



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA INVERSIÓN RESPONSABLE Y SOSTENIBLE: Análisis del inversor y las empresas energéticas españolas

Autor/a: Bárbara Abajo Herranz
Director/a: Gloria Antón Martín

Resumen:

En el nuevo contexto social en el que vivimos los inversores y las empresa están desarrollando una mayor conciencia medioambiental. Este ambiente propicia el nuevo modelo de inversión, la inversión responsable y sostenible. En este trabajo de fin de grado la autora va a realizar un análisis de la percepción del inversor de este nuevo modelo, sus intereses y reticencias, como la posible menor rentabilidad o la falta de transparencia. Al final, se realiza un estudio de la empresa Iberdrola, que será analizada a través de la teoría económica de los grupos de interés.

Palabras clave: Inversión Responsable y Sostenible (IRS), energía, rentabilidad, transparencia, inversor, teoría de los grupos de interés

Abstract:

In the new social context in which we live, investors and companies are affected by a greater environmental awareness. This environment is conducive to the new investment model, responsible and sustainable investment. In this final degree project, the author will carry out an analysis of the investor's perception of this new model, their interests and reluctance, such as the possible lower profitability or the lack of transparency. At the end, a study of the Iberdrola company is carried out, which will be analysed through the economic theory of interest groups.

Keywords: Responsible and Sustainable Investment (IRS), energy, profitability, transparency, investor, stakeholder theory

LISTA DE ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS

ASG o ESG	Criterios Ambientales, Sociales, y de Buen Gobierno
AUM	Activos Bajo Administración
CO2	Dióxido de Carbono
CSP	Desempeño Social Corporativo
GEI	Gases de Efecto Invernadero
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
IRS	Inversión Responsable y Sostenible
UE	Unión Europea

ÍNDICE GENERAL DE CONTENIDO

Resumen:	2
CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN	5
1.1. Estado de la cuestión	5
1.2. Objetivos	5
Marco teórico: La teoría de los grupos de interés o stakeholder theory	6
1.3. Metodología y estructura	8
2.1. ¿Qué es la inversión socialmente responsable y sostenible?	10
2.2. Origen y evolución del concepto en el mundo	13
2.3. Evolución de la Inversión responsable y sostenible en España	14
2.3.1. ¿Cómo se han adaptado las empresas energéticas españolas?	16
CAPITULO 4. LA INVERSIÓN RESPONSABLE Y SOSTENIBLE REDUCE LA RENTABILIDAD ¿MITO O REALIDAD?	23
CAPÍTULO 5. ¿QUÉ ESTÁ FRENANDO LA INVERSIÓN DE ESG Y QUE PUEDEN HACER LAS EMPRESAS PARA COMBATIRLO?	27
5.2. Otras propuestas para incentivar la IRS	30
CAPÍTULO 6. CASO PRACTICO: IBERDOLA	32
CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES	35
Bibliografía	37

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Estimación del crecimiento de regresión lineal de las inversiones responsables y sostenibles en España	16
Gráfico 2. Comportamiento de los activos IRS frente a sus homólogos tradicionales en el primer trimestre del año 2020.....	26
Gráfico 3. Crecimiento del valor de la compañía	34

CAPITULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Estado de la cuestión

Durante las últimas décadas se ha desarrollado una creciente concienciación social sobre los problemas medioambientales y sociales, y el rol que juegan las empresas para paliarlos. Esto último es muy importante, pues a día de hoy, el propósito de una empresa no se puede reducir a generar beneficios, sino que va más allá, debiendo también contribuir de forma positiva a la sociedad, a través de soluciones para eliminar o minimizar los problemas de la sociedad y el planeta. Algunas personas piensan que esta contribución positiva a la sociedad se hace contra la rentabilidad, pero no es así. Los inversores también deben tomar parte de esta nueva realidad. Los inversores son cada vez más conscientes de las consecuencias sociales y ambientales de las decisiones que toman los gobiernos y las empresas, especialmente tras la crisis sufrida en 2008. Así pues, la inversión responsable y sostenible se trata de un cambio estructural que irá en aumento en el tiempo, impulsado por una mayor conciencia social y por una regulación que lo favorecerá.

La autora considera necesario resaltar la razón por la cual ha decidido enfocarse en las empresas energéticas españolas a la hora de realizar este análisis. La razón es sencillamente porque las empresas energéticas, según un estudio de la consultora EcoAct lideran la sostenibilidad y los esfuerzos en la acción climática dentro del Ibex 35, incluso dentro del FTSE4Good Ibex 35.

1.2. Objetivos

¿Cuál es la visión real del inversor respecto a la inversión sostenible?, ¿Qué miedos o reticencias siente respecto a esta?, ¿Qué espera de la empresas?, ¿Qué le impulsaría a invertir más en estos activos?, estas son algunas de las preguntas a las que buscara dar respuesta la autora a lo largo de este trabajo de fin de grado.

Por tanto, la autora tiene como objetivo principal determinar la percepción del accionista minorista respecto a la inversión sostenible. En particular la autora se centrará en el análisis de los esfuerzos realizados por las empresas españolas energéticas para cumplir con los criterios ESG (caso práctico de Iberdrola) y adaptarse a la demanda de sus accionistas.

Para ello en primer lugar se va a estudiar la mentalidad del accionista, y si realmente incorpora criterios de carácter medioambiental, social o de buen gobierno en sus decisiones de inversión, o por el contrario miran solo por la rentabilidad de la inversión. En relación con la rentabilidad, la autora también busca revalorar la afirmación de que la inversión sostenible es más rentable que la tradicional. Por otro lado, también se analizará el papel de los accionistas en cuanto a impulsores de las políticas de RSE.

A la luz de los distintos informes sobre inversión sostenible emitidos por organizaciones como Spainsif o Schroders, el debate sobre la inversión responsable y sostenible se centra también en la terminología de la inversión sostenible, y sus estandarización. Por lo tanto, la autora, busca también aclarar la definición de inversión sostenible y sus implicaciones, riesgos y beneficios.

Marco teórico: La teoría de los grupos de interés o stakeholder theory

Existen varias perspectivas teóricas sobre las que la autora podría basarse para estudiar el tema de la inversión sostenible; sin embargo, aquella que mejor explica este tema es la teoría de los grupos de interés. Desde que Freeman (1984) publicó su libro *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, otras teorías anteriores como la de los accionistas fueron desbancadas. El principal motivo era que esta se centraba únicamente en el accionista como grupo de interés, mientras que la teoría de los grupos de interés posee una visión relativa a la empresa más amplia y comprometida con la sociedad; visión que es necesaria a la hora de estudiar la inversión sostenible.

Esta teoría centra la atención en los grupos de interés, a los cuales Freeman definió como "cualquier grupo o individuo que pueda afectar o se vea afectado por los logros de los objetivos de la empresa". El enfoque de esta teoría determina que, para tomar la mejor decisión, es decir, aquella que cree el mayor valor tanto para la empresa como para la sociedad en su conjunto, aquellas personas que tienen el poder de decisión sean capaces de identificar a todos los grupos de interés de la compañía, entender sus intereses, y tomar una decisión teniendo en cuenta los intereses de todas las partes, y no solo aquellos de sus accionistas (Brandt y Georgiou, 2016). En otras palabras, la teoría de los grupos de interés es una promesa de hacer negocios al servicio de todas las partes interesadas, en lugar de solo las ganancias y los retornos. Esto no implica que los accionistas no sean importantes, pero es vital que las empresas también tengan en cuenta a los trabajadores, las

comunidades, el medio ambiente y más agentes sociales al definir el éxito de su estrategia empresarial (D'Souza, 2020). La correcta implantación de este método de toma de decisiones promueve altos niveles de desempeño social corporativo (CSP) ligados a los indicadores ESG, los cuales, a su vez, se asocian a un menor riesgo financiero y reputacional. Esto se debe a que se reduce la probabilidad de demandas y multas legales, y se fomentan relaciones más estables con la sociedad. Por tanto, se observa claramente que el foco de esta teoría se centra en la creación de valor a largo plazo, no solo en mejorar el valor para los accionistas.

No obstante, no por ello los inversores pasan a tener un papel pasivo. Los inversores pueden intentar utilizar sus acciones para influir en su comportamiento, motivando a los directivos de la empresa a prestar más atención al bienestar de todas las partes interesadas. Esto es conocido como defensa de los accionistas, y se desarrolla a través del diálogo o las resoluciones de los accionistas.

Como se ha mencionado anteriormente, la toma de decisiones debe comenzar con la detección de los grupos de interés de la compañía, para luego poder identificar sus expectativas, lo cual garantizará la sostenibilidad y correcto funcionamiento de la empresa a largo plazo. Según Freeman, “la gestión sistemática de los intereses de los stakeholders es crítica para el éxito de la empresa”. Por tanto, el primer paso es conocer los grupos de interés, que siguiendo a Clarkson (1995), podemos clasificar en primarios y secundarios.

- **Primarios:**

Son aquellos agentes que mantienen estrechas relaciones con la empresa. Este grupo engloba agentes como los accionistas, trabajadores de la empresa, clientes, proveedores y gobierno/Estado. Tiene una relación oficial o contractual con la organización, y sin ellos la empresa no podría existir. Se caracterizan porque pueden influir en el cash-flow de la empresa y por lo tanto deben ser tenidos en cuenta para alcanzar resultados económicamente viables en el seno de la organización.

- **Secundarios:**

se trata de todos aquellos grupos que influyen o afectan, o que por el contrario se ven influidos o afectados, por la actividad de la empresa. No tienen influencia directa en el

cash flow y por lo tanto sus necesidades no serán estratégicas para la compañía. En esta categoría se encuentran aquellos proveedores que poseen pequeñas cuentas o, las ONG's.

La idea fundamental del enfoque de la teoría de los grupos de interés es considerar los intereses de todos los stakeholders, y no únicamente el de los de los accionistas. En consecuencia, la teoría de las partes interesadas analiza el correcto o no desempeño de una compañía a través de una extensa lista de criterios (sociales, medioambientales, diversidad, transparencia, ética...), y no solo por el desempeño del valor de las acciones.

1.3. Metodología y estructura

El propósito que se busca con este trabajo de fin de grado pues es ahondar más en la visión del inversor a cerca de la inversión socialmente responsable y sostenible en España, y en particular en las empresas energéticas. Esto último se debe a que, en España, aunque el movimiento de la inversión basada en los criterios ESG llegó más tarde que a otros países como Estados Unidos, las empresas energéticas fueron las primeras en adaptarse, incluso algunas como Iberdrola se adelantaron a su tiempo. Son las que más beneficiadas han salido de este nuevo modelo de inversión gracias a toda la nueva financiación (a través por ejemplo de bonos verdes) que están consiguiendo a tipos de interés más bajos, gracias a las iniciativas fiscales llevadas a cabo por la UE; y por último son las empresas que más información de carácter no financiero han facilitado al público en general. Es por ello que la autora de este trabajo ha decidido enfocarse en ellas. En particular, en Iberdrola, sobre la cual al final del trabajo se ha realizado un caso práctico.

El trabajo ha consistido casi en su mayoría de un análisis descriptivo de fuentes de información secundarias como los informes de sostenibilidad, como el de SpainSif, o informes integrados de las empresas energéticas; además de estudios y encuestas que muestran la realidad del nuevo modelo de inversión sostenible y su mayor o menor aceptación. Con todo ello, la autora ha realizado un trabajo de fin de grado que se estructura de la siguiente manera; En el primer capítulo, se define el contexto y la teoría económica a través de la cual se analizará la evolución de la inversión responsable y sostenible. En el segundo capítulo, la autora analiza la terminología y explica las diferencias que a menudo llevan a error a los inversores. En el tercer capítulo se analiza la tipología del inversor y sus intereses con respecto a la inversión responsable y sostenible. En el cuarto capítulo se analiza la recurrente cuestión que se preguntan muchos

inversores y expertos respecto a la inversión responsable y sostenible, a saber, ¿es la inversión responsable y sostenible rentable? En el quinto capítulo, la autora pasa a descubrir y analizar las preocupaciones de los inversores con respecto a la IRS, y se proponen algunas acciones por parte de las empresas para promover este tipo de inversión. Por último, en el sexto capítulo se realiza un caso práctico en el cual se estudia la empresa Iberdrola a través de la visión de la teoría de los grupos de interés; estudio que pretende demostrar como los miedos y reticencias de ciertos inversores respecto a la posibilidad de compaginar IRS y éxito empresarial. Por último, en el séptimo capítulo, la autora presenta las conclusiones y líneas futuras de estudio.

CAPÍTULO 2. CONCEPTO DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE VS. INVERSIÓN RESPONSABLE Y SOSTENIBLE

2.1. ¿Qué es la inversión socialmente responsable y sostenible?

El primer objetivo por analizar en este trabajo de fin de grado es la terminología de la inversión socialmente responsable, comparándola con el concepto de inversión responsable y sostenible. Es importante tener en cuenta que la idea de inversión responsable y sostenible no es un concepto nuevo, se podría decir que sus orígenes se basan en la idea del “triple balance”, acuñada en 1995 por John Elkington, la cual afirmaba que todas las empresas deben tener en cuenta las “tres Ps” (*People, Planet, Profit*), y no solo centrarse en los beneficios, ya que cada una de ellas es igual de importante para el éxito a largo plazo de nuestra sociedad. A lo largo del tiempo se debatieron varios intentos terminológicos para expresar este concepto, como “inversión responsable”, “inversión ética”, y, más recientemente, “inversión responsable y sostenible”, o “IRS”, pero el término inversión sostenible ha sido consensuado como la mejor manera de englobar las diversas estrategias de inversión en las que se tienen en cuenta factores ASG. El problema viene cuando la gran cantidad de conceptos manejados referentes a los criterios ESG en el sector financiero crea confusión y, por ende, incertidumbre entre los actores del mercado, quienes pueden incluso llegar a no saber discernir si sus activos realmente se están utilizando para promover un desarrollo sostenible, y una sociedad justa y paritaria.

Por tanto, es importante definir claramente que es una inversión socialmente responsable. El PRI define la inversión responsable como una estrategia y práctica para incorporar factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en las decisiones de inversión y la propiedad activa. La inversión socialmente responsable es un concepto más antiguo que suele confundirse con la inversión responsable y sostenible (SRI), la cual se define como un enfoque de inversión que incorpora criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG o ASG) en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversiones (SpainSif, 2019). La clave diferenciadora entre ambos términos es comprender cómo la inversión responsable y sostenible es más amplia, y por tanto no solo persigue objetivos medioambientales y sociales como la anterior, sino que también debe perseguir el desempeño financiero (Principios para la Inversión Responsable [PRI] 2020). Es decir, que además del posible rendimiento económico, tiene en cuenta el impacto medioambiental, social o cualquier otro aspecto ético del vehículo inversor.

Como consecuencia de todo ello, a comienzos de la segunda década de este siglo se potencia la consideración de los factores de medio ambiente, sociales y de gobierno corporativo (factores ASG) en las decisiones de inversión por parte de los inversores institucionales, si bien no en el marco de un cambio radical de paradigma hacia una filosofía de ISR (inversión socialmente responsable) en la que se estaría dispuesto a sacrificar algo de los objetivos financieros, sino en la medida de que si no se consideran los factores ASG se estaría minando la rentabilidad financiera a largo plazo de las inversiones y/o aumentaría el riesgo financiero de las mismas. La consideración de los factores ASG da lugar a la Inversión Responsable y Sostenible (IRS). Tanto los inversores minoristas como institucionales son sensibles a estos criterios ASG, pero son los institucionales quienes, aglutinando significativas cantidades de ahorro de los primeros, disponen de medios adecuados para llevar a cabo los análisis que conlleva la consideración de criterios ASG y quienes tienen una mayor capacidad de diálogo e influencia con la empresa en la que invierten.

Los criterios ASG hacen referencia a tres cuestiones: la cuestión Ambiental, la Social y aquella de Gobierno Corporativo (también referido como Buen Gobierno); del mismo modo que describe cómo estas cuestiones deben integrarse en la estrategia corporativa de todas las empresas.

- **Factor ambiental**

Este criterio hace referencia a aspectos relacionados con temas medioambientales, como son la gestión del agua o de residuos, la calidad del aire, la gestión eficiente de la energía o la biodiversidad. Por todo ello, es evidente que este aspecto es de especial relevancia para las empresas energéticas pues es el criterio sobre el que más se las evalúa.

- **Factor social**

Analiza asuntos internos de las empresas como la propia diversidad de la empresa, derechos humanos, cuestiones sanitarias, condiciones laborales o seguridad. Crea valor pues permite a la empresa desarrollar la comunidad en la que opera, al tiempo que refuerza los lazos con la misma y fortalece su imagen reputacional.

- **Gobierno Corporativo**

Estudia la gestión de la propia compañía, independencia del consejo, remuneración de los directivos, estrategia fiscal, relación con los accionistas, gestión del riesgo, ética en los negocios, comportamiento competitivo o corrupción (Bankinter, 2019). Por ejemplo, crea

valor aumentando la confianza de los inversores a través de la supervisión de la junta directiva, y el establecimiento de marcos de gestión de riesgos ESG.

Respecto a estos tres factores, resulta interesante no sólo analizar el valor que aportan a la empresa sino la importancia que representan para el inversor. Amundi Asset Management descubrió que la importancia relativa de los factores ESG varía según la región; para las carteras europeas, el factor de un buen gobierno corporativo es particularmente importante para determinar el rendimiento superior. No obstante, para las carteras de América del Norte, los factores ambientales son los más importantes.

Para articular la Inversión Responsable y Sostenible, se han definido diferentes estrategias para que los criterios ASG formen parte de las decisiones de inversión, de esta forma encontramos estrategias como:

- a) **Cribado negativo o excluyente**, fue una de las primeras en usarse y aún a día de hoy una de las más utilizadas en España; esta estrategia se basa en eliminación de empresas o industrias que no son considerados como beneficiosos para la sociedad o el medioambiente.
- b) **Detección basada en normas**, esta estrategia se establece a través de la eliminación de aquellas empresas que violan algún conjunto de normas.
- c) **Cribado positivo / mejor en su clase** (“*best-in-class*”), esta estrategia está empezando a ser más y más utilizada en favor de otras como la de cribado negativo. Esta estrategia se basa en la selección de empresas con un desempeño de ASG especialmente fuerte frente a empresas del mismo sector. Esta estrategia promueve un rendimiento superior, lo cual ha contribuido al aumento de la demanda de estos productos, pues los inversores se han dado cuenta que no sólo generan un impacto positivo en la sociedad, sino que también reciben un retorno.
- d) **Inversiones temáticas de sostenibilidad** (como en un fondo centrado en el acceso a agua limpia o energía renovable).
- e) **Integración ASG**, estrategia de inversión que permite incluir los factores ASG en el análisis fundamental de tus inversiones.
- f) **Propiedad activa**, aquella estrategia que permite al inversor cultivar un compromiso profundo con compañías de cartera.

g) **Inversión de impacto**, es aquella inversión que busca empresas que tengan un impacto positivo en un problema de ASG sin dejar de obtener un retorno del mercado (Eccles y Klimenko, 2019).

2.2. Origen y evolución del concepto en el mundo.

Los inversores han estado expresando su preocupación por la sostenibilidad durante varias décadas, aunque no ha sido hasta hace relativamente poco, que han comenzado a traducir sus palabras en acción (Eccles y Klimenko, 2019). Los números respaldan la opinión de que los mercados de capitales están en medio de un cambio radical. Los gestores de activos han visto un flujo significativo de fondos de clientes cambiar y escoger invertir en las inversiones sostenibles. Este aumento del interés se puede observar a partir de 2006 cuando la ONU respaldó los Principios para la Inversión Responsable (PRI); en este momento únicamente 63 compañías de inversión, las cuales representaban 6.5 billones de dólares en activos bajo administración (AUM), firmaron el compromiso para incorporar los problemas ESG en sus decisiones de inversión. Sin embargo, en 2018, el número de empresas había aumentado a 1.715, las cuales representaban 81.7 billones de dólares en AUM (Eccles y Klimenko, 2019). Es decir, que a fecha de hoy la inversión sostenible representa alrededor del 18% de los activos bajo administración (AUM) en la industria de gestión de activos (Ernst & Young, 2017), y Deutsche Bank estima que esta cifra se duplicará en los próximos tres años (Fitzpatrick, 2019). Estos datos reflejan la confianza de los inversores institucionales sobre estos activos, y por tanto el crecimiento del mercado de inversión sostenible que dará lugar a un mayor número y diversidad de productos financieros (FundsPeople, 2019). Este auge de la inversión socialmente responsable viene motivado también por otros factores, entre los cuales cabe destacar, la creación en 1999 del Dow Jones Sustainability Index, que fue el primer índice global en introducir criterios de sostenibilidad, y por lo tanto estableció unos controles y métricas con los que comparar la actividad de las empresas por primera vez. También las nuevas regulaciones y políticas internacionales dirigidas a frenar el cambio climático, como la Conferencia de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático [COP21], que concluyó con el Acuerdo de París, la Agenda 2030 de Naciones Unidas y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS); además, existen otras iniciativas como Task Force on Climate-related Financial Disclosures, los Principios de Inversión Responsable, los Principios de Seguros Sostenibles, o el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea

(Aranda, 2019) que buscan dirigir el centro de atención hacia proyectos que tengan un impacto positivo sobre la sociedad y el medio ambiente.

Es importante destacar los esfuerzos realizados por la Unión Europea en esta área de inversión, y esto se ha traducido, según el informe de inversiones sostenibles y responsables de GSIA 2018, en que el 46% de los activos gestionados profesionalmente bajo una de estas estrategias de inversión responsable y sostenible, se originaron en Europa. Sin embargo, pese a ser la región con más peso de todas las regiones a nivel global, tiene la tasa de crecimiento más baja. Este debe ser un factor de estudio a futuro por parte de las instituciones financieras europeas.

2.3. Evolución de la Inversión responsable y sostenible en España

Como se acaba de observar la inversión responsable y sostenible está creciendo mucho en el mundo, y España no es una excepción. Schroders realizó en 2017 una encuesta a inversores cuyo resultado principal fue que el 81% de los encuestados declaró otorgar una mayor importancia a las inversiones sostenibles y responsables que cinco años atrás y de ellos el 61% declaró haber aumentado sus inversiones en fondos sostenibles (Aranda, 2019). Esta concienciación se ve reflejada en las cifras expuestas en un reciente informe de Spainsif, el cual refleja un aumento de un 10%, entre 2015 y 2017, de los activos bajo gestión ASG en España, hasta alcanzar los 185.614 millones de euros, lo cual representa el 62% de los activos bajo gestión profesional (Aranda, 2019). Por otro lado, el 84% capital privado en España apuesta por la inversión responsable y sostenible e incluye criterios ESG en sus inversiones (Garnica & Bascones, 2020). Aunque hasta la fecha, en España, es el inversor institucional, en particular los fondos de pensiones, aquel que más interés muestra por la inversión socialmente responsable; en los últimos años ha incrementado de forma importante el interés de los inversores finales (objeto principal de estudio en este trabajo de fin de grado).

El mercado de ISR en España todavía está, en términos de volúmenes y madurez, lejos de la representatividad lograda en otros países líderes en nuestro entorno. Sin embargo, el interés en este tipo de inversiones está claramente aumentando tanto en términos de oferta como de demanda. Como resultado de este interés, en combinación con la tendencia general en los mercados europeos y el futuro marco regulatorio común para la inversión sostenible, tanto los operadores nacionales como los internacionales se están dando cuenta del potencial de crecimiento del mercado SRI en los próximos años, y se están

volviendo cada vez más activos. para responder a esta demanda, que representa una oportunidad de negocio estratégica distintiva (SpainSif, 2019).

Se realizará un estudio general de los activos gestionados en España para medir la demanda de este tipo de inversión entre los inversores españoles (SpainSif, 2019).

En general, los activos gestionados bajo estrategias SRI están experimentando un crecimiento constante en España. Entre 2017 y 2018, los activos bajo gestión ESG en España alcanzaron los € 210,644 millones, con un crecimiento en el período del 13.5%, de los cuales € 191,278 millones correspondieron a activos administrados por instituciones nacionales y € 19,366 millones por instituciones internacionales. En cuanto a los activos ESG en comparación con los activos totales bajo gestión profesional en España, muestra que, excluyendo los activos internacionales, los activos gestionados según los criterios ESG representaron el 49% del total de activos gestionados por instituciones nacionales en España. En este caso, los activos ESG administrados por instituciones internacionales no se han incluido debido a la falta de registros comparativos, ya que es el primer año que se solicita esta medición. Este año, la cantidad total de activos administrados disminuyó 3.3%, lo que refuerza la idea de que la inversión sostenible y responsable tiene la capacidad de crecer tanto en tiempos de expansión como de concentración del mercado (SpainSif, 2019).

El estudio de SpainSif demuestra como España mantiene la tendencia de crecimiento de años anteriores, con una tasa de crecimiento del 13.5% entre 2017 y 2018, con € 191.27 mil millones en activos administrados por instituciones nacionales y € 19.37 mil millones por instituciones internacionales. Con respecto al volumen de activos SRI pertenecientes a instituciones nacionales, estos activos representan el 49% de todos los activos gestionados profesionalmente en España (SpainSif, 2019).

Según la estimación de SpainSif (véase en el gráfico 1) para 2021 el mercado SRI tendrá un valor de entre € 310.882 millones y € 278.690 millones, lo que corresponde a un crecimiento entre 62% (21% por año) y 46% (15% anual) (SpainSif, 2019).

Gráfico 1. Estimación del crecimiento de regresión lineal de las inversiones responsables y sostenibles en España



Fuente: Elaborado por SpainSif (2019)

Por tanto, a pesar de que el mercado español de ISR aún está lejos de los volúmenes y la madurez que ha logrado en otros países; es cierto que está atrayendo un interés cada vez mayor tanto en el lado de la oferta como en el de la demanda (SpainSif, 2019). Por todo ello, el mercado de Inversión Responsable y Sostenible en España se encuentra a punto de comenzar una nueva etapa de crecimiento de calidad, apoyada por las regulaciones y administraciones públicas, las iniciativas privadas internacionales, y la destacada demanda de los inversores finales (PWC; Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión [ASCRI], 2020).

2.3.1. ¿Cómo se han adaptado las empresas energéticas españolas?

En el año 2019 según el IV Estudio del Estado de Reporting de Sostenibilidad del Ibex 35 elaborado por la consultora EcoAct fueron Iberdrola, Acciona, Telefónica, Ferrovial, Endesa y Naturgy las empresas españolas que lideraban la sostenibilidad y los esfuerzos en la acción climática dentro del Ibex 35. Que entre las empresas más sostenibles del Ibex 35 estén un número tan amplio de empresas energéticas no es ninguna casualidad. La demanda de información sostenible y de datos ESG transparentes es muy común entre los inversores que respaldan a las compañías de energía, ya que operan en un mundo que va camino de la descarbonización. La industria de energía, por la naturaleza de sus operaciones, produce algunos de los gases de efecto invernadero más potentes: dióxido

de carbono (CO₂) y metano, y esto es un tema que preocupa a unos inversores cada vez más concienciados en temas medioambientales y sociales. La demanda del mercado para la gestión de riesgos relacionados con el clima aumenta las expectativas de descarbonización en el sector de energía y afecta la asignación de capital (Deloitte, 2019). Es importante que las compañías de energía comprendan que los problemas de ESG también son problemas de negocios que pueden generar riesgo o retorno financiero. Por suerte, las empresas energéticas españolas son conscientes de este “nuevo” contexto; Antonio Llardén¹ (2015) afirmó que *“la integración de la sostenibilidad en la toma de decisiones y en la gestión de las organizaciones es un elemento imprescindible para el crecimiento futuro de las empresas energéticas”*.

Como se puede observar las empresas energéticas españolas están concienciadas que ahora más que nunca es vital comenzar a comprender, evaluar y supervisar los riesgos relacionados con ESG como parte de la estrategia a largo plazo de las empresas en general, pero las energéticas en particular. Aunque actualmente sigan teniendo una ventaja competitiva, si no continúan incorporando nuevos criterios, reglamentaciones, y manteniendo activa la comunicación con sus grupos de interés, en poco tiempo se verán desfasadas y esto tendrá repercusiones negativas sobre sus ingresos. Es necesario, por tanto, comprender el perfil ESG del mercado, y así poder promover de manera efectiva la confianza de los inversores demostrando un dominio de los asuntos ESG relevantes para el negocio.

¹ Antonio Llardén es el presidente del patronato de la Fundación para la Sostenibilidad Energética y Ambiental (Funseam) y el presidente de Enagás.

CAPITULO 3. ANÁLISIS DEL ACCIONISTA.

La preocupación social hacia la sostenibilidad y todo lo que conlleva, a saber, cambio climático, globalización, economía circular, la mejora de la gobernanza empresarial o la creciente desigualdad, está generando un nuevo tipo de inversor ‘comprometido’ que quiere que su dinero se emplee con arreglo a criterios ambientales, sociales y de gobernanza (criterios ASG). Este nuevo enfoque combina la rentabilidad con la corresponsabilidad social, y está transformando por completo la industria de la gestión de activos; la cual debe adaptarse a esta nueva tendencia y adoptar los criterios ASG en la selección de activos si quiere atraer el dinero del creciente número de inversores sostenibles (Aranda, 2019).

El agente sobre el cual se va a centrar este trabajo son los accionistas, y no la empresa como suele ser lo habitual. La autora ha buscado analizar la inversión responsable y sostenible desde este enfoque, pues es consciente de la creciente importancia de los accionistas como uno de los grandes grupos de interés dentro de una empresa, de hecho, en el sentido estricto son los propietarios de la empresa. En este nuevo modelo de inversión, los accionistas tienen una doble labor: (i) demandar información fiable y en tiempo real de las posiciones financieras y de las estrategias de la empresa orientadas a generar valor, e (ii) impulsar el desarrollo de una estrategia empresarial que contribuya a satisfacer al bien común y al beneficio de todos los otros grupos de interés de la empresa (Bermúdez & Olmedo, 2018). La primera constituye junto con la rentabilidad de sus inversiones, una de sus principales preocupaciones, y, por tanto, de sus principales demandas. El aspecto de la transparencia, y la demanda de mayor información por parte de los accionistas hacia la empresa se analizará más adelante en el capítulo 5. Ahora el análisis se va a centrar en el segundo aspecto, el fomento de actividades que beneficien a la sociedad en su conjunto, ya sean de carácter medioambiental o social. Para ello, se procede a analizar el perfil del accionista, sus intereses y métodos de inversión.

Según la OCDE (2017) la incorporación o no de criterios ASG por parte de los accionistas permite identificar varias tipologías de inversores. La primera categoría sería la denominada como **inversores tradicionales**; estos son aquellos inversores que no tienen en cuenta criterios ASG a la hora de invertir, pues consideran que los mercados son suficientemente eficientes y su inversión por sí misma producirá un beneficio en la sociedad; o bien temen que su rentabilidad pudiera ser disminuida o que pudiera aumentar el riesgo de su inversión. En segundo lugar, se encuentra el grupo conformado por los

inversores modernos, los cuales reconocen que los mercados no son eficientes por sí mismos, y por tanto tienen en cuenta los criterios ASG en la medida en que condicionan su rentabilidad. Una tercera categoría es la integrada por los **inversores con objetivos ampliados**; estos van un paso más lejos que los inversores modernos, pues están dispuestos incluso a sacrificar su rentabilidad financiera en aras de conseguir beneficios medioambientales o de carácter social. En la última categoría se encuentran los **inversores universales**, los cuales van más allá que los anteriores al considerar que tienen una responsabilidad de financiar y apoyar económicamente el desarrollo sostenible. Estas dos últimas categorías de inversores son lo que conforman de forma estricta la Inversión Socialmente Responsable; que como ya se ha definido en el capítulo 2 no busca la rentabilidad sino la consecución de los objetivos sociales y medioambientales. No obstante, este trabajo se va a centrar especialmente en el grupo de inversores modernos, pues son los que constituyen la inversión responsable y sostenible. También se analizarán los temores de los inversores tradicionales, que radican en su idea de que al incorporar criterios ASG a su cartera de inversión, esto repercutirá de manera negativa en su rentabilidad y riesgo.

– **¿Cuál es el arquetipo del inversor moderno?:**

A pesar de que muchos informes sostienen que la preocupación sobre los aspectos sociales y ambientales se concentra mayoritariamente en la generación de los Millenials, es decir aquellos nacidos a partir de mediados de la década de 1980; no es del todo cierto. De hecho, es la **Generación X**, la que probablemente esté más preocupada por la sostenibilidad de sus inversiones. En una encuesta realizada por la gestora de activos Robeco, se concluyó que el 61% de la Generación X siempre considerará los factores de sostenibilidad al seleccionar un producto de inversión, en comparación con el 59% de los millennials. Esto es un dato muy positivo pues la gente que conforma este grupo se encuentra en una edad en la cual disponen de más capital de inversión que otras generaciones más jóvenes (Robeco, 2018). La encuesta también señaló que los inversores que optaron por invertir en fondos sostenibles fueron el 28% de los mayores de 50 años, el 29% del grupo de 34 a 50, y el 26% de los de 18 a 34. Esto demuestra lo arraigado que están los aspectos ambientales y sociales entre las distintas franjas de edad, con una ligera ventaja para el grupo de la generación X. Por lo tanto, aunque en su origen, este tipo de inversiones sostenibles tenían una gran aceptación entre el público más joven, se ha ido introduciendo en todas las franjas de la sociedad y ya no responde solo a la demanda

de un colectivo concreto, lo cual es un dato muy positivo, que indica que este modelo de inversión viene para quedarse.

– **El cambio climático como principal preocupación:**

Los inversores se preocupan por el medioambiente más que nunca, tanto es así que la última encuesta elaborada por Reuters (2019) destacaba que más de un 60% de los inversores considerarán factores ambientales y sociales a la hora de elegir unos u otros activos de inversión. Dos tercios de los encuestados encajan en la definición de inversor moderno y realmente creen que sus decisiones de inversión pueden marcar una diferencia para construir un futuro más sostenible.

– **Buscan la inversión a largo plazo:**

Los inversores sostenibles no buscan especular con las acciones para conseguir el máximo beneficio, sino que buscan un enfoque de retorno sostenible a largo plazo, se centran en la calidad de la empresa en la que invierten, empresas en su mayoría con un riesgo bajo y un rendimiento interesante a largo plazo; pero todo ello solo es posible si la compañía en la que se ha invertido tiene altos estándares en ASG.

– **Best-in-class e integración de criterios ESG:**

Aunque al principio la estrategia preferida por estos inversores era el screening negativo, en la que se eliminaban de sus carteras cualquier activo relativo a una actividad percibida como perjudicial para la sociedad (como el tabaco, empresas contaminantes, etc...). Los inversores en la actualidad prefieren enfoques proactivos, por tanto, el 40% de los inversores admite preferir la estrategia best-in-class; es decir, invertir en aquellas empresas que son las mejores en cuanto a temas ambientales o sociales. Por otra parte, el 70% de los inversores europeos afirmaron que la integración de la sostenibilidad en el proceso de inversión era el método por el que preferirían implementar consideraciones sostenibles en sus carteras (FundsPeople, 2019). Este cambio en las actitudes hacia diferentes enfoques de inversión es importante y, tal vez, se sustenta en una creciente conciencia de que la sostenibilidad no significa sacrificar la rentabilidad. De hecho, todo lo contrario; aunque esto se estudiará más en profundidad en el capítulo 4, en el cual se analizará si la inversión socialmente responsable es más o menos rentable que la inversión tradicional. En España por otro lado, seguimos estando un poco atrás en este aspecto y según indica el informe SpainSif, en relación con las estrategias de inversión sostenibles

y responsables más utilizadas, la exclusión seguía siendo la estrategia principal, con una tasa de crecimiento del 5%. Sin embargo, las estrategias más avanzadas están ganando terreno, consolidando la integración de los criterios ESG como una segunda estrategia (SpainSif, 2019).

- **En busca de ayuda experta:**

Ciertamente, los inversores buscan construir con sus inversiones un mundo más sostenible. Pero para ello necesitan información de rigor, con la que puedan identificar aquellas empresas que incluyen de manera efectiva los factores ASG en su estrategia corporativa. Para ello los inversores buscan ayuda en la industria financiera. Según un estudio de Morgan Stanley, el 29% de los inversores de entre 20 y 30 años buscan un asesor financiero que les proporcione inversiones basadas en valores. Quieren buscar ayuda de expertos que les ayuden a entender por ejemplo la calificaciones de sostenibilidad que se muestran en portales financieros como Bloomberg. Los encuestados también desean una mejor información sobre la sostenibilidad de los asesores financieros y que los gerentes de inversión usen sus propias calificaciones internas para asegurar a los clientes que los fondos que eligen en realidad son sostenibles. Más de la mitad (57%) creía que tales calificaciones los alentarían a invertir en línea con sus valores (Schroders, 2019). Aunque no solo buscan ayuda en sus entidades financieras, sino que como muestra una encuesta de Alianza Global de Inversión Sostenible, un 34% de los encuestados ya ha incorporado divulgaciones de TCFD en su análisis de inversión, mientras que un 26% adicional de los encuestados tiene un plan para hacerlo a corto plazo, a finales de 2020. Un 9% adicional de los encuestados tienen un plan, aunque la implementación se extenderá más allá de 2020. Más de una cuarta parte (27%) de los encuestados no tienen un plan confirmado para incorporar las divulgaciones TCFD en su análisis de inversión (Alianza Global de Inversión Sostenible [GSIA], 2019).

Los inversores también están interesados en una mayor involucración en la empresa, no solo mediante la participación puntual en la junta anual a través del voto, sino a lo largo de todo el ejercicio. Se trata de conocer y entender mejor la estrategia corporativa y los planes de futuro de la empresa en la que inviertes tu capital, que permitan anticipar el grado de sostenibilidad de los rendimientos futuros. En este sentido, la autora considera muy importante el papel que juega el área de Relaciones con Inversores de la empresa para resolver los posibles problemas que puedan surgir entre accionistas y directivos, y como vía para aumentar la comunicación y transparencia (uno de los factores más

demandados por parte de los accionistas). En definitiva, es un área clave para facilitar los análisis de los inversores con criterios ASG, y para que, a través de las denominadas políticas de involucración de los accionistas, estos puedan implementar su capacidad de influencia en la empresa mediante una gestión activa de sus inversiones. Por otro lado, también permite resolver nuevos problemas de agencia relacionados con posibles discrepancias entre los criterios ASG de los inversores y la política de RSE de la compañía, en especial en lo relacionado con actividades filantrópicas. Por último, y en esta misma dirección las empresas deben capacitar a asesores sobre cómo mantener conversaciones específicas y efectivas con los clientes en torno a la inversión sostenible. La capacitación y la comunicación desempeñan papeles clave en el fortalecimiento de la cultura de la empresa, especialmente en comparación con otras iniciativas de la empresa (Ernst & Young , 2017).

CAPITULO 4. LA INVERSIÓN RESPONSABLE Y SOSTENIBLE REDUCE LA RENTABILIDAD ¿MITO O REALIDAD?

La rentabilidad es evidentemente una de las principales preocupaciones de los inversores en materia de inversión, sea sostenible o no. La pregunta más frecuente de los inversores es si una inversión o cartera basada en criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) significa un sacrificio en términos de rentabilidad. Esta idea respecto a la pérdida de rentabilidad se lleva argumentando durante décadas a pesar de los múltiples informes que demuestran lo contrario; sin embargo, según un Estudio Global de Inversión de Schroders (2018), uno de cada cuatro personas no lleva a cabo inversiones sostenibles porque les preocupa que estas no generen unas rentabilidades tan elevadas como las inversiones no sostenibles. Este pensamiento se basa principalmente en dos razonamientos; el primero es que limitar las oportunidades de un inversor podría tener consecuencias de pérdida de rentabilidad; sin embargo, en la realidad, las inversiones sostenibles han funcionado bastante bien como grupo; además, a medida que estas inversiones continúen mostrando un historial de rendimiento superior del mercado, se producirá una tendencia de creación de productos que sigan estos criterios de ISR lo que permitirá a los inversores de disponer de una mayor oferta entre la que diversificar sus inversiones, pudiendo crear estrategias para proteger así sus carteras, como actualmente se hace con los activos convencionales (Aranda, 2019). La segunda razón que explica la posible pérdida de rentabilidad viene dada por la importante inversión que deben hacer las empresas a la hora de adoptar un enfoque sostenible, esto les obliga a endeudarse o reducir sus niveles de caja, lo que en principio podría suponer un mayor riesgo financiero o una rebaja en los dividendos. Por ejemplo, las empresas de energía que se reorientan hacia las renovables deben invertir millones en nuevas infraestructuras (Robeco, 2018), sin embargo, esto de hacer de forma eficiente, abre nuevas oportunidades de negocio, diversificación y crecimiento.

Aunque hasta el año 2010 no hubo resultados concluyentes, diversos estudios apuntan a que aquellas empresas que tienen en cuenta los factores ASG se encuentran entre las que presentan unos mejores rendimientos para el accionista. La hipótesis de que las empresas que dan mayor importancia a incorporar en sus estrategias corporativas los factores ESG obtienen mejores resultados financieros, reducen sus riesgos y en general producen mayores rendimientos en el largo plazo, es a día de hoy un hecho.

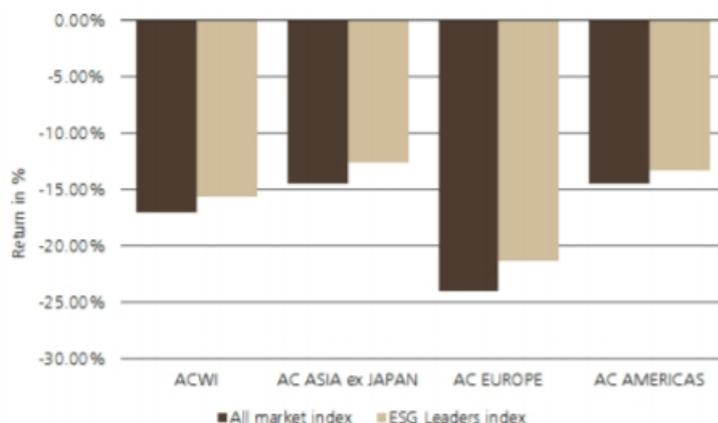
Esta afirmación la corroboran estudios como el que realizaron Friede, Busch & Bassen (2015) en el cual determinaron que la incorporación de factores ASG es mayoritariamente positiva para la rentabilidad de las compañías. Otro estudio realizado por George Serafeim de Harvard Business School descubrió que las empresas que desarrollaron procesos organizacionales para medir, administrar y comunicar el desempeño en temas ESG superaron a un grupo de control cuidadosamente emparejado. Este mismo estudio lo repitió la institución Nordea Equity Research (2017) que obtuvo el mismo resultado, más positivo si cabe, informando que las empresas con las calificaciones más altas de ESG superaron en un 40% a las empresas con calificaciones más bajas. En 2018, el Bank of America Merrill Lynch descubrió que las empresas con un mejor registro ESG producían rendimientos más altos en el largo plazo, un desempeño financiero superior, tenían más probabilidades de convertirse en acciones de alta calidad, menos probabilidades de tener grandes caídas de precios y tenían menos probabilidades de ir a la quiebra. A esta misma conclusión llegan otros estudios como el realizado por la Universidad de Hamburgo en combinación con Deutsche Bank. Por último, cabe destacar uno de los estudios más relevantes en esta área, *"From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive financial outperformance"*, realizado por Oxford University y Arabasque Partners y concluye que, tras analizar 200 casos, las prácticas prudentes tienen un impacto positivo en el resultado de las inversiones. Además, expone que en el 80% de los casos el precio de la acción se ve beneficiado por la introducción de prácticas sostenibles (Bankinter, 2019). Por tanto, se confirman que existe una fuerte correlación entre la introducción de criterios ESG y un mejor comportamiento financiero de las compañías; lo cual repercute positivamente en el rendimiento operativo, el acceso al capital y menores intereses de deuda pues aquellas compañías con mejores puntuaciones en estos factores ASG suelen tener menores niveles de riesgo y por lo tanto menos defaults, y esto contribuye positivamente al coste de su deuda (Bankinter, 2019), y por último la reputación de las empresas, especialmente de aquellas del sector energético (Deloitte, 2019).

La mejoría de los resultados de una empresa, en teoría, debería tener repercusión sobre el precio de sus acciones. En un estudio realizado en 2016 por Harvard Business School, se identificó por primera vez una relación directa entre la mejora de las prácticas empresariales en cuestiones ASG importantes, junto con la publicación de información sobre las mismas, y la evolución al alza de la cotización de sus acciones. En la

publicación, titulada “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, se mostraba claramente cómo las correspondientes ventajas financieras se trasladaban al valor patrimonial (Robeco, 2018).

Desde un punto de vista ambiental, la gestión activa de la huella de una cartera puede ayudar a disminuir la exposición a las empresas que pueden enfrentar riesgos legales y de reputación y proporcionar una cobertura contra futuros cambios regulatorios. Por ejemplo, a medida que el mundo pasa a una economía baja en carbono, las empresas energéticas que han sido proactivas en el proceso de descarbonización de la economía estarán mejor posicionadas para adaptarse a las nuevas regulaciones, la innovación o un cambio en el apetito del consumidor (Soe, Xie, Luke y Horan, 2019). De hecho, según el informe ‘Renewable Energy Assets and Funds 2018’ elaborado por la gestora de activos financieros Kaiserwetter, la inversión en energías renovables apunta a convertirse en un valor más seguro, rentable y estable que incluso valores refugio como el oro o la deuda soberana de los países desarrollados. En este sentido, abrazar la sostenibilidad es doble: apoyar la capacidad de recuperación de la empresa, al tiempo que permite impactos sociales y ambientales positivos. (Crutchfield, Asghar, O'Brien, & Noronha, 2020). Por tanto, se puede concluir que la inversión responsable y sostenible no requiere sacrificar los beneficios, sino que, por el contrario, mejora las características de riesgo y rendimiento de las inversiones (Principios para la Inversión Responsable [PRI], 2020). Pero esto no es nada nuevo, ya que en otros periodos de gran volatilidad y crisis económica como la que se sucedió en 2008, la desviación negativa de los fondos sostenibles fue significativamente menor que los fondos tradicionales según los datos de Morningstar. Vemos el mismo patrón en el desempeño de los índices de acciones de SI, con índices de SI globales y regionales que superan a sus pares convencionales en lo que va del año. Por tanto, la nueva situación confirmará la apuesta por la inversión ESG en la medida que es un indicativo de compañías que gestionan adecuadamente los riesgos y oportunidades de negocio más allá de los meramente financieros.

Gráfico 2. Comportamiento de los activos IRS frente a sus homólogos tradicionales en el primer trimestre del año 2020



Fuente: Whittaker, Lee, Howat y Sariyska, (2020). Gráfico elaborado a partir de los datos obtenidos de MSCI y UBS.

En este sentido, un análisis de Schrodgers apunta a que la inversión ESG está resistiendo mejor el impacto de la crisis. En su conjunto, el desempeño de los índices ESG, y los instrumentos específicos de ESG tuvieron una gran capacidad de recuperación en el primer trimestre de 2020. Las carteras que contienen enfoques de SI diversificados se colocan defensivamente en relación con las carteras convencionales, incluso llegando a mostrar oportunidades al alza (Whittaker, Lee, Howat y Sariyska, 2020).

CAPÍTULO 5. ¿QUÉ ESTÁ FRENANDO LA INVERSIÓN DE ESG Y QUE PUEDEN HACER LAS EMPRESAS PARA COMBATIRLO?

A pesar de las fuerzas que impulsan la inversión de ESG en España, todavía existen algunas cuestiones donde queda bastante camino por recorrer. El mayor obstáculo a día de hoy para la inversión responsable y sostenible es la aun latente falta de transparencia y de información que transmiten las empresas a los inversores. Es obvio que la información adecuada es un ingrediente clave en cualquier estrategia de inversión, pero aún más al tratarse de inversión responsable y sostenible. De hecho, una mayor transparencia y mejores estándares para medir los impactos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, son los factores a los que los inversores dan mayor importancia (FundsPeople, 2019). En particular, dentro del aspecto de la transparencia de la información, los accionistas dan mayor importancia a tres factores clave, a saber, la divulgación obligatoria de informes de información no financiera, el cumplimiento de los estándares basados en la taxonomía y la gestión de riesgos ESG. Estos tres factores son los más valorados por una sencilla razón que ya se observaba en el análisis del inversor, y es la creciente necesidad del inversor por comprender los criterios y sistemas de evaluación de las inversiones responsables y sostenibles. En este caso, el propósito de la taxonomía es ayudar a los inversores a comprender si una actividad económica es ambientalmente sostenible, y convertir el lenguaje técnico y complicado, en un lenguaje común más amigable; todo ello con el objetivo claramente de contribuir a aumentar la confianza de los inversores en las inversiones responsable y sostenibles. Esta herramienta, junto con el impulso regulatorio para mejorar la transparencia en la presentación de informes corporativos, obliga a las empresas a aumentar la información sobre este tipo de inversiones e incluir mayores garantías en términos de gestión de riesgos y con respecto a si las inversiones son efectivamente sostenibles. En otras palabras, las compañías energéticas cada vez verán más complicado no distribuir informes ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) (Chase & Hirth, 2019).

Por otro lado, se ha observado no sólo la escasez de estos informes, sino que los que existen, en su mayoría la mayoría no van dirigidos a los inversores, sino a otros grupos de interés, como ONGs o gobiernos. Esta falta de transparencia, y en consecuencia de descontento no sólo ocurre en España, sino que es un problema a nivel mundial; de hecho, en una encuesta realizada por la institución *Global Sustainable Investment Alliance*, el 59% de los encuestados expresó estar "muy" o "algo" insatisfecho, mientras que solo el 16% estaba "algo" satisfecho, y ninguno de los encuestados informó estar "muy

satisfecho" (Global Sustainable Investment Alliance [GSIA], 2019). Pese a todo ello en España se está logrando un progreso sustancial en la mejora de la calidad y disponibilidad de la información no financiera a través de las fuerzas del mercado, que se canalizan mayoritariamente a través de inversores institucionales, los cuales buscan cubrir las demandas de inversores minoritarios interesados en inversiones que incluyan los factores ESG; y de la regulación, como una directiva de la UE exigir a todas las compañías de cierto tamaño que reporten información no financiera una vez al año.

Por tanto, se puede afirmar que el cambio de mentalidad ha sido impulsado por dos grandes motivos: el primero es la creciente conciencia de que los factores ESG influyen en el valor, los rendimientos y la reputación de la empresa (Principios para la Inversión Responsable [PRI], 2020). A día de hoy ya se ha comprobado que la información no financiera es una herramienta clave a la hora de identificar riesgos en el largo plazo, y se estima que el 68% de los inversores la tiene en cuenta para tomar sus decisiones (Ernst & Young, 2017). Esto se debe a que la integración de información no financiera ayuda a optimizar el control de riesgos de las inversiones, y aunque esto no se advierta a primera vista en datos como la volatilidad, sí se verifica claramente en datos como las caídas máximas o la disminución de riesgos extremos. No obstante, aún existe una escasez de transparencia y, de facilitación de informes de sostenibilidad al mercado por parte de las empresas (Ernst & Young, 2017). En consecuencia, los accionistas exigen a las empresas cada vez más transparencia en materia de su desempeño no financiero.

En segundo lugar, los cambios regulatorios dirigidos a las compañías en materia de transparencia y rendición de cuentas. Respecto a la regulación creciente de las divulgaciones de ESG corporativas, la Unión Europea ha liderado el camino; por ejemplo, todos los productos de Inversión sostenible comercializados en la UE a partir de 2021 deberán divulgar el grado de alineación con la Taxonomía Sostenible de la Unión Europea (Whittaker, Lee, Howat y Sariyska, 2020).

En el caso de España, se ha materializado en la Ley 11/2018 de información no financiera y diversidad, la cual obliga a todas las compañías que cumplan unos determinados criterios, a la publicación y verificación externa de la información no financiera, incluso especificando los contenidos sobre los que reportar (PWC; Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión [ASCRI], 2020). El objetivo de esta nueva regulación europea es identificar riesgos para mejorar la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores, consumidores y la sociedad a través de la ampliación de información no

financiera por parte de las compañías, sobre todo, de factores ambientales y sociales, así como de respeto a los derechos humanos y de lucha contra la corrupción. Es importante recordar a las compañías que los informes de sostenibilidad no son únicamente beneficiosos para los inversores, sino que brindan una valiosa oportunidad para informar al mercado sobre las cosas buenas que la compañía está haciendo para el medio ambiente y la sociedad, así como para sus empleados. También puede ayudar a las empresas de energía a ganar una reputación de transparencia al emitir directamente datos ESG oportunos, precisos, cualitativos y cuantitativos que muchos de los inversores actuales necesitan para informar su toma de decisiones. Y todo lo anterior puede conducir a resultados positivos para las compañías de energía, que se traducen en más inversores y mayores ingresos.

Además de la falta de transparencia de la información de carácter no financiero, existen problemas de homogeneización a la hora de clasificar de forma confiable las inversiones o activos de carácter sostenible. Por este motivo se creó el Impact Management Project, la cual se define como una red de organizaciones que trabajan para armonizar la medición del impacto y las iniciativas de informes. Para ello trabajan en la creación de estándares que sean útiles para medir los esfuerzos en materia medioambiental y social de empresas e inversores. Un buen marco para empezar son los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, los 17 objetivos que la ONU identificó como necesarios para un futuro sostenible. Aunque son criterios muy vagos debido a su generalidad, la falta de criterios permite que los ODS sean ampliamente utilizados; un estudio de PwC de 2016 sobre informes de sostenibilidad demostró que el 62% de las empresas mencionó los ODS en sus informes de sostenibilidad, aunque solo el 28% proporcionó objetivos cuantitativos vinculados al impacto social (Eccles y Klimenko, 2019). Varias organizaciones, como la Junta de Normas de Divulgación del Clima, la Iniciativa de Informes Globales (GRI) y la Junta de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB), están tratando de llenar este vacío. BlackRock por otro lado, está promoviendo actualmente los marcos del Consejo de Normas de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB) y, para los riesgos relacionados con el clima, del Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima (TCFD). Es probable que los estándares de contabilidad de sostenibilidad específicos de la industria lanzados recientemente por la Junta de Estándares de Contabilidad de Sostenibilidad (SASB) sin

finés de lucro creen aún más presión sobre las empresas. Este enfoque solo se hará mucho más fuerte a medida que otras organizaciones intervengan y colaboren en estas expectativas. De hecho, el SASB, la Global Reporting Initiative (GRI) y el International Integrated Reporting Council (IIRC) han anunciado un proyecto de dos años para colaborar en la estandarización de los marcos de informes de sostenibilidad, así como en otros marcos que promueven una mayor integración entre los no financieros e informes financieros. Este esfuerzo conjunto para armonizar los marcos solo elevará el nivel de interés de los inversores. Sin embargo, hasta ahora ningún gobierno exige el uso de las normas. E incluso cuando las empresas eligen adoptarlos, los números reportados rara vez están sujetos a una auditoría rigurosa por parte de un tercero. En aspectos más prácticos como la monitorización de los indicadores de desempeño ESG: solo el 28% de las firmas encuestadas en nuestro país cuentan con este tipo de indicadores (entre las cuales se encuentra Iberdrola), o los medios humanos que se dedican a esta materia, solo el 14% cuenta con un equipo o una persona dedicada en exclusiva a estas cuestiones (Garnica & Bascones, 2020).

De todo este análisis la autora saca una conclusión principal, y esta es la necesidad de un cambio hacia la transparencia de la información y la comunicación con carácter bidireccional, en contraste con la práctica más habitual de comunicación unidireccional desde la empresa donde ni se recababa ni se estimaba necesario el feedback por parte de las diferentes audiencias. Esto ha cambiado radicalmente y ahora las empresas, especialmente aquellas del sector energético debido a la importancia del factor medioambiental para el inversor; ahora deben escuchar las demandas de accionistas e inversores, así como las opiniones de los analistas, para adaptar y cubrir con sus comunicaciones y actividades a las necesidades e intereses reales de los inversores.

Este enfoque será aún más relevante después de COVID-19, tras el cual se estima una demanda particular de mayor transparencia corporativa y responsabilidad de los interesados (Whittaker, Lee, Howat y Sariyska, 2020).

5.2. Otras propuestas para incentivar la IRS

Otros medios para motivar a los inversores minoritarios a tomar la decisión de invertir en IRS, las empresas deberán centrarse en la inversión en nuevas iniciativas innovadoras y

disruptivas que creen oportunidades de sostenibilidad, incluidas importantes inversiones continuas en tecnología, que lo ayudarán a hacer la transición hacia un futuro con bajas emisiones de carbono. Estas nuevas tecnologías y líneas de negocio alternativas serán clave para abrir las puertas a nuevas fuentes de ingresos y así las empresas aumentarán la rentabilidad (Blankenship & Johnson, 2020). Este es el caso de Iberdrola que se desarrollará en el capítulo 6.

Por otro lado, es beneficioso mejorar el compromiso con los accionistas con la empresa y de los directivos con los criterios ASG. En primer lugar, el activismo de los accionistas está en aumento en los mercados financieros, y los criterios ASG se están convirtiendo cada vez más en un foco de estas intervenciones. Una forma de participación son las resoluciones de representación y la votación por representación. Según la firma de investigación y asesoría de ASG, Institutional Shareholder Services, la proporción de las resoluciones totales centradas en acciones ambientales y sociales ha aumentado de alrededor del 33% en el período de tiempo 2006 a 2010 a alrededor del 45% de 2011 a 2016. En 2017, se situó en poco más del 50%. Los temas principales para estas resoluciones incluyen el cambio climático y otras cuestiones ambientales, los derechos humanos, la gestión del capital humano y la diversidad en la fuerza laboral y en las juntas corporativas.

Por otra parte, también es necesario que los comités de directivos se conciencien de la importancia de la implementación de los valores ASG. No sólo los altos directivos, sino también aquellos de rango medio. Es más, se empieza a exigir que los ejecutivos de la empresa comiencen a comunicar mensajes de valor globales para asegurarse de que la organización se haga responsable. Esto es especialmente relevante por varios motivos, en primer lugar, los directivos son aquellos que finalmente toman las decisiones de la compañía, por lo que el carácter sostenible o no de las actividades de esta dependerá en gran medida de las decisiones que estos tomen. En segundo lugar, se han sucedido numerosos casos de malas prácticas y de actuación delictiva por parte de algunos directivos los cuales que han dado lugar a problemas financieros dentro de las compañías. Por tanto una mayor concienciación y participación activa mejorarán la actividad de la empresa, facilitarán la introducción de los criterios ASG y futuros intereses de los accionistas, y minimizará los riesgos de corrupción o malas prácticas.

CAPÍTULO 6. CASO PRACTICO: IBERDOLA

Es bien sabido que la industria energética es históricamente lenta para reaccionar ante los tiempos cambiantes, pero no cabe duda de que las empresas energéticas deben adoptar cuanto antes los principios de ESG para garantizar el acceso futuro a capital suficiente y rentable. Esto se debe a que, como se ha analizado en capítulos anteriores, en los últimos años se está produciendo un cambio radical en la forma en que los inversores evalúan a las empresas (Eccles y Klimenko, 2019). Los inversores están analizando cada vez más a las compañías energéticas a través de la lente de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG), a medida que se acumula impulso para promover la energía limpia, la sostenibilidad y la transición energética (Fitzpatrick, 2019). Y a pesar de que las compañías de energía están mejor posicionadas para liderar los esfuerzos de incorporar la "A" de los criterios ASG, a través de soluciones de sostenibilidad y energía renovable en su infraestructura energética, todavía les queda un largo camino. La Transition Pathway Initiative (TPI) lanzó recientemente una evaluación de las empresas que operan en el sector energético. En su informe, el TPI, que está respaldado por inversores con más de £ 12 billones de activos en sus carteras, evaluó 109 compañías de energía, señalando que solo 31 de ellas habían implementado estrategias que estaban alineadas con los compromisos del Acuerdo de París de 2015 para combatir cambio climático (Fitzpatrick, 2019) entre las empresas españolas se encontraban Repsol e Iberdrola. Aunque no es el único estudio de sostenibilidad en el que Iberdrola destaca como empresa sostenible; también el IV Estudio del Estado de Reporting de Sostenibilidad del Ibex 35 indica que Iberdrola (85% de puntuación) encabeza el ranking de España, y disfruta del cuarto puesto en el índice global de sostenibilidad.

Estos logros se deben a que la estrategia del grupo Iberdrola desde el año 2000 se diseñó siguiendo los objetivos marcados por el protocolo de Kyoto, anticipándose así al rol que el sector energético vendría a jugar desde entonces en la lucha contra el cambio climático. Así, Iberdrola apostó por la reducción de los gases de efecto invernadero "GEI", fundamentalmente el dióxido de carbono, CO₂, en lo que ha venido a denominarse "descarbonización de la economía" y en particular, en el uso de tecnologías limpias y competitivas para la producción de energía eléctrica libre de emisiones de CO₂, a partir de la producción de ésta mediante las energías renovables.

Iberdrola mantiene una cultura de empresa muy orientada hacia la innovación y digitalización de todos sus negocios (generación, redes de transporte y distribución) lo

que ha posibilitado una rápida adopción de nuevas tecnologías libres de emisiones de GEI en el proceso de generación de energía eléctrica, así como la automatización y control remoto de las redes de transporte y distribución, mediante el empleo de procesos de “inteligencia” de red, en terminología anglosajona “Smart Grid”, lo que ha permitido a Iberdrola ser un 40 % más eficiente que la media de los principales competidores². Iberdrola sigue reforzando su apuesta por la transición energética, acelerando el ritmo de inversión en energías renovables y redes inteligentes, como lo demuestran los casi 10.000 millones de euros anuales de inversión, cifra récord que duplica los niveles de inversión de hace tan solo un lustro. Este hecho desmiente por tanto la creencia de ciertos inversores que las empresas que invierten en sostenibilidad al tener que invertir gran cantidad de capital en crear estas nuevas infraestructuras pierden rentabilidad. Iberdrola es el claro ejemplo de que esta inversión en renovables es lo que le aporta valor y la sitúa en esa posición de liderazgo en su sector.

Todo esto ha sido recogido en el valor de marca, valor intangible pero que a la postre se ha visto reflejado en el valor de su cotización en el mercado de valores, y en particular entre sus principales accionistas minoritarios, que son fieles a su acción, y en vez de vender, acumulan, lo que contribuye a una valoración estable y positiva de su cotización. El responsable de relación con inversores hace hincapié en que en la industria de la energía para ganar dinero y crecer hay que invertir y la clave para una empresa de éxito es la creación de valor a largo plazo, aunando los intereses de todos los grupos; no sólo en los intereses de los accionistas, tal y como lo describe la teoría de los grupos de interés. Pero su buen comportamiento bursátil en los últimos meses ha elevado su valoración en tres puntos (Jaramillo & Cándido, 2019) aumentando así su valor y los rendimientos de sus accionistas.

² Gasto de explotación por cliente. Fuente: informes de Iberdrola

Gráfico 3. Crecimiento del valor de la compañía



Fuente: Iberdrola (2020)

Junto con el posicionamiento el sector industrial y tecnológico visto anteriormente, los aspectos económico-financieros son parte esencial del modelo de negocio de Iberdrola, y en la situación actual es importante destacar su fortaleza y solidez financiera, al gozar de una posición de liquidez que permite cubrir las necesidades financieras durante más de 18 meses, incluso en un escenario de riesgo (p.e. frente a escenarios de pandemia como recién conocido COVID-19). Además, posee una política de dividendos, la cual se orienta hacia un dividendo seguro y creciente en línea con el aumento de los resultados de la compañía, es decir, proporciona un rendimiento constante a sus inversores.

Como se puede observar Iberdrola es el claro ejemplo de empresa que se ha sabido adaptar, más bien adelantar a su tiempo, gracias a las grandes sumas de capital que invirtieron para desarrollar una nueva oportunidad de negocio, el de la energía renovable. Esta estrategia no sólo les permite crear valor para la empresa y sus grupos de interés, sino que sirve de atractivo para nuevos inversores que busquen invertir en una compañía que tiene en cuenta los criterios ASG en sus estrategia.

CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES

Atendiendo a lo expuesto en los objetivos de este trabajo de fin de grado, el principal objetivo a analizar era la posición de los inversores respecto a la Inversión Responsable y Sostenible. Ha quedado demostrado que la integración de los aspectos no financieros en la actividad diaria de la empresa es la única alternativa para las organizaciones que quieren seguir creciendo; esto es porque la IRS está ganando terreno a la inversión tradicional. Por tanto, las empresas deben dar respuesta a las demandas e intereses de los inversores, que son tres principalmente: contribuir positivamente a la sociedad mediante sus inversiones en ASG, obtener a través de esa inversión también una rentabilidad y disponer de mayor información para tomar mejores decisiones respecto a este tipo de inversiones. Para cumplir la primera cuestión, las empresas deben mantenerse actualizadas respecto a los indicadores ASG entendiendo estos criterios como parte intrínseca de su gestión corporativa. Aunque respecto a la segunda cuestión existe un cierto debate, en este trabajo se han aunado los estudios mas relevantes que demuestran como las IRS no sólo son rentables, sino que en épocas de gran volatilidad como la que estamos sufriendo ahora a causa de la pandemia, se comportan mejor que sus homologas tradicionales. Por último, la necesidad de transparencia, la cual se constituye como un factor clave para atraer al inversor y fortalecer su confianza en la empresa. Así pues, se considera que a futuro será necesaria una divulgación coordinada, sólida y transparente sobre los temas de sostenibilidad. También se ha llegado a la conclusión que impulsar una mayor divulgación de información relacionada con ESG es también muy beneficioso para la empresa pues le permite obtener una calificación más alta y una posición más competitiva para con sus competidoras. Entre otros métodos para conseguir mayor confianza en la IRS también se ha llegado a la conclusión que es importante que los directivos de las empresas comuniquen sus compromisos con los principios de ESG en las juntas de accionistas; y que por otra parte los inversores tengan una participación más activa dentro de la empresa, abriendo un canal de comunicación bidireccional entre ambos.

También se ha conseguido cumplir el objetivo de definir de forma concreta el termino de Inversión Responsable y Sostenible, y diferenciarlo de otros términos que terminan generando confusión, incluso dañando este nuevo modelo de inversión. Esto es porque el término con el que se suele confundir la IRS, tiene una peculiaridad que le diferencia de este, y es que no tiene en cuenta el rendimiento financiero. Lo cual al confundirlos se le

atribuye también a la IRS, que en realidad sí busca este rendimiento al tiempo que también generar un impacto positivo a través de los factores ASG.

Por último, ha resultado muy interesante realizar el caso práctico de la empresa energética líder en sostenibilidad, Iberdrola; especialmente analizarla a través de la visión de la teoría de los grupos de interés. Este caso demuestra como una empresa puede ser líder en sostenibilidad, invertir grandes cantidades en nuevas tecnologías e infraestructuras, y gracias a ello crear más valor a sus inversores. Desmitifica todos los argumentos que sostienen que la IRS no es rentable y ofrece un claro ejemplo para el resto de empresas de su sector.

Bibliografía

Aranda, A. (2019). El inversor español se hace sostenible. Forbes.

Bankinter. (17 de septiembre de 2019). ¿Qué es la Inversión Socialmente Responsable y cuáles son los criterios ESG? Obtenido de Bankinter: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2019/6/25/inversion-socialmente-responsable>

Bermúdez, F. B., & Olmedo, F. G. (2018). Los accionistas y la inversión sostenible y responsable. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.

Blankenship, M. J., & Johnson, J. E. (2020, abril 23). ESG, Capital Access, and the Future of the Oil & Gas Industry. Retrieved from Lexology: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=fb339487-40dd-4be4-a005-a65c435f2dda>

Brandt, F., & Georgiou, K. (2016). Shareholders vs Stakeholders Capitalism . Filadelfia: University of Pennsylvania Carey Law School.

CaixaBank. (2020). Gobernanza de la gestión del riesgo ESG (Environmental, Social and Governance). Retrieved from Caixabank: https://www.caixabank.com/responsabilidadcorporativa/medioambiente/gestionambiental_es.html

Chase, T., & Hirth, B. (2019, febrero 8). Proactive ESG Reporting Could Give Energy and Utilities Firms a Competitive Advantage. Retrieved from Protiviti: <https://blog.protiviti.com/2019/02/08/proactive-esg-reporting-could-give-energy-and-utilities-firms-a-competitive-advantage%EF%BB%BF/>

Crutchfield, A., Asghar, K., O'Brien, D., & Noronha, J. (2020, febrero 12). Canada's energy investors are embracing ESG. It's time for industry to respond accordingly. (G. R. Ltd, Ed.) Retrieved from Trusted energy intelligence: <https://www.jwnenergy.com/article/2020/2/canadas-energy-investors-are-embracing-esg-its-time-industry-respond-accordingly/>

Deloitte. (2019). Power and Utilities: Policy, industry trends, accounting and ESG. Washington, DC: Deloitte Development LLC.

D'Souza, D. (22 de enero de 2020). Stakeholder Capitalism. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/stakeholder-capitalism-4774323#:~:text=Stakeholder%20capitalism%20is%20a%20system,employees%2C%20shareholders%20and%20local%20communities.>

Duuren, E. v., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2015, marzo 19). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, 138, 525–533.

Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The Investor Revolution. *Harvard Business Review*, 106–116.

Ernst & Young . (2017). Sustainable investing: the Millennial investor. Londres: Ernst & Young LLP.

Fitzpatrick, J. (2019, noviembre). ESG importance on the rise as oil & gas makes the transition. Retrieved from Financier world wide: <https://www.financierworldwide.com/esg-importance-on-the-rise-as-oil-gas-makes-the-transition#.Xu3fCUUzY2w>

Foro Español de Inversión Sostenible. (2020). Plan de Inversión Sostenible Europeo.

FundsPeople. (12 de noviembre de 2019). ISR: el número de escépticos se reduce. Obtenido de FundsPeople: <https://es.fundspeople.com/news/isr-el-numero-de-escepticos-se-reduce>

Garnica, I. d., & Bascones, P. (5 de febrero de 2020). El capital privado en España apuesta por la inversión responsable: el 84% incluye criterios ESG en sus inversiones. Obtenido de KPMG: <https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2020/capital-privado-espana-apuesta-inversion-responsable.html>

Global Sustainable Investment Alliance [GSIA]. (2019). Sustainable Investor Poll on TCFD Implementation. Londres: Global Sustainable Investment Alliance.

Jaramillo, C., & Cándido, C. (23 de junio de 2019). Iberdrola, Naturgy, Repsol... Valores energéticos con dividendos atractivos que actúan como refugio. Obtenido de El Economista: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9954207/06/19/Iberdrola-Naturgy-Repsol-Valores-energeticos-con-dividendos-atractivos-que-actuan-como-refugio.html>

Jiménez, V. G., & Escribano, G. (24 de febrero de 2020). Los valores del Ibex que dan más del 6% de rentabilidad por dividendo. Obtenido de Cinco días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/02/21/mercados/1582310197_482205.html

Lock, E. (2019, noviembre 29). Climate Resilience: Why we should care. Obtenido de EVORA Global Limited : <https://evoraglobal.com/news/sustainability/climate-resilience-why-we-should-care/>

McCrone, A., & Rooze, J. (2020). Energy, Vehicles, Sustainability – 10 Predictions for 2020. BloombergNEF (BNEF).

Principles for Responsible Investment [PRI]. (2020). What is responsible investment? Obtenido de Principles for Responsible Investment [PRI]: <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

PWC; Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión [ASCRI]. (2020). Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España. Madrid: PricewaterhouseCoopers International Limited.

Redmond, S., Watters, T. A., & Grande, M. V. (2019). ESG Industry Report Card: Oil And Gas. Londres: Standard & Poor's Financial Services LLC.

Robeco. (2018). La verdad sobre la inversión sostenible. Madrid: Robeco.

Sánchez, C. (23 de abril de 2020). Valores energéticos españoles: una buena opción en tiempos de volatilidad. Obtenido de Estrategias de Inversión: <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/valores-energeticos-espanoles-una-buena-opcion-n-446923>

Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (abril de 2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867-904.

Schroders. (2019). Sustainable Investment Report. Schroders. Londres: Schroders. Obtenido de <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/about-us/sustainable-investment-report-annual-2019.pdf>

Soe, A. M., Xie, H., Luke, B., & Horan, K. (2019). A Look inside Green Bonds: Combining Sustainability with Core Fixed Income. S&P Dow Jones Indices. Nueva York: S&P Dow Jones Indices LLC.

SpainSif. (2019). SPAINSIF REPORT 2019. Madrid: Sustainable and responsible.

Whittaker, R., Lee, A., Howat, M. S., & Sariyska, A. (2020). Sustainable investing after COVID-19 . Berna: UBS.