financiado más de 13.000 viviendas sostenibles en Europa y ha conseguido que 660.000 personas reciban educación (Triodos Bank, 2020). La rentabilidad de Triodos Bank se ha mantenido en valores de entre el 3% y el 5% de rentabilidad media anual durante más de 20 años y el beneficio neto del año 2018 fue de 38,6 millones de euros, lo que demuestra que es compatible producir un impacto positivo y obtener beneficios económicos (Barrón, 2020).

Aunque no son bancos éticos, los bancos tradicionales también han asumido su fundamental papel como impulsores de la sostenibilidad y han adoptado una serie de medidas que pretenden alinear el negocio bancario con los ODS y el Acuerdo de París con el objetivo de integrar mejor los desafíos ambientales y sociales. De esta manera, han promulgado los Seis Principios de Banca Responsable, por los que se comprometen a lograr sus objetivos de una forma sostenible. En nuestro país han adoptado estos principios 28 entidades bancarias, entre las que se incluyen el Banco Santander y BBVA, con el fin de conseguir que la industria financiera sea un motor para conseguir un mundo más justo y sostenible (de las Heras & Durán Graván, 2018).

2) Microfinanzas

Las microfinanzas son inversiones realizadas con el objetivo de prestar servicios financieros básicos – de préstamo, ahorro o inversión - a colectivos que se encuentran en riesgo de exclusión, que tienen escasos recursos económicos o que se enfrentan a situaciones adversas desde un punto de vista económico. Estos servicios los prestan las instituciones microfinancieras, que son aquellas organizaciones dedicadas exclusivamente a personas y entidades de bajo ingreso – microempresas y trabajadores por cuenta propia – que no pueden acceder a las fuentes de financiación que prestan las entidades bancarias ordinarias por tener la consideración de clientes no fiables o no rentables (International Finance Corporation, s.f.). Estas instituciones no operan como el resto de entidades de crédito, ya que renuncian a una parte de su rentabilidad para conseguir un impacto social y medioambiental positivo en las comunidades en las que invierten.

Los principales servicios que ofrecen las instituciones microfinancieras son los microcréditos que son pequeños préstamos (de cantidades no superiores a \$100) a corto plazo destinados a personas excluidas del acceso al capital y que se dedican a actividades propias de la economía informal (Spainsif, 2016, pág. 20). Los microcréditos, que tienen como objetivo impulsar el desarrollo local y el emprendimiento y luchar contra la pobreza, no se encuentran garantizados por activos y se pagan semanalmente en lugar de mensualmente. Estos préstamos ayudan a erradicar la pobreza extrema porque tienen como finalidad ayudar al prestatario a desarrollar un empleo que le genere ingresos (Grameen Bank, s.f.).

Las instituciones microfinancieras y los microcréditos tienen su origen en el profesor, economista y Premio Nobel de la Paz Muhammad Yunus que en 1983 fundó el banco Grameen, un banco dedicado a los pobres que se caracteriza por estar presente en zonas rurales, permitir el acceso a financiación a personas sin recursos (especialmente mujeres) y regirse por los principios de confianza y solidaridad. Actualmente el banco Grameen presta dinero a casi 10 millones de personas, a las que les ha permitido salir de la situación de extrema pobreza, y tiene una tasa de recuperación de los créditos del 97%, que es superior a la de cualquier otra entidad bancaria (Grameen Bank, s.f.). Muhammad Yunus también es el creador de los negocios sociales, conocidos como “*Yunus Social Business*”, que son empresas autosostenibles, esto es, que se financian con sus propios ingresos, y que tienen como objetivo resolver un problema social ofreciendo energía renovable, agua potable, atención médica, educación, trabajo y saneamiento a personas pobres de países emergentes (Yunus Social Business, s.f.).

3) Otros

Existen otras formas de financiación sostenible como el capital riesgo social y la financiación participativa. El capital riesgo social o capital riesgo filantrópico utiliza las técnicas del capital riesgo para la financiación de empresas y proyectos con un gran potencial de impacto social positivo. Es una inversión temporal que tiene como objetivo facilitar recursos financieros a proyectos de emprendimiento social con un alto valor añadido (Alemany & Scarlata, 2009). El inversor de

capital riesgo social participa activamente en el proyecto de emprendimiento en cuestión para alcanzar el máximo impacto posible y rentabilizar su inversión; en este tipo de financiación se unen, por tanto, intereses sociales y económicos.

Por su parte, la financiación participativa o *crowdfunding* social es una forma de financiar proyectos o negocios con consecuencias sociales o ambientales, realizada a través de plataformas online que permiten a múltiples inversores, tanto profesionales como minoristas, aportar las cantidades de dinero que deseen hasta alcanzar la cifra total del préstamo solicitado (Spainsif, 2016, págs. 20-21).

3. Instrumentos financieros

Vistas las distintas formas que pueden adoptar las finanzas sostenibles, cabe examinar los instrumentos financieros que existen para apoyar el desarrollo sostenible. En este epígrafe se van a analizar en detalle, tanto desde una perspectiva teórica como desde una perspectiva práctica, los bonos verdes, los bonos de impacto social y los fondos de inversión sostenible.

1) Bonos verdes

Los bonos verdes son títulos de deuda pública o privada que tienen como objetivo financiar o refinanciar proyectos con un impacto medioambiental o climático positivo, que favorecen la consecución de los ODS, entre los que se incluyen los destinados a promover la eficiencia energética, la gestión sostenible de recursos naturales y el transporte limpio. Este tipo de bonos se crearon en 2007 en el seno del Banco Europeo de Inversiones para financiar proyectos que contribuyeran a crear energía accesible y no contaminante y a luchar contra el cambio climático (Iberdrola). Desde entonces el volumen y número de emisiones de bonos verdes ha crecido significativamente en todo el mundo hasta alcanzar un volumen acumulado de 500.000 millones de dólares en 2018. Cada vez hay un interés mayor por este tipo de bonos debido a la concienciación general sobre la necesaria transición hacia una economía circular hipocarbónica y a las previsiones

de crecimiento que tiene esta industria, impulsadas por los nuevos desarrollos normativos (Santander Asset Management, 2018).

Los bonos verdes son instrumentos sujetos a la misma regulación financiera y del mercado de capitales que los bonos tradicionales, pero su emisión conlleva algunos costes adicionales para el emisor porque se debe hacer un seguimiento y reportar el uso de los fondos; sin embargo, se ha demostrado que los beneficios que proporcionan los bonos verdes superan dichos costes adicionales. Para que un bono verde pueda denominarse como tal debe cumplir con los Principios de los Bonos Verdes (GBP por sus siglas en inglés) que buscan asegurar la integridad y transparencia de este tipo de emisiones mediante la supervisión de cuatro tipos de directrices: el uso de los fondos para proyectos que conlleven un impacto medioambiental positivo; la selección de proyectos elegibles que puedan ser sujetos a una evaluación externa; la gestión de los fondos obtenidos controlada por el emisor y un auditor; y la publicación periódica de informes por el emisor sobre la utilización de los fondos y la consecución de los objetivos de sostenibilidad (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 25).

Los emisores utilizan los bonos verdes en lugar de otro tipo de instrumentos de renta fija para ampliar su estrategia de sostenibilidad, tener un mayor control de los riesgos no financieros y comunicar los valores de la empresa a los inversores. Los inversores también se benefician de elegir los bonos verdes frente a otros instrumentos porque obtienen rentabilidad y simultáneamente ayudan a financiar proyectos destinados a combatir el cambio climático; además, los expertos señalan que los bonos verdes no modifican el perfil de riesgo/rentabilidad de sus carteras sino que cambian los sectores y países en los que se invierte (Eurosif, 2018, pág. 50). La legitimidad de los bonos verdes puede verse especialmente afectada por la falta de regulación y el riesgo de *greenwashing*, de aquí la gran importancia que tienen los informes del emisor sobre el uso de los fondos para conocer el verdadero impacto medioambiental que tienen los bonos verdes.

Desde que se emitió el primer bono verde se han emitido estos instrumentos en más de veinte países y en veinte divisas distintas; Europa siempre ha ido a la cabeza de este mercado, de hecho Polonia y Francia fueron los primeros países en

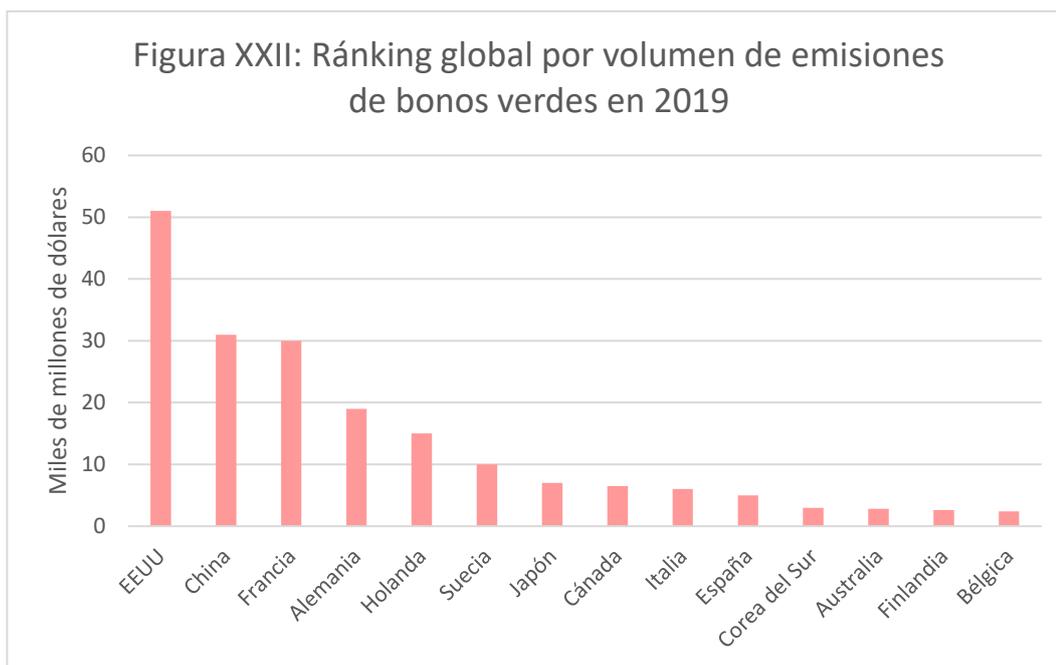
emitir estos instrumentos de renta fija (Park, 2018, págs. 12-16). En 2019 Europa continuó liderando el mercado con el 49% de las emisiones globales, aunque la región de Asia-Pacífico ha experimentado un crecimiento superior en los últimos años. Como se observa en la Figura XXII los mayores emisores de bonos verdes en el mundo son Estados Unidos, China y Francia; España ocupa la décima posición justo por detrás de Italia, aunque el número de emisiones en nuestro país es superior a las emisiones del país italiano.

El volumen de emisiones de bonos verdes nacionales hasta finales de 2019 fue de 4.630 millones de euros y las siguientes actuaciones caracterizan el mercado español:

- Las primeras emisiones de bonos verdes en España las realizaron BBVA y ACS
- Iberdrola lidera el mercado habiendo realizado 16 operaciones desde 2014 por un valor de más de 10.500 millones de euros
- En el sector público han realizado emisiones la Comunidad de Madrid (la última vez por 1.250 millones de euros), y el País Vasco, entre otros
- En 2019 Telefónica se convirtió en la primera empresa de telecomunicaciones del mundo en emitir bonos verdes, por un valor de 1.000 millones de euros.

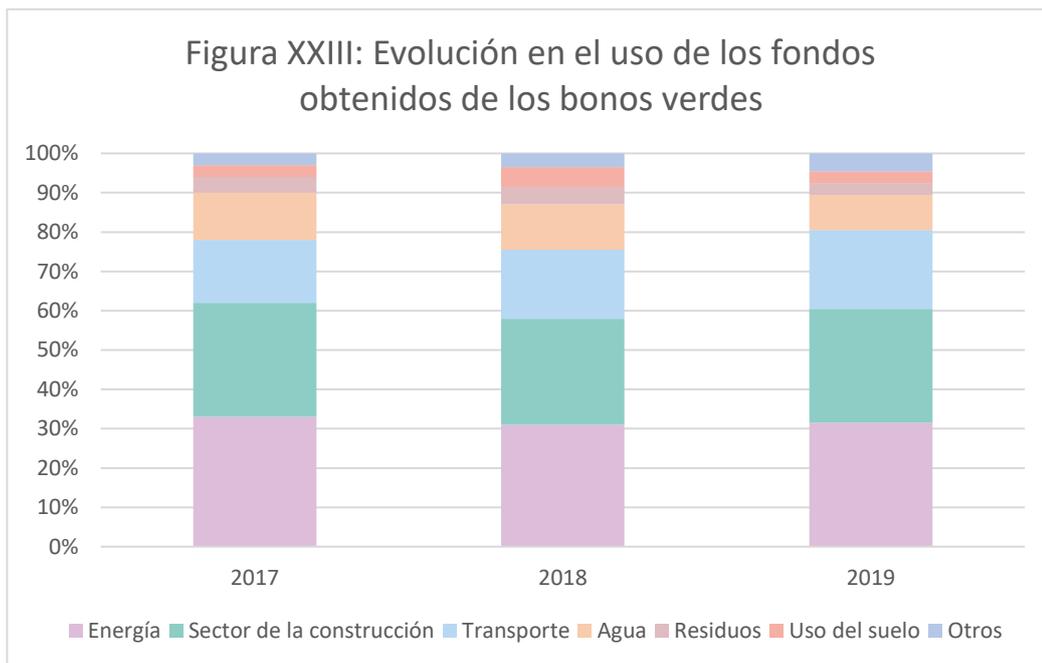
En todas estas emisiones la demanda cuadruplicó la oferta lo que demuestra el gran interés que tienen los inversores españoles por este tipo de instrumentos (Salobrial, 2019).

Figura XXII: R anking global por volumen de emisiones de bonos verdes en 2019



Fuente: elaboración propia basada en los datos del *2019 Green Bond Market Summary* realizado por *Climate Bonds Initiative*

La Figura XXIII muestra como la mayor parte de los fondos que se obtienen de las emisiones de bonos verdes se destinan a los sectores de la energía y de la construcción, que se han mantenido en proporciones estables en los tres últimos años. Los siguientes sectores con mayor cuota de mercado son el sector del transporte sostenible, que ha tenido un CAGR 2017-2019 de 12%, y el sector del agua, que ha decrecido un 13% en los últimos dos años.



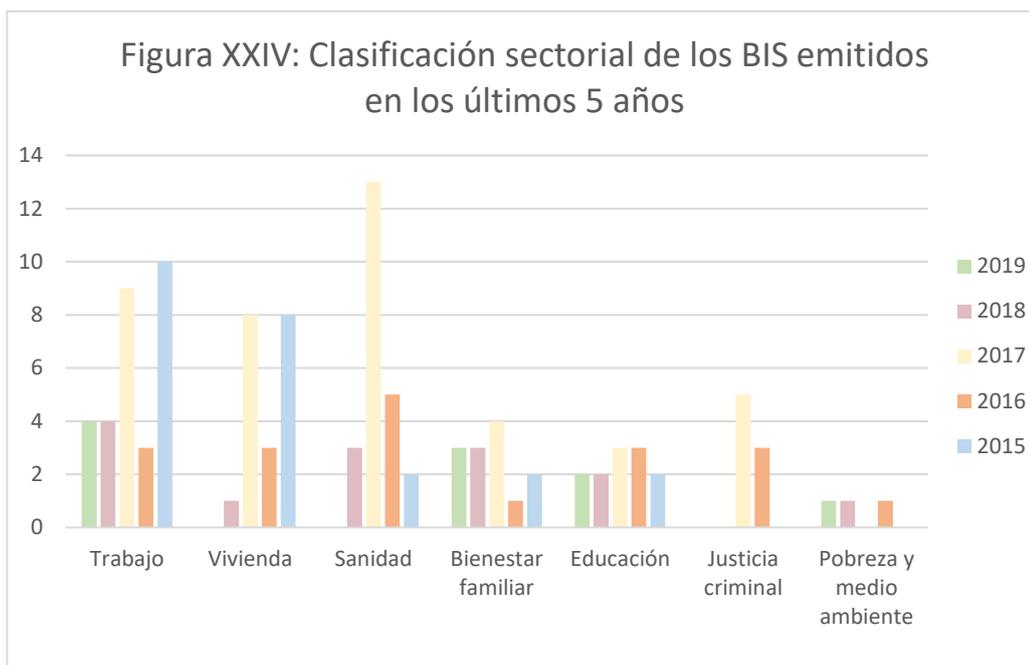
Fuente: elaboración propia basada en los datos del *2019 Green Bond Market Summary* realizado por *Climate Bonds Initiative*

2) Bonos de impacto social

Los bonos de impacto social (en adelante “BIS”) son títulos de deuda emitidos por los Gobiernos cuyo retorno está condicionado a la consecución de un objetivo social. La primera emisión de BIS se realizó en Inglaterra durante el año 2010 en un trabajo conjunto entre el Ministerio de Justicia británico y Social Finance, una organización sin ánimo de lucro dedicada a solventar problemas sociales globalmente. Este bono se emitió por un valor de 5 millones de libras, con el objetivo de reducir la tasa de reincidencia criminal de 2.000 prisioneros condenados a menos de un año de prisión de la cárcel de Peterborough; el Gobierno británico estableció que sólo se devolvería el capital invertido si la tasa de reincidencia descendía como mínimo un 7,5%. Con el dinero recaudado se estableció un programa de asistencia social de 12 meses que buscaba ayudar a los exconvictos, antes y después de la liberación, a encontrar trabajo y vivienda y a obtener formación. El resultado obtenido fue una tasa de reducción de la reincidencia criminal de 8,4% (Smink, 2017).

Desde entonces se han emitido más de 100 BIS, se ha mejorado la vida de más de 1.700.000 personas y se han movilizado más de 400 millones de dólares para abordar la dimensión social del desarrollo sostenible a través de la colaboración del Gobierno, los inversores y los proveedores de servicios (que suelen ser ONGs). Los BIS pretenden superar las dificultades que encuentran los Gobiernos para invertir en la prevención e intervención temprana de los problemas sociales, así como mitigar el riesgo de fracaso de los proyectos sociales y mejorar la vida de los grupos de población más vulnerables (Social Finance, s.f.). La rentabilidad de estos bonos y el pago por los servicios prestados están condicionados a obtener los resultados de impacto y vinculados al éxito de los proyectos, de tal manera que cuanto mejores sean los resultados sociales mayores serán los pagos que el Gobierno efectúe por los servicios y mayor será la rentabilidad que obtengan los inversores. La consecuencia es la mejora de la calidad del gasto público y la creación de un círculo virtuoso entre las tres partes intervinientes, que tienen intereses alineados y comparten los beneficios de cada proyecto (Guzmán, 2019).

Los BIS pretenden solventar problemas sociales desde una perspectiva novedosa con el objetivo de maximizar los resultados para los destinatarios del servicio. Cada BIS se estructura en torno a un resultado social bien definido (por lo que puede servir como instrumento para alcanzar los ODS) y toma la forma de una asociación público-privada en la que los Gobiernos y proveedores de servicios negocian los términos y los inversores asumen la mayoría de los riesgos que entraña la operación. En la actualidad más de la mitad de los BIS provienen de Inglaterra y Estados Unidos aunque, con las primeras emisiones de bonos por países emergentes como Colombia y el Congo en 2017, el mercado ha crecido exponencialmente. Como se puede observar en la Figura XXIV la mayoría de los BIS se dedican a obtener resultados sociales positivos en los sectores del trabajo, la vivienda y la sanidad (Eurosif, 2018, págs. 40-41). Cabe señalar que en España todavía no se ha emitido ningún bono de este tipo, pero dentro de los 70 proyectos que están en desarrollo mundialmente, se incluyen dos proyectos en Navarra y Barcelona que tendrán por objeto la promoción del bienestar familiar (Social Finance, 2020).



Fuente: elaboración propia a partir de la base datos de Social Finance

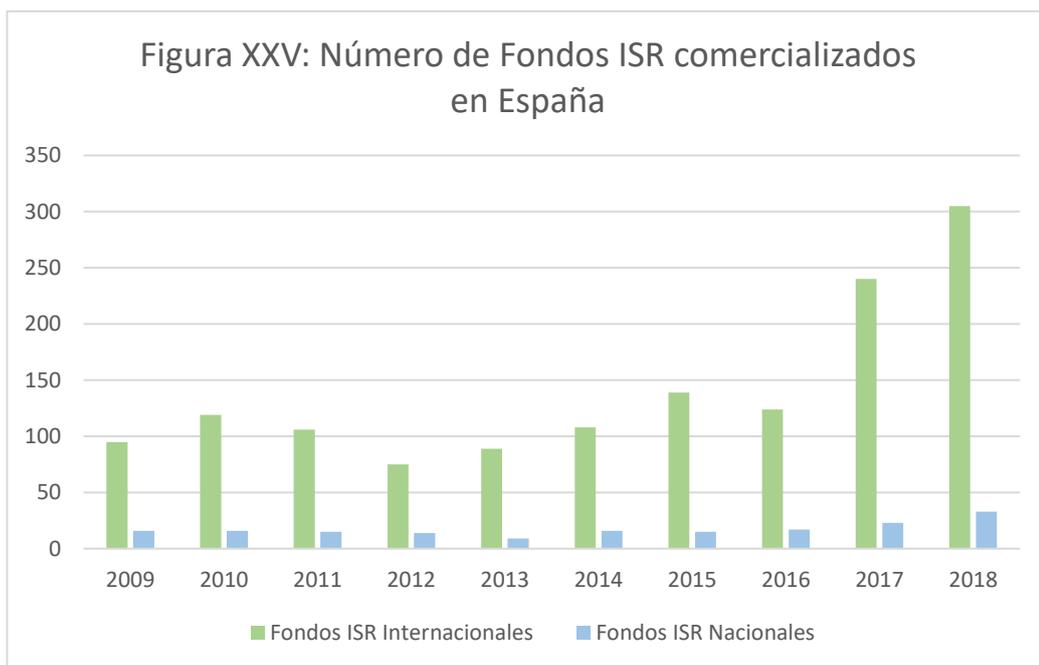
3) Fondos de inversión sostenible

Los fondos ISR permiten analizar la rentabilidad, la liquidez y el riesgo de las inversiones y valorar, mediante un análisis extrafinanciero, factores ASG como, por ejemplo, si las empresas en las que han decidido invertir producen una gran huella de carbono, aseguran que sus empleados tengan unas condiciones de trabajo adecuadas, respetan los derechos humanos, tienen un impacto positivo en su entorno social, mantienen una ética empresarial adecuada y otras exigencias de este tipo. La mayoría de los fondos de inversión sostenible son de renta variable, aunque también existen algunos de renta fija o con carteras mixtas; en cualquier caso las acciones y/o bonos se focalizan en empresas y Gobiernos que incluyen en su visión estratégica y operativa las oportunidades y los riesgos que entrañan los criterios ASG con el objetivo de generar valor a largo plazo (Spainsif, 2019).

Los estudios demuestran que tener en cuenta criterios de sostenibilidad a la hora de invertir lleva a tomar decisiones mejor informadas y que los fondos de ISR pueden tener un rendimiento mejor que los fondos de inversión tradicionales, ya que tienen la capacidad de gestionar mejor los riesgos extrafinancieros de las inversiones lo que les permite afrontar situaciones adversas y de alta volatilidad;

otros estudios sin embargo señalan que no hay signos de que invertir de manera sostenible mejore la rentabilidad, aunque tampoco hay signos de que la empeore. Lo que es un hecho es que los fondos ISR suelen invertir en compañías con balances más estables, que están mejor gestionadas y operan más eficientemente, lo cual puede contribuir a conseguir mejores retornos. Por estos motivos, los fondos sostenibles están experimentando una demanda creciente entre inversores que no quieren renunciar a la rentabilidad económica pero que quieren alinear sus inversiones con sus creencias en materia de sostenibilidad (Robeco, s.f.).

En 2019 las gestoras lanzaron 360 nuevos fondos sostenibles en Europa alcanzando inversiones de 120.000 millones de euros, lo que duplica los 49.000 millones de euros que fueron invertidos de manera sostenible en 2018. Además, el valor total de los activos gestionados por los fondos ISR europeos al finalizar el año fue cercano a los 700.000 millones de euros, lo cual supone un incremento del 56% respecto al 2018 y demuestra el interés creciente de los inversores por estos productos (Flood, 2020). Estas cifras son pequeñas si se comparan con los 12 billones de euros en activos que gestionaron la totalidad de los fondos de inversión europeos en el año 2018, pero demuestran que los fondos ISR no son una tendencia pasajera sino una nueva modalidad de inversión que se encuentra en crecimiento. En España se comercializaron 338 fondos ISR durante el año 2018, siendo la gran mayoría fondos internacionales; el 21% de estos fondos tenían un mandato orientado al medioambiente y el 8% estaban orientado a fines sociales (Spainsif, 2019, pág. 3). Al igual que ocurre en Europa, la Figura XXV demuestra que la demanda por los fondos sostenibles también aumenta a gran velocidad en España, siendo el CAGR de las emisiones entre 2009 y 2018 de un 13%.



Fuente: elaboración propia basada en los estudios anuales de Spainsif

A continuación se va a realizar una comparación entre tres fondos de inversión tradicionales de J.P. Morgan y sus versiones sostenibles – todos ellos accesibles a inversores españoles – a efectos de analizar la rentabilidad obtenida por cada uno y la información estadística más relevante. Los fondos que se van a analizar en la Tabla I, que se caracterizan por invertir en renta variable, son los siguientes:

- JPM Global Unconstrained Equity Fund: son fondos con dos clases de acción (A y D) que invierten globalmente en una cartera de empresas gestionada con la máxima flexibilidad en relación al *MSCI All Country World Index*, que es su índice de referencia
- JPM Global Socially Responsible Fund: son fondos con dos clases de acción (A y D) que buscan generar crecimiento de capital a largo plazo mediante la inversión en empresas socialmente responsables de todo el mundo
- JPM Europe Equity Fund: fondo que invierte en compañías europeas con el objetivo de proporcionar un incremento del capital a largo plazo

- JPM Europe Sustainable Equity Fund: fondo que busca generar crecimiento del capital a largo plazo mediante la inversión en empresas sostenibles europeas o empresas que hayan mejorado sus caracteres sostenibles.

Tabla I: Rentabilidad y datos estadísticos de los distintos fondos

Fondo	Rentabilidad		Beta 3 años	Volatilidad 3 años	Ratio Sharpe 3 años
	1 año	3 años			
JPM Global Unconstrained Equity A USD	-3,29%	8,63%	0,86	13,78%	0,17%
JPM Global Socially Responsible A USD	-0,54%	15,7%	0,99	14,96%	0,31%
JPM Global Unconstrained Equity D USD	-4,04%	6,26%	0,86	13,76%	0,12%
JPM Global Socially Responsible D USD	-1,53%	12,2%	0,99	14,94%	0,24%
JPM Europe Equity A	-18,42%	-14,8%	1,07	15,05%	-0,26%
JPM Europe Sustainable Equity A	-13,73%	-11,17%	1,01	14,24%	-0,18%

Fuente: elaboración propia basada en los datos obtenidos el 10/04/20 de la herramienta de búsqueda de fondos de J.P. Morgan Asset Management

Los resultados demuestran que, para un plazo de uno y tres años, los fondos de inversión sostenibles obtienen mejores retornos que sus fondos correlativos tradicionales, tanto en rentabilidades positivas como en rentabilidades negativas. Las betas de los tres fondos ISR se caracterizan por ser más cercanas a 1 que las de los fondos tradicionales, lo que indica que los fondos sostenibles tienen un

comportamiento más parecida al del mercado. Los datos de la volatilidad anualizada a 3 años presentan mayores discrepancias, ya que en regiones globales la incertidumbre respecto de la rentabilidad futura es mayor para los fondos sostenibles que para los fondos tradicionales; mientras que en la región europea ocurre lo contrario, ya que existe mayor incertidumbre para el fondo de inversión tradicional que para el fondo ISR. Por último, el índice de Sharpe demuestra que los fondos ISR se han comportado mejor en relación con su nivel de riesgo en todos los sectores.

La conclusión que se puede obtener de este pequeño análisis es que los fondos ISR son, al menos, igual de competitivos que los fondos tradicionales, caracterizándose por tener una tendencia a generar un valor mayor a largo plazo, actuar de manera acorde al mercado y obtener mayores rentabilidades según su nivel de riesgo; si bien tienen un comportamiento futuro menos predecible que los fondos tradicionales. Por tanto, hay evidencia para afirmar que los inversores no deben renunciar a la rentabilidad económica en aras de generar un impacto positivo con sus inversiones, ya que estos dos efectos no son incompatibles. Estos resultados contrastan con los que obtuvo el Instituto para la Inversión Sostenible de Morgan Stanley al analizar el comportamiento de más de 10.000 fondos entre 2004 y 2018; a través de dicho estudio llegó a la conclusión de que no existe diferencia significativa en los retornos obtenidos por fondos de inversión sostenible y fondos tradicionales, pero sí respecto al riesgo que ofrecen puesto que el *downside deviation* (que se asimila al riesgo de generar pérdidas extraordinarias) de los primeros fue un 20% inferior al de los segundos (Institute for Sustainable Investing, 2019).

4. Índices de sostenibilidad

En el año 1990 se creó el primer índice de sostenibilidad que recibió el nombre de *MSCI KLD 400 Social Index* y tenía como objetivo concienciar a los inversores sobre la posibilidad de incorporar los factores sociales a sus decisiones de inversión. Desde entonces las finanzas sostenibles no han hecho más que crecer y ha surgido la

necesidad de elaborar más índices de sostenibilidad para permitir a los inversores conocer la evolución de los retornos de sus inversiones (BBVA, 2019).

Los índices de sostenibilidad los construyen empresas especializadas siguiendo sus propios métodos de selección y evaluación y permiten cuantificar el desempeño en materia de sostenibilidad que tienen las empresas que cumplen con los criterios ASG. Existen numerosos índices de sostenibilidad, pero a continuación se van a analizar los tres índices con mayor impacto en Europa y el índice de referencia para los bonos verdes:

- Los *Dow Jones Sustainability Indexes* (DJSI) se crearon en 1999 siguiendo el enfoque *best-in-class*, por lo que sólo incluyen a las empresas que lideran los 60 sectores analizados en términos económicos y ASG. En 2019 sólo cuatro empresas españolas se posicionaron como líderes de su sector y formaron parte del *DJSI World*; estas compañías fueron el Banco Santander, Ferrovial, Enagas y Naturgy. Existen nueve tipos de DJSI, siendo relevante para España el *DJSI Europe* que elabora Robeco en septiembre de cada año analizando las 600 compañías más grandes de Europa según el *S&P Global Broad Market Index* y seleccionando al 20% superior en términos de sostenibilidad (RobecoSAM, 2019, págs. 8-29). De las 144 compañías que forman el índice este año prácticamente la mitad pertenecen a los sectores de la salud y los bienes de primera necesidad y 15 son españolas, teniendo un peso del 7% en el índice.
- Los *FTSE4Good Index Series* fueron creados en 2001 por el Grupo de la Bolsa de Valores de Londres (conocido comercialmente como FTSE Russell) para medir el comportamiento de compañías con prácticas sostenibles sólidas. Son más de 15 índices de sostenibilidad que se actualizan dos veces al año y están diseñados de forma que ayudan a la consecución de los ODS, animan a las compañías a mejorar sus prácticas sostenibles y contribuyen a la transición hacia una economía de bajo carbono.

En 2008 se creó el *FTSE4Good IBEX Index* para incluir a las compañías del IBEX 35 y del índice *FTSE Spain All Cap* que cada año cumplan con los criterios de sostenibilidad exigidos y obtengan una calificación ASG global de entre tres y

cinco, en una escala del uno al cinco (Bolsa de Madrid, s.f.). Como se puede observar en la Tabla II el comportamiento del IBEX 35 ha sido mejor en cuanto a rentabilidad y los comportamientos de ambos índices han sido parecidos en cuanto a volatilidad, aunque el índice de sostenibilidad ha tenido una volatilidad menor. Sin embargo, esto se puede deber al menor grado de diversificación del *FTSE4Good IBEX* respecto al índice de referencia como consecuencia del filtrado en términos de sostenibilidad.

Tabla II: Comparativa entre la rentabilidad y la volatilidad del *FTSE4Good IBEX* y el IBEX 35

Índice	Rentabilidad				Volatilidad		
	6 meses	1 año	3 años	5 años	1 año	3 años	5 años
FTSE4Good IBEX	3,83%	1,87%	0,1%	-9,38%	12,2%	12,84%	17,88%
IBEX 35	4,42%	3,44%	0,57%	-9,95%	12,34%	13,08%	17,94%

Fuente: elaboración propia a partir de los datos publicados por la Bolsa de Madrid en enero de 2020

- Los *MSCI Indexes* son elaborados anualmente por la agencia de rating Morgan Stanley Capital International para facilitar las decisiones inversión mediante la evaluación del comportamiento de compañías de distintos sectores y geografías. En materia de inversión sostenible existen diversos índices entre los que se incluyen: los *MSCI ESG Universal Indexes*, que tratan de mantener un universo de inversión amplio y diversificado otorgando preponderancia a las compañías que tienen una tendencia ASG positiva; los *MSCI ESG Leaders Indexes*, que tratan de replicar los índices principales seleccionando a la mitad de las compañías que incluyen éstos en base a las calificaciones obtenidas en materia ASG; y los *MSCI SRI Indexes* que están diseñados para representar a las compañías con mejor comportamiento en términos ASG, de tal manera que incluyen al 25% superior de cada sector. Cada uno de estos índices se prepara a nivel global pero también a

nivel regional, siendo relevantes para España las versiones europeas, a pesar de que las compañías españolas no tienen un peso significativo en ninguno de los índices (MSCI, s.f.).

En la Tabla III se puede observar cómo los índices que restringen en mayor medida las compañías que los componen según sus prácticas de sostenibilidad obtienen un mejor comportamiento tanto a corto como a largo plazo. En términos de volatilidad las diferencias no son tan notables aunque la tendencia apunta a que el *MSCI Europe SRI*, que es el índice de sostenibilidad más exigente, obtiene mejores resultados a la larga; en cambio, la rentabilidad que obtienen los índices es muy diferente y el *MSCI Europe*, que es el índice de referencia en el sector y no tiene en cuenta ningún criterio ASG en su composición, obtiene los peores resultados en todos los períodos.

Tabla III: Comparativa entre el comportamiento de los índices MSCI

Índice	Rentabilidad				Volatilidad		
	1 año	3 años	5 años	10 años	3 años	5 años	10 años
MSCI Europe ESG Universal	-13,1%	-1,41%	-0,64%	3,2%	15,55%	14,83%	16,8%
MSCI Europe ESG Leaders	-10,1%	-0,01%	0,33%	4,26%	15,2%	14,49%	16,59%
MSCI Europe SRI	-4,27%	1,75%	2,03%	7,92%	12,53%	13,05%	12,24%
MSCI Europe	-15,5%	-2,34%	-1,31%	2,46%	15,84%	14,96%	17,08%

Fuente: elaboración propia basada en los datos obtenidos de los informes publicados por MSCI el 31 de marzo de 2020

Otro de los índices fundamentales de MSCI son los *Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Indexes* que son los índices de referencia para el mercado de bonos verdes. Se elaboran cada año desde 2014 para otorgar a los inversores un

parámetro de representación del mercado y una medida fiable para conocer el riesgo y el rendimiento de estos activos. Todos los bonos incluidos en el índice cumplen con los Principios de Bonos Verdes y se clasifican según el impacto medioambiental conseguido con los fondos obtenidos (Bloomberg Barclays MSCI Indices, 2019).

IV. ACTORES DEL CAMBIO

Algunos consideran que es tarea de los Gobiernos dirigir el camino hacia un mundo más sostenible y ocuparse de que se cumplan los objetivos ASG; sin embargo, las empresas y los ciudadanos también deben ejercer un relevante papel en este cambio porque de ellos depende la demanda de productos y, en consecuencia, las decisiones de producción y consumo (Fink, 2020). En algunos casos, los Gobiernos son incapaces de abordar los retos que plantea la sostenibilidad en el mundo financiero y toda esa responsabilidad pasa a recaer sobre el sector privado, siendo las empresas las que deben responder ante la sociedad de la superación de dichos retos. Tal es el caso de España que, a diferencia de otros países de su entorno, ha decidido esperar a que la UE regule la materia en profundidad antes de lanzarse a apostar por la sostenibilidad (Fernández M. , 2019).

1. La Unión Europea

El punto de partida del papel que juega Europa en las finanzas sostenibles son, en realidad, dos, la Agenda para el Desarrollo Sostenible 2030 y el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático. Como ya se ha señalado, en 2016 se creó en el seno de la Comisión Europea un Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas sostenibles (“HLEG” por sus siglas en inglés) centrado en el asesoramiento y la creación de una estrategia de la UE que asegurara que los flujos de capital, tanto públicos como privados, estuvieran dirigidos a inversiones sostenibles. En 2018 el HLEG publicó su Informe Final, en el que se establecía que la sostenibilidad significaba hacer que la prosperidad financiera fuera duradera, más inclusiva socialmente y menos dependiente de la explotación de recursos limitados y del medioambiente (EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018).

El Informe Final contaba con 24 recomendaciones estratégicas, hechas en base a tres objetivos fundamentales: alcanzar un consenso global sobre la necesidad de luchar contra el cambio climático y emprender el camino hacia una economía sostenible, eficiente y no apoyada en el carbono; reconocer los acuerdos internacionales; y conseguir una mayor implicación europea en las finanzas y la inversión sostenible a través de una reforma de los mercados de capitales (AFI &

Allianz Global, 2019, pág. 42). La clave de este informe era la necesidad de conseguir un sistema financiero que favoreciera las inversiones sostenibles, la economía circular y el uso eficiente de los recursos, puesto que para cumplir con el Acuerdo de París y la Agenda 2030 se requieren unas inversiones de 180.000 millones de euros que no podrán recaudarse sin la ayuda del capital privado.

Como respuesta a este informe, la Comisión Europea publicó en marzo de 2018 un Plan de Acción sobre la Financiación del Crecimiento Sostenible con el objetivo de desarrollar una propuesta legislativa que permitiera implantar una futura taxonomía de la UE para la utilización de un mismo sistema de clasificación en diferentes sectores (Comisión Europea, 2018). Este Plan de Acción tenía como finalidad alcanzar los objetivos europeos señalados en el Acuerdo de París y los objetivos de la UE, que eran: reorientar el capital privado hacia la financiación sostenible; integrar los riesgos de la sostenibilidad en la adopción de decisiones financieras; y dotar de accesibilidad y transparencia a la ISR fomentando el largoplacismo. Para lograrlo, contaba con 10 acciones concretas sobre las que trabajar, que son estrategias orientadas a alcanzar un sistema financiero que respalde la agenda de la UE relativa al medioambiente y al desarrollo sostenible (AFI & Allianz Global, 2019, pág. 42):

- Elaborar un sistema de clasificación europeo para las actividades sostenibles (Taxonomía)
- Crear estándares y etiquetas que permitan identificar los productos financieros sostenibles o verdes
- Fomentar la inversión en proyectos sostenibles
- Incorporar la sostenibilidad en el proceso de asesoramiento financiero a través de una prueba de idoneidad que permita garantizar que se tienen en cuenta las preferencias de los inversores en materia de sostenibilidad
- Elaborar unos parámetros de referencia de la sostenibilidad

- Integrar eficazmente la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado
- Obligar a los gestores de activos y a los inversores institucionales a considerar factores de sostenibilidad durante todo el procedimiento de inversión y a reforzar los requisitos de divulgación de la información no financiera
- Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales de los bancos y compañías de seguros
- Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables homogéneas
- Fomentar los gobiernos corporativos sostenibles y la visión largoplacista en los mercados de capitales

Estas acciones son el marco sobre el que se desarrollan las distintas propuestas legislativas de la Comisión Europea, que en algunos casos llevan a promulgar reglamentos nuevos, y en otros casos modifican directivas ya promulgadas o normativa sectorial como MiFID II. La nueva normativa está compuesta por tres reglamentos (Reglamento de taxonomía, Reglamento sobre divulgación y Reglamento de índices) relacionados con las acciones número uno, siete y cinco respectivamente. Por su parte, la modificación de la normativa ya vigente busca incluir los factores ASG en el asesoramiento que las entidades de crédito y aseguradoras ofrecen a sus clientes. Ambas actuaciones están dirigidas a un mismo fin que es asegurar que el poder legislativo de la UE sea una palanca fundamental para consolidar y avanzar en materia de inversión sostenible (AFI & Allianz Global, 2019, págs. 41-48).

2. Las empresas

Desde la crisis mundial de 2008 se ha producido un fenómeno de desintermediación financiera que ha hecho que el dinero fluya directamente de los oferentes a los demandantes sin la intermediación de las instituciones financieras

(López Domínguez). Este hecho, junto con la quiebra de una parte sustancial del sistema bancario y una normativa que impone grandes exigencias de solvencia a las entidades de crédito, ha llevado a sustituir la financiación bancaria por los mercados de capital. Además, la crisis ha servido para mostrar los defectos y el enfoque cortoplacista del sector financiero y ha llevado a las empresas a acudir cada vez más a fondos de pensiones y fondos de inversión para buscar financiación, haciendo que la intervención del sector privado, o más en concreto del ahorro privado, se convierta en esencial (AFI & Allianz Global, 2019).

Desde hace unos años la Comisión Europea y otros organismos internacionales han recalcado el papel fundamental que debe tener el sector privado en aras de alcanzar los objetivos señalados en la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible. Así, Ban Ki-moon, antiguo secretario general de la ONU, señaló en 2015 que para cumplir con los ODS era imprescindible que las empresas se unieran a los Gobiernos y a la sociedad civil para solventar los desafíos de desarrollo global (Walker, 2018). De esta manera, se ha cambiado la antigua mentalidad y ya no se considera que la sostenibilidad y el desarrollo son asuntos exclusivos del Gobierno, sino que se entiende que las empresas también son capaces de impulsar el progreso porque tienen la capacidad de invertir, emplear, producir e innovar.

Además, algunos estudios han señalado que resultará imposible alcanzar el éxito empresarial sin un entorno sostenible. En el mismo sentido, en diversas de las cartas que la gestora BlackRock dirige cada año a sus clientes, se manifiesta que una empresa es incapaz de obtener beneficios a largo plazo y de manera sostenible si no actúa para cumplir un propósito previamente establecido y si no tiene en cuenta las necesidades de las partes a las que afecta su actividad (desde clientes hasta proveedores pasando por la comunidad en la que opera y los trabajadores). Se ha demostrado que las empresas que buscan maximizar sus beneficios a corto plazo sin preocuparse por las consecuencias de sus acciones en el futuro y por los riesgos de la sostenibilidad, acaban destruyendo su valor para los accionistas y teniendo que hacer frente a un mayor coste de capital (Fink, 2020); en cambio, las empresas líderes en sostenibilidad acostumbran a tener un buen desempeño financiero no solo porque pueden aprovechar oportunidades de negocio y adquirir ventajas competitivas sino

también porque pueden anteponerse a riesgos como multas o un cambio en la legislación o en los gustos de los consumidores que resulte desfavorable para su actividad.

Uno de los mayores retos para las empresas es impulsar el cambio en todo su sector, para lo que es necesario que haya un cambio real interno de cada empresa y externo en todos los ámbitos, llevando a otras empresas a seguir el mismo ejemplo (The Beam, 2018). Las empresas pueden desempeñar este papel a través de la creación de valor a largo plazo, lo que se consigue si fijan como su objetivo la optimización duradera de valor financiero, social y ambiental. La optimización requiere hallar el equilibrio entre estos tres componentes sin descuidar alguno a favor del resto; asegurando, por tanto, que los beneficios financieros se generen sosteniblemente no solo en su negocio principal sino en toda la cadena de suministro que dominan.

3. Los ciudadanos

Los ciudadanos son los destinatarios finales de los productos y servicios y como tales tienen la capacidad de influir en las empresas y en la economía con sus comportamientos y sus hábitos de consumo y de inversión. Ya en 2002, cuando se celebró la Cumbre de la Tierra, la ONU declaró que una de las principales causas del deterioro ambiental eran los patrones insostenibles de consumo y producción que existían en numerosos países, sobre todo en los desarrollados, e hizo un llamamiento para cambiar estos modelos por otros más responsables (FACUA Andalucía, 2007). El consumo responsable tiene como base un replanteamiento de las necesidades de la sociedad y una búsqueda de formas de satisfacerlas que contribuyan a la construcción de una sociedad justa y sostenible (Portal de Economía Solidaria, s.f.). Este tipo de consumo implica elegir productos y servicios de calidad según su precio, su impacto en la sociedad y el medioambiente y según el comportamiento de las empresas proveedoras.

Por su parte, la crisis financiera de 2008 puso de relieve la interdependencia existente entre los mercados financieros, las economías, los Gobiernos y la sociedad y el importante papel que tienen los inversores en dichas relaciones. Aunque antes sólo se preocupaban por obtener rentabilidad a corto plazo cada vez es más frecuente ver una involucración activa de los inversores en las empresas en las que invierten. Yendo más allá, *Global Impact Investing Network*, una organización sin ánimo de lucro dedicada a incrementar la magnitud y efectividad de la inversión de impacto, anima a todos los inversores a implicarse directamente en el éxito de los ODS, porque decidiendo dónde y cómo invierten su dinero pueden beneficiar o perjudicar al desarrollo sostenible. Así pues se considera que los inversores individuales pueden influir en las empresas en las que invierten y dirigir las hacia prácticas comerciales sostenibles o todo lo contrario (Schoenmaker & Schramade, 2019, págs. 4-5).

V. CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo era indagar en los motivos por los que es rentable e, incluso, conveniente invertir en proyectos y compañías sostenibles. La parte teórica del trabajo ha permitido llegar a la conclusión de que la rentabilidad de esas inversiones se debe, sobre todo, a una mayor capacidad de gestionar los riesgos y tomar decisiones de inversión informadas. Como el objetivo de toda inversión es maximizar los beneficios ajustados al riesgo, las inversiones sostenibles se posicionan como una vía para controlar la variable del riesgo, de tal manera que si no llevan a la maximización de beneficios al menos reducen al máximo los riesgos a los que se enfrentan los proyectos y compañías. Este tipo de inversión comenzó siendo un nicho en el mercado pero con el crecimiento experimentado en los últimos años, que muestran las Figuras incluidas en el trabajo, ha demostrado ser una tendencia con un gran futuro por delante y con muchas posibilidades que explorar.

En la parte práctica se realizaron tres análisis con muestras pequeñas y aleatorias de fondos de ISR e índices de sostenibilidad con el objetivo de averiguar si realmente los instrumentos sostenibles obtienen una mayor rentabilidad y si los diversos estudios que estipulan que los instrumentos sostenibles son más rentables tienen una fundamentación práctica. Los resultados de los análisis realizados muestran que los instrumentos sostenibles obtienen menores pérdidas en épocas de rentabilidades negativas y que tienden a obtener mejores resultados en épocas de rentabilidades positivas, aunque no siempre se da este caso (véase la Tabla II). En términos de riesgo, la volatilidad de los instrumentos sostenibles europeos es ligeramente inferior, pero como ya se ha señalado esto se puede deber al mayor grado de concentración que tienen estos instrumentos; de hecho, en las Tabla I y III se puede observar cómo, cuando los instrumentos se encuentran más diversificados (en el caso de la Tabla I geográficamente y en el caso de la Tabla III en términos de minoración del espectro de inversión por motivos de sostenibilidad) la volatilidad obtenida desciende significativamente. De hecho, en la Tabla I se observa como los fondos de ISR globales tienen una volatilidad superior a sus correlativos fondos tradicionales.

No obstante, los estudios cuya veracidad se pretende comprobar no señalan que la ISR garantice niveles de volatilidad menores a los de la gestión tradicional, sino que el

riesgo de pérdidas extraordinarias o el riesgo de viabilidad de los instrumentos sostenibles es inferior. Aquí se da una de las principales limitaciones de este trabajo puesto que no se encontraron datos representativos de este tipo de riesgo que resultaran útiles a efectos de los análisis. En el análisis de los fondos recogido en la Tabla I se muestran las betas y el ratio Sharpe (métrica que aúna rentabilidad y riesgo) para hacer frente a esta limitación y los datos obtenidos permiten concluir que los instrumentos sostenibles tienen un mejor comportamiento en relación con su nivel de riesgo. De esta manera, la parte práctica del trabajo lleva a coincidir con la parte teórica en que las inversiones sostenibles permiten minimizar la exposición al riesgo e incrementar el control de todas las variables de inversión.

Tras la lectura de este trabajo se puede llegar a la conclusión de que la rentabilidad de invertir en proyectos y compañías sostenibles se centra más en una perspectiva social y ambiental que en una perspectiva económica. Puesto que estas inversiones obtienen retornos económicos pero, sobre todo, permiten luchar contra problemas globales, como el cambio climático o la desigualdad económica, que pueden acabar por destruir el bienestar humano y la vida tal y como la conocemos. Así lo han señalado diversas de las entidades y personalidades más influyentes del mundo que luchan por convertir más proyectos y compañías en sostenibles y por incrementar la implicación de los ciudadanos en ellas a través de la inversión.

ANEXO: ESTUDIO DE CAMPO

El objetivo del trabajo es analizar por qué es rentable invertir en proyectos y compañías sostenibles y para averiguarlo se han realizado diversas comparaciones entre fondos de inversión sostenible y fondos de inversión tradicionales y entre índices de sostenibilidad y sus índices de referencia tradicionales. Con estas comparaciones se pretende analizar el comportamiento de unos frente a otros; a estos efectos, se han incluido como variables la rentabilidad y los siguientes datos estadísticos (J.P. Morgan Asset Management, s.f.):

- Beta: mide la sensibilidad de la rentabilidad de un fondo de inversión comparada a la rentabilidad del mercado o del índice de referencia. Una beta superior a uno implica mayor riesgo y rentabilidades potenciales más altas; en cambio, una beta inferior a uno implica menor riesgo y menores rentabilidades potenciales.
- Volatilidad: permite evaluar el riesgo de un fondo ya que describe las rentabilidades probables que puede obtener dicho fondo. Cuanto mayor es la volatilidad mayor es la incertidumbre que existe respecto a la rentabilidad que puede obtener el fondo en el futuro; muchas veces esa mayor incertidumbre se equipara a un mayor riesgo.
- Ratio Sharpe: mide la rentabilidad que obtiene el fondo, comparándola con la rentabilidad del activo sin riesgo, en relación con el riesgo que ha asumido el fondo en términos de volatilidad. Cuanto mayor sea el ratio Sharpe mejor habrá sido el comportamiento del fondo en relación a su nivel de riesgo.

La muestra de los fondos ha sido escogida partiendo de la herramienta de búsqueda de fondos de J.P. Morgan Asset Management, seleccionándose con fecha de 10 de abril de 2020, cuatro fondos con focalización global (dos sostenibles y dos tradicionales) y dos fondos con focalización europea (uno tradicional y su fondo correlativo sostenible). Por su parte, la muestra de índices se ha escogido a partir de las páginas web de las agencias de rating y seleccionando los índices, tanto de sostenibilidad como tradicionales, más representativos a efectos del mercado español. Cabe señalar que en el presente trabajo también se han incluido datos relativos al volumen de distintas estrategias ISR e instrumentos financieros a efectos de comparar el mercado español con el mercado europeo y global.

BIBLIOGRAFÍA

- Acciona. (s.f.). *El Informe Meadows*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Sostenibilidad para todos: <https://www.sostenibilidad.com/desarrollo-sostenible/el-informe-meadows/>
- Acciona. (s.f.). *Qué son las inversiones de impacto*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Sostenibilidad para todos: <https://www.sostenibilidad.com/desarrollo-sostenible/que-son-inversiones-de-impacto/>
- AFI & Allianz Global. (18 de diciembre de 2019). *Guía Práctica "sostenibilidad y gestión de activos"*. Obtenido el 28 de febrero de 2020, de Allianz Global Investors: <https://es.allianzgi.com/-/media/allianzgi/eu/spain/documents/sostenibilidadygestiondeactivosguiapracticaaafiagi2019.pdf?la=es-es&hash=8B27E160384A6F086E021E11587EB130C399729A>
- Aleman, L., & Scarlata, M. (Octubre de 2009). *Capital riesgo filantrópico: apoyo financiero a los emprendedores sociales*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Harvard Deusto Business Review (Núm. 183): <https://www.harvard-deusto.com/capital-riesgo-filantropico-apoyo-financiero-a-los-emprendedores-sociales>
- Alessi, L., Kofoworola, O., & Others. (20 de Diciembre de 2019). *Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products*. Obtenido el 9 de marzo de 2020, de JRC Technical Reports. European Commission: https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/docs/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf
- Ayuntamiento de Madrid. (s.f.). *Agenda 21*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Ayuntamiento de Madrid: <https://www.madrid.es/portales/munimadrid/es/Inicio/El-Ayuntamiento/Medio-ambiente/Agenda-21?vgnextfmt=default&vgnextoid=b9885193f471d010VgnVCM1000000b205a0aRCRD&vgnnextchannel=4b3a171c30036010VgnVCM100000dc0ca8c0RCRD&idCapitulo=5532666>
- Banca ética. (s.f.). *Inicio: Bancaetica.es*. Obtenido el 4 de abril de 2020, de Bancaetica.es: <https://www.bancaetica.es/>
- Barrón, I. (19 de enero de 2020). *Triodos Bank "Ningún fondo español cumple nuestros criterios sostenibles"*. Obtenido el 04 de abril de 2020, de El País: https://elpais.com/economia/2020/01/18/actualidad/1579357856_003937.html
- BBVA. (15 de mayo de 2017). *¿Qué es la inversión?* Obtenido el 29 de febrero de 2020, de Educación financiera: <https://www.bbva.com/es/que-es-la-inversion/>

- BBVA. (13 de noviembre de 2019). *Para qué sirve un índice de sostenibilidad*. Obtenido el 9 de abril de 2020, de BBVA: <https://www.bbva.com/es/para-que-sirve-un-indice-de-sostenibilidad/>
- BlackRock. (Agosto de 2019). *2019 Investment Stewardship Annual Report*. Obtenido el 2 de marzo de 2020, de BlackRock: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>
- BlackRock. (29 de Agosto de 2019). *BlackRock ESG Investment Statement*. Obtenido el 3 de marzo de 2020, de BlackRock Sustainability: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-esg-investment-statement-web.pdf>
- BlackRock. (Enero de 2020). *BlackRock Investment Stewardship: Global Corporate Governance & Engagement Principles*. Obtenido el 2 de marzo de 2020, de BlackRock: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>
- BlackRock. (Enero de 2020). *Towards a Common Language for Sustainable Investing*. Obtenido el 9 de marzo de 2020, de BlackRock: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-towards-a-common-language-for-sustainable-investing-january-2020.pdf>
- Bloomberg Barclays MSCI Indices. (Diciembre de 2019). *Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Indexes: Bringing clarity to the green bond market through benchmark indices*. Obtenido el 12 de abril de 2020, de MSCI: https://www.msci.com/documents/1296102/11926825/Bloomberg+Barclays+MSCI+US+Aggregate+ESG+Choice+Bond+Index_Fact+Sheet.pdf/bff9fd82-396d-ab79-3b7d-cfdec5d3dea
- Bolsa de Madrid. (s.f.). *FTSE4Good Index: información*. Obtenido el 11 de abril de 2020, de Bolsa de Madrid: índices: <http://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/FTSE4Good.aspx>
- CDC. (2010). *Toolkit on ESG for fund managers*. Obtenido el 8 de marzo de 2020, de CDC Group: https://assets.cdcgroup.com/wp-content/uploads/2018/09/08155015/CDC_Toolkit_on_ESG_for_Fund_Managers_2010.pdf
- Choi, A. (24 de enero de 2018). *How Younger Investors Could Reshape the World*. Obtenido el 11 de marzo de 2020, de Morgan Stanley: <https://www.morganstanley.com/access/why-millennial-investors-are-different>
- Climent Diranzo, F. J., & Escrivá Llidó, M. V. (2019). Banca Ética y Banca Tradicional. Comparativa entre Triodos Bank y Banco Santander. *Revista de Estudios Cooperativos*, 55-72. Obtenido el 4 de abril de 2020, de <https://revistas.ucm.es/index.php/REVE/article/view/61935/4564456548361>

- Comisión Europea. (8 de marzo de 2018). *Finanzas sostenibles: Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Web oficial de la UE:
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_1404
- Comisión Europea. (3 de marzo de 2018). *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*. Obtenido el 9 de marzo de 2020, de Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones:
<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-97-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>
- Comisión Europea. (24 de mayo de 2018). *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles*. Obtenido el 8 de marzo de 2020, de
<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-353-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (27 de noviembre de 2019). *Finanzas Sostenibles*. Youtube. Obtenido el 5 de febrero de 2020, de
https://www.youtube.com/watch?v=o_T60di2WPY
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). *Finanzas Sostenibles*. Obtenido el 5 de febrero de 2020, de CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Que-son.aspx>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). *Tipología de Finanzas Sostenibles*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de CNMV:
<https://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Tipologias.aspx>
- Comité Ejecutivo Global de BlackRock. (s.f.). *La sostenibilidad es el nuevo pilar de inversión en BlackRock*. Obtenido el 5 de abril de 2020, de BlackRock:
<https://www.blackrock.com/es/carta-de-blackrock-a-clientes>
- Cruz, B. (6 de enero de 2020). *Stewardship and engagement, keys to sustainability investing*. Obtenido el 3 de marzo de 2020, de The Asset ESG Forum:
<https://esg.theasset.com/ESG/39452/stewardship-and-engagement-keys-to-sustainability-investing>
- de las Heras, J., & Durán Graván, A. (20 de noviembre de 2018). *Sostenibilidad y finanzas: ¿qué son los Principios de Banca Responsable?* Obtenido el 10 de febrero de 2020, de BBVA: <https://www.bbva.com/es/sostenibilidad-y-finanzas-que-son-los-principios-de-banca-responsable/>
- Diputación de Albacete. (s.f.). *Desarrollo Sostenible: Origen y Evolución*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Agenda 21 Diputación de Albacete:
<http://www.absostenible.es/index.php?id=5>

- ECODES. (s.f.). *Qué es Rio+20*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de ECODES25 tiempo de actuar: <https://ecodes.org/rio+20/que-es-rio20#.XkLVwWhKg2w>
- EFE Madrid. (1 de diciembre de 2019). *Las mujeres lideran la transición a las finanzas sostenibles*. Obtenido el 11 de marzo de 2020, de El Diario: https://www.eldiario.es/economia/mujeres-lideran-transicion-finanzas-sostenibles_0_969403157.html
- Estevez, R. (29 de junio de 2017). *Un poco de historia sobre el desarrollo sostenible*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de EcoinTELigencia: <https://www.ecointeligencia.com/2017/06/historia-desarrollo-sostenible/>
- EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance. (31 de enero de 2018). *Financing a Sustainable European Economy*. Obtenido el 8 de marzo de 2020, de Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf
- Eurosif. (2018). *European SRI Study*.
- FACUA Andalucía. (2007). *Consumidor responsable*. Obtenido el 12 de marzo de 2020, de FACUA: <https://www.facua.org/es/guia.php?Id=90&capitulo=696>
- Fardoux, J. (21 de marzo de 2019). *Best in class, compromisos y diálogo accionarial; más allá de la exclusión para influir y aportar rentabilidad*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Funds People: <https://es.fundspeople.com/news/best-in-class-compromiso-y-dialogo-accionarial-mas-alla-de-la-exclusion-para-influir-y-aportar-rentabilidad>
- Fernández Izquierdo, M. Á., Muñoz Torres, M. J., & Otros. (Agosto de 2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, 73(224), 367-385. Obtenido el 4 de abril de 2020, de <http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/181938/61238.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Fernández, D. (16 de enero de 2018). El mayor inversor del mundo pide a las empresas que tengan un papel más social. *El País*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de El País: https://elpais.com/economia/2018/01/15/actualidad/1516030271_770595.html
- Fernández, M. (11 de enero de 2019). *¿Dónde están las inversiones sostenibles?* Obtenido el 5 de marzo de 2020, de El País: https://elpais.com/economia/2019/01/11/actualidad/1547205033_590189.html
- Finect. (29 de octubre de 2019). *La lucha contra el cambio climático: inversión activa en la transición hacia una economía de emisiones bajas*. Obtenido el 5 de abril de 2020, de Finect:

https://www.finect.com/grupos/mg_investments/articulos/lucha-cambio-climatico-inversion-activa-transicion-economia-emisiones-bajas

- Fink, L. D. (15 de Enero de 2020). *Un replanteamiento de las finanzas desde sus cimientos*. Obtenido el 5 de Marzo de 2020, de BlackRock:
<https://www.blackrock.com/es/carta-de-larry-fink-a-directivos>
- Flood, C. (19 de marzo de 2020). *Los inversores apuestan por los fondos sostenibles*. Obtenido el 11 de abril de 2020, de Expansión:
<https://www.expansion.com/economia/2020/03/19/5e728625468aeb86388b45c9.html>
- Foro Académico de Finanzas Sostenibles. (2020). *Las finanzas sostenibles*. Triodos Bank; Afi.
- Funds People. (24 de noviembre de 2019). *¿Es lo mismo ISR, ASG y ESG?* Obtenido el 28 de febrero de 2020, de Funds Academia:
<https://es.fundspeople.com/fundsacademia/es-lo-mismo-isr-asg-y-esg>
- Garrigues. (31 de diciembre de 2018). *Publicada la ley en materia de información no financiera y diversidad en España*. Obtenido el 8 de marzo de 2020, de Garrigues Noticias: https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/publicada-la-ley-en-materia-de-informacion-no-financiera-y-diversidad-en-espana
- Giménez Colmenero, S. (14 de febrero de 2020). *Economía circular: ¿oportunidad de inversión?* Obtenido el 5 de abril de 2020, de RankiaPro:
<https://www.rankiapro.com/economia-circular-oportunidad-inversion/>
- Gracia, M. (27 de mayo de 2019). *¿Por qué la inversión socialmente responsable cala entre los millennials y las mujeres?* Obtenido el 11 de marzo de 2020, de El Periódico: <https://byzness.elperiodico.com/es/inversion-responsable/20190522/inversion-socialmente-responsable-millennials-mujeres-7466856>
- Grameen Bank. (s.f.). *Introduction*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Grameen Bank:
<http://www.grameen.com/introduction/>
- Grameen Bank. (s.f.). *What is Microcredit?* Obtenido el 8 de abril de 2020, de Grameen Bank: <http://www.grameen.com/what-is-microcredit/>
- Guzmán, A. (11 de julio de 2019). *Bonos de impacto, la versión 2.0 de los bonos sociales*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de FundsPeople:
<https://es.fundspeople.com/news/bonos-de-impacto-la-version-2-0-de-los-bonos-sociales>
- Iberdrola. (s.f.). *¿Qué son los bonos verdes y para qué se utilizan?* Obtenido el 1 de marzo de 2020, de Iberdrola: Sala de comunicación:
<https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/top-stories/inversiones-bonos-verdes>

- Institute for Sustainable Investing. (2017). *Sustainable Signals: New Data from the Individual Investor*. Obtenido el 11 de marzo de 2020, de Morgan Stanley: https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf
- Institute for Sustainable Investing. (26 de noviembre de 2019). *Focus on Finding Alpha Through Sustainability*. Obtenido el 2 de marzo de 2020, de Morgan Stanley: <https://www.morganstanley.com/ideas/focus-on-finding-alpha-through-sustainability>
- Institute for Sustainable Investing. (6 de agosto de 2019). *Sustainable Investing's Competitive Advantages*. Obtenido el 9 de abril de 2020, de Morgan Stanley: <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-competitive-advantages>
- International Finance Corporation. (s.f.). *Instituciones microfinancieras*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de FIRST for Sustainability: <https://firstforsustainability.org/es/risk-management/understanding-environmental-and-social-risk/client-investee-exposure-to-environmental-and-social-risk/microfinance-institution/>
- J.P. Morgan Asset Management. (s.f.). *Fondos al día: información general*. Obtenido el 11 de abril de 2020, de J.P. Morgan Asset Management: <http://www.jpmorganassetmanagement.es/es/showpage.aspx?pageid=44&FundID=16&ShareclassID=6296>
- Kenton, W. (30 de enero de 2020). *Greenwashing*. Obtenido el 9 de marzo de 2020, de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/g/greenwashing.asp>
- López Domínguez, I. (s.f.). *Desintermediación*. Obtenido el 1 de marzo de 2020, de Expansión: Diccionario económico: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/desintermediacion.html>
- Martín Carretero, J. M. (Primavera de 2019). Economía circular, un nuevo paradigma para nuestras ciudades. *Tiempo de Paz*(132), 23-32. Obtenido el 5 de abril de 2020, de <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=2&sid=07c2c715-cb1b-4b9d-b324-0d618be75f1c%40sessionmgr4007>
- MSCI. (s.f.). *ESG Indexes*. Obtenido el 12 de abril de 2020, de MSCI: <https://www.msci.com/esg-indexes>
- Oregui, P. (30 de diciembre de 2019). Cuando rentabilidad y conciencia van de la mano. *El País*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de El País: https://elpais.com/economia/2019/12/26/actualidad/1577354783_327969.html
- Page, D. (17 de enero de 2019). *España multiplica por siete las inversiones en renovables con 6.800 millones en 2018*. Obtenido el 6 de abril de 2020, de El

Independiente: <https://www.elindependiente.com/economia/2019/01/17/espana-multiplica-siete-las-inversiones-renovables-6-800-millones-2018/>

Park, S. (6 de junio de 2018). *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*. Obtenido el 7 de abril de 2020, de

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=3541260861010800801160981081190781270150220340390660890960280130290270140641190651020330250570581140130100960090180960791080070610120330010451091030281111110270151180690790240890051220920000860020850910961151270>

Pérez Galdón, B. (25 de abril de 2019). *Las mujeres y los mileniales tiran de la RSC*.

Obtenido el 11 de marzo de 2020, de Cinco Días:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/04/23/mercados/1555974705_900039.html

Portal de Economía Solidaria. (s.f.). *Consumo Responsable*. Obtenido el 12 de Marzo de 2020, de El Portal de la Economía Solidaria:

<https://www.economiasolidaria.org/consumo-responsable>

Principles for Responsible Investment. (2018). *Cómo invertir en la economía baja en carbono: una guía para inversores institucionales*. Obtenido el 5 de abril de 2020, de UNPRI:

<https://www.unpri.org/download?ac=6240>

Robeco. (s.f.). *ESG Definition*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de Robeco: Glosario:

<https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/esg-definition.html>

Robeco. (s.f.). *ESG funds*. Obtenido el 9 de abril de 2020, de Sustainable Investing

Glossary: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/esg-funds.html>

Robeco. (s.f.). *Inversión de Impacto*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de Robeco:

Glosario: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/inversion-de-impacto.html>

Robeco. (s.f.). *Inversión Socialmente Responsable*. Obtenido el 10 de febrero de 2020,

de Robeco: Glosario: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/inversion-socialmente-responsable.html>

Robeco. (s.f.). *Inversión Sostenible*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de Robeco:

Glosario: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/inversion-sostenible.html>

Robeco. (s.f.). *Inversión temática*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Robeco:

Glosario: inversión en sostenibilidad:

<https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/inversion-tematica.html>

- Robeco. (s.f.). *Lo mejor de cada categoría (Best-in-class)*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Glosario: Inversión en sostenibilidad: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/lo-mejor-de-cada-categoria-best-in-class.html>
- RobecoSAM. (septiembre de 2019). *Dow Jones Sustainability Indices Results 2019*. Obtenido el 11 de abril de 2020, de RobecoSAM: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_ReviewPresentation_Results.pdf
- Salobrial, N. (1 de diciembre de 2019). *Emitir "bonos verdes" empieza a ser ya más barato*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/11/29/mercados/1575032573_916953.html
- Santander Asset Management. (4 de mayo de 2018). *Green Bonds - Financiando un futuro mejor para todos*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Santander Asset Management: <https://www.santanderassetmanagement.es/green-bonds-financiando-futuro-mejor-todos/>
- Santander Asset Management. (s.f.). *Inversión Sostenible y Responsable*. Obtenido el 10 de febrero de 2020, de Santander Asset Management: <https://www.santanderassetmanagement.es/inversion-sostenible-responsable-isr/>
- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2019). What is sustainability and why does it matter? En D. Schoenmaker, & W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance* (págs. 3-37). Nueva York: Oxford University Press.
- Silos, J. (19 de abril de 2018). *Mercados: Entrevista*. Obtenido el 5 de marzo de 2020, de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/04/18/mercados/1524069268_444395.html
- Smink, V. (9 de junio de 2017). *Qué son los Bonos de Impacto Social, la novedosa solución que aplican algunos países para resolver el tema de los ni-ni y otros problemas sociales*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de BBC: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-40177529>
- Social Finance. (2020). *Impact Bond Global Database*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Social Finance: <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk/>
- Social Finance. (s.f.). *Social Impact Bonds*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Social Finance: What we do: <https://www.socialfinance.org.uk/what-we-do/social-impact-bonds>
- Spainsif. (2016). *Estudio Spainsif 2016: La inversión socialmente responsable en España*.
- Spainsif. (20 de noviembre de 2018). *¿Qué son los criterios ASG?* Obtenido el 10 de febrero de 2020, de Spainsif: <https://www.spainsif.es/que-son-los-criterios-asg/>

- Spainsif. (2018). *Guía ISR*. Obtenido de Spainsif.
- Spainsif. (19 de junio de 2019). *¿Qué rentabilidades dan los fondos de inversión sostenible?* Obtenido el 9 de abril de 2020, de Spainsif: <https://www.spainsif.es/rentabilidad-fondos-sostenibles/>
- Spainsif. (21 de diciembre de 2019). *Claves de la taxonomía en finanzas sostenibles*. Obtenido el 9 de marzo de 2020, de Spainsif: portal del inversor: <https://www.spainsif.es/claves-de-la-taxonomia-en-finanzas-sostenibles/#1545397319023-c7e52dd3-56c7>
- Spainsif. (2019). *Estudio Spainsif 2019: La inversión sostenible y responsable en España*.
- Spainsif. (2019). *Objetivo Fondos ISR*. Obtenido el 11 de abril de 2020, de Spainsif: https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/09/objetivo-isr-primer-semester.pdf
- Spainsif. (24 de abril de 2019). *Principios Operativos para la Gestión del Impacto*. Obtenido el 2 de marzo de 2020, de Actualidad ISR: <https://www.spainsif.es/principios-de-inversion-de-impacto/>
- Stahel, W. R. (23 de marzo de 2016). *The circular economy*. Obtenido el 5 de abril de 2020, de Nature: <https://www.nature.com/news/the-circular-economy-1.19594>
- Sustainable Development Goals. (s.f.). *Report of the World Commission on Environment and Development - Our Common Future*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Sustainable Development Goals Knowledge Platform: <https://sustainabledevelopment.un.org/milestones/wced>
- The Beam. (6 de septiembre de 2018). *Why sustainable investing makes good business sense*. Obtenido el 12 de marzo de 2020, de Medium: <https://medium.com/thebeammagazine/why-sustainable-investing-makes-good-business-sense-9ae6a79e54b9>
- Triodos Bank. (2020). *Triodos Bank: Somos banca ética*. Obtenido el 4 de abril de 2020, de Triodos Bank: <https://www.triodos.es/es/somos-banca-etica>
- Unión Europea. (s.f.). *Acuerdo de París*. Obtenido el 11 de febrero de 2020, de Web Oficial de la UE: https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_es
- Walker, C. (5 de junio de 2018). *Mapping Portfolio Impact to the SDGs: A Practical Guide for Impact Investors*. Obtenido el 3 de marzo de 2020, de <https://medium.com/mercy-corps-social-venture-fund/mapping-portfolio-impact-to-the-sdgs-a-practical-guide-for-impact-investors-7cb375538063>
- Wijkman, A., & Skanber, K. (s.f.). *The Circular Economy and Benefits for Society*. The Club of Rome. Obtenido el 5 de abril de 2020, de <https://s3-eu-west->

1.amazonaws.com/avfall-norge-no/dokumenter/The-Circular-Economy-and-Benefits-for-Society.pdf

Yunus Social Business. (s.f.). *About Us*. Obtenido el 8 de abril de 2020, de Yunus Social Business: <https://www.yunussb.com/about-us>