



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y MÉTRICAS ESG – SITUACIÓN, AVANCES Y CONSECUENCIAS DEL COVID-19

Autor: Javier María González Molina

Director: María Teresa Corzo Santamaría

MADRID | Abril 2021

Resumen Ejecutivo

La Inversión Socialmente Responsable y las métricas ESG no son una creación reciente del mundo financiero. Sin embargo, la reciente crisis sanitaria provocada a raíz de la crisis del COVID-19, supuso un antes y un después en cuanto al papel que dichas corrientes de inversión debían suponer en la reconstrucción de las economías y la transformación de las mismas en economías más sostenibles. No son pocos los retos y trabas que ambas tienen por delante, pero son muchos los esfuerzos que se vienen realizando en los últimos años por parte de instituciones como la Unión Europea, con el fin de motivar a los inversores y al sector, para promover la confianza, conseguir que se transformen sus filosofías de inversión y conseguir generar con ellos impactos positivos en la sociedad actual y futura.

Palabras clave: inversión socialmente responsable, ESG, COVID-19, impacto sostenible.

Abstract

Socially Responsible Investment and ESG metrics are not a recent creation of the financial world. However, the current health crisis triggered by the COVID-19 emergency marked a turning point in terms of the role that these investment flows should play in rebuilding economies and transforming them into more sustainable economies. There are many challenges and obstacles ahead, but many efforts have been made in recent years by institutions such as the European Union to motivate investors and the sector as a whole, to promote confidence, to transform their investment philosophies and to generate positive impacts on contemporary and future society.

Keywords: socially responsible investment, ESG, COVID-19, sustainable impact.

Índice

1.	Introducción.....	5
1.1	Objetivos.....	7
1.2	Justificación de la elección.....	8
1.3	Metodología.....	9
2.	Marco Teórico	10
2.1	Inversión Socialmente Responsable y métricas ESG	10
2.2	Diferencias con otros conceptos	10
2.3	Evolución de la ISR.....	13
3.	Inversión Socialmente Responsable	16
3.1	Labels e Índices	16
4.	Métricas ESG.....	18
4.1	Limitaciones	19
4.2	Integración.....	20
5.	Impulsos de la Unión Europea a la ISR.....	21
5.1	El Green Deal	22
5.2	Taxonomía de las actividades económicas sostenibles de la Unión Europea	23
5.3	Los bonos verdes	25
5.4	Lanzamiento de índices climáticos.....	27
5.5	Resultados en las métricas ESG	28
6.	Análisis de la ISR frente al COVID-19.....	30
6.1	Tendencias a futuro	31
6.2	Perspectivas de la ISR	35
6.3	Rentabilidades de la ISR y efectos de la pandemia.	37
7.	Conclusiones.....	43
8.	Bibliografía.....	45

Índice de figuras

Ilustración 1- Activos bajo Gestión ESG	13
Ilustración 2- Relación entre calidad ESG y el coste de capital, deuda y equity	39
Ilustración 3 - Valor y rentabilidad de MSCI ACWI ESG Leaders Index y MSCI ACWI SRI Index.....	40
Ilustración 4 - Tabla comparativa de la calidad ESG vs No-ESG.....	41

1. Introducción

En el mundo globalizado en el que vivimos hoy en día, y tras la crisis sanitaria que hemos vivido a lo largo de este último año 2020, los temas que más interés han despertado son aquellos como: la crisis económica, la desigualdad, el acceso a una sanidad de calidad, el cambio climático o el calentamiento global, ya que afectan a los todos los ciudadanos, de una manera u otra. Hoy en día estamos presenciando como la sociedad civil de países de todo el mundo está impulsando un futuro más verde, mediante campañas y sensibilización sobre la injusticia climática, animando a los consumidores a boicotear a las empresas que no muestran un compromiso con la sostenibilidad y ofreciendo alternativas a los productos perjudiciales para el medioambiente.

Ahora más que nunca, para mitigar los daños causados por el cambio climático, se requiere una acción global. Es imperativo que tanto los individuos como las empresas acepten que tienen la responsabilidad de gestionar los recursos naturales y humanos de la Tierra de forma sostenible. No cabe duda de que el calentamiento global es uno de los problemas más graves del siglo XXI, si no el más grave. El efecto del calentamiento global no sólo puede observarse en los cambios que vemos en nuestro entorno físico, sino también como un impacto en los mercados financieros. Durante muchas décadas, el cambio climático para las instituciones financieras fue observado por los inversores y reguladores como un fenómeno que se encontraba fuera de su ámbito de actuación.

Si desde el punto de vista medioambiental la situación es lo suficientemente grave como para necesitar un cambio, desde el punto de vista económico también estamos en un punto de ruptura. Nuestro sistema económico actual es sencillamente insostenible, ya que depende del consumo de recursos finitos como el carbón, el petróleo y el gas como si fueran infinitos. Por ello, para que la economía mundial sobreviva, debemos aprender a gestionar nuestros recursos humanos, naturales y financieros de forma más eficaz. En concreto, esto significa involucrar a una mayor variedad de actores en los procesos de toma de decisiones financieras y económicas, ya sean intermediarios financieros, hogares, accionistas o empresas.

Hoy en día, el sector financiero es la columna vertebral de la economía y tiene un papel cada vez más importante en el día a día de las finanzas privadas y públicas. Además, las instituciones financieras tienen un importante papel que desempeñar en la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero. En este sentido, tiene un impacto directo e indirecto en la promoción del desarrollo sostenible mediante la financiación de tecnologías con bajas emisiones de carbono, la inversión en empresas con mentalidad ética y la composición de fondos e índices responsables (Mulgan , Reeder, Aylott, & Bo'sher, 2011).

El mundo está cambiando y el sector financiero debe cambiar con él, no solo porque es un promotor de un calibre sinigual, sino porque la ayuda que aporte a este cambio le favorecerá a él mismo. Es su oportunidad de demostrar al mundo, que es un sector concienciado con el futuro y el bienestar de las personas, que está alineado con los intereses globales y que puede ser una pieza clave para mejorar los estados de bienestar. Es su oportunidad de demostrar a la gente que cree que el sector financiero busca meramente “ganar dinero”, que es capaz de hacerlo aportando un valor añadido y aunando a inversores institucionales y pequeños inversores a tomar un camino que agrupe rentabilidades económicas y beneficios sociales.

1.1 Objetivos

El objetivo de este trabajo de investigación es la presentación de lo que se conoce como Inversión Socialmente Responsable (ISR) y las métricas ESG y situar este tipo de inversión dentro del marco de inversión europeo, como una nueva forma de diversificación de las carteras.

Se comenzará explicando qué se entiende por ISR y qué diferencia tiene este concepto con otros similares que pueden llevar a confusión. Se explicarán sus orígenes como filosofía de inversión y cuáles son hoy en día las “carencias” o problemáticas que se encuentran en ella o que debilitan en cierta medida su expansión y crecimiento. Por otro lado, se explicará de igual manera qué se entiende por métricas ESG y cuáles son sus limitaciones a día de hoy, de manera similar a lo realizado con la ISR.

Posteriormente se pasará a analizar cuáles han sido las acciones tomadas por la Unión Europea en los últimos años para dar respuesta a las necesidades del mercado con respecto a la ISR y qué planes o acciones han tomado para fomentar este tipo de inversión y la utilización de las métricas ESG, centrándonos de manera más profunda en la “E” (Environmental) que representa al medioambiente y las preocupaciones de la UE por fomentar una transformación de la economía continental.

Finalmente se presentará de manera breve, cómo venía comportándose la ISR en los periodos previos a la crisis del COVID-19, para centrarnos posteriormente en cuáles son las tendencias, las perspectivas y los cambios que se espera observar en esta filosofía de inversión en los próximos años a causa de la pandemia. Esto supondrá la mayor aportación a este trabajo de investigación, al ser un aporte diferenciador de otros trabajos similares en la materia. Debido a que los efectos de la pandemia todavía no se han materializado de manera definitiva y el mundo todavía está tratando de adelantarse a sus consecuencias, aportar un enfoque de futuro y analizar las tendencias que este modelo de inversión va a tomar es clave de cara a analizar su éxito y con el fin de seguir aportando confianza a los inversores para que apuesten por esta forma de invertir.

1.2 Justificación de la elección

La elección de este tema viene motivada por todo el cambio que la pandemia produjo en nuestras vidas y que provocó un choque con la realidad y las necesidades que vive el mundo. Bien es cierto que la Inversión Socialmente Responsable y las métricas ESG no surgieron durante el confinamiento, pero lo que sí que provocó ese confinamiento fue una demostración de que las cosas se podían hacer mejor y que algo tenía que cambiar en el mundo en general y en el sector financiero en particular. El cual, aunque muchas veces pueda aparentar estar desconectado de las necesidades sociales, también se dio cuenta del papel fundamental que debía jugar en este nuevo cambio.

Si echamos la vista atrás hace un año, podemos ver que ya nada es lo que era antes. Hemos aprendido a cambiar nuestra forma de pensar, de actuar y de relacionarnos, el mundo ha cambiado y con él todos los aspectos de nuestro día a día, nuestras preocupaciones y nuestras motivaciones para el futuro.

Por ello quería presentar este modelo de inversión, con el fin no solo de aprender más sobre él, sino también con las ganas de romper ciertos estereotipos en cuanto a la rentabilidad del mismo y sobre todo para analizar y demostrar que son muchos los esfuerzos que se están haciendo para fomentar la ISR a nivel institucional, por lo que debemos confiar y comenzar a interesarnos más por esta alternativa, para seguir fomentando cambios, mejoras y unificaciones por parte del sistema.

1.3 Metodología

Para la consecución de estos objetivos, se llevará a cabo una revisión de artículos académicos con el fin de analizar y comprender de manera teórica los diferentes conceptos de Inversión Socialmente Responsable y lo que son las métricas ESG. Esta contextualización teórica servirá para entender y poder abordar de manera más eficaz cuáles han sido los problemas que han presentado y los desafíos a los que se enfrentan en el futuro.

De igual manera, se analizarán informes cuantitativos y de opinión elaborados por expertos en la materia y economistas, así como instituciones de renombre, con el fin de entender y poder presentar las medidas tomadas a cabo para fomentar dicho modelo de inversión. Así como el estudio del impacto que la pandemia ha tenido sobre este tipo de inversión.

Por último, se llevará a cabo una revisión de informes técnicos que avalen la teoría acerca de cómo las rentabilidades de la inversión en métricas ESG puede ser igual de rentable o superior en ciertos momentos y que analicen los motivos por los que la ISR y la inversión con métricas ESG se ha comportado de tal manera durante la pandemia del COVID-19.

2. Marco Teórico

2.1 Inversión Socialmente Responsable y métricas ESG

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) tiene su origen en la concienciación de la sociedad sobre el medioambiente, cuando a finales del siglo XIX y principios del XX empiezan a surgir los primeros movimientos como respuesta al incremento de los niveles de contaminación que se produjeron a raíz de la revolución industrial.

El término "inversión de impacto" se originó en una reunión de 2007 organizada por la Fundación Rockefeller y se aplica a "la búsqueda de generar tanto un rendimiento financiero como un valor social y/o medioambiental, mientras que, como mínimo, se devuelve el capital y, en muchos casos, se ofrecen rendimientos de mercado o mejores" (Harji & Jackson, 2012)

Desde ese momento, la concienciación a nivel mundial no solo ha promovido el desarrollo de tecnologías para combatir el cambio climático o la creación de energías menos contaminantes, sino que también ha fomentado la aparición de nuevas formas de inversión que tuviesen en cuenta y aplicasen criterios socialmente responsables, de manera que el retorno de los inversores no solo fuese en forma de rentabilidades financieras, sino que además pudiesen aportar un beneficio social con sus contribuciones.

2.2 Diferencias con otros conceptos

Sin embargo, a pesar de este creciente entusiasmo por la palabra impacto, la cual proviene de la creación de un nuevo paradigma financiero en el que se combina un modelo económico viable con una respuesta social y medioambiental, hay que destacar que; inversión de impacto, filantropía, inversión con criterios ESG e inversión socialmente responsable no son el mismo concepto.

En primer lugar, la *venture philanthropy* como su nombre indica, tiene un enfoque meramente filantrópico, por lo que este tipo de inversión buscar crear un valor de manera sostenible ya sea a través de apoyo financiero. Este apoyo a empresas que busquen

generar un impacto social positivo va a provocar que se distribuyan beneficios entre los inversores únicamente si se alcanzan los objetivos marcados socialmente (Vivergi, 2016)

Por otro lado, la Inversión con métricas ESG se refiere a aquellas prácticas medioambientales, sociales y de gobernanza de una inversión que pueden llegar a tener un impacto real en el rendimiento de la misma. La integración de dichos factores se emplea para aumentar la calidad del análisis financiero tradicional, ya que ayuda a identificar posibles riesgos y potenciales oportunidades que van más allá de las valoraciones tradicionales. Por lo que se puede decir que, en superposición con la conciencia social, el objetivo de incluir dichas métricas sigue siendo el de aumentar el rendimiento financiero de dicha inversión (Ricardo, 2018).

Dichos criterios ESG se pueden aplicar en distintos niveles del proceso de selección de activos. El primer nivel o el más básico tiene que ver con los criterios de exclusión, es la metodología más popular en Europa en términos de activos bajo gestión. A través de ella se excluyen o eliminan de las carteras aquellos sectores o empresas que se consideren controvertidos, también se pueden emplear otras fórmulas, como excluir a los inversores que incumplen normas que estén reconocidas internacionalmente, como son: el respeto por el medioambiente o la lucha contra la corrupción.

El segundo nivel tiene que ver con lo que se denomina *best-in-class*, a través del cual se incluyen activos que históricamente hayan tenido un rendimiento mejor que sus homólogos en determinados sectores o industrias que cumplan con los criterios. Este enfoque se puede combinar también con el *best effort*, con el fin de alentar a compañías a mejorar recompensando el progreso y no solo los mejores resultados (Spainsif, 2018).

Por último, en el nivel final encontramos la integración ESG en la que se analiza las métricas en la selección inicial, due diligence, monitoreo y reporting (Cisneros, 2020).

Por otro lado, la inversión socialmente responsable trata de ir un paso más allá de lo que consiguen las métricas ESG al seleccionar inversiones únicamente de acuerdo con ciertas convicciones éticas determinadas. A diferencia del análisis ESG que da forma a las valoraciones previas, la ISR utiliza dichos factores para aplicar pantallas positivas o

negativas a la inversión y por lo tanto evitar invertir en cualquier fondo mutuo o cotizado que tenga participaciones de empresas contrarias a sus convicciones éticas (Ricardo, 2018).

Dado que las estrategias de ISR son un enfoque de primera generación para la inversión ESG, que se remonta a más de 20 años, actualmente constituyen la mayor parte del mercado de ESG (Funds Society, 2018).

Se podría decir que la inversión ESG hace referencia al proceso mientras que la inversión de impacto hace referencia al producto.

Por último, en la inversión de impacto, es de enorme importancia que al final de la inversión se puedan obtener impactos positivos. El objetivo de dicha inversión es el de ayudar a la empresa a conseguir objetivos específicos que se hayan marcado previamente y que sean beneficiosos para la sociedad o el medio ambiente. El proyecto seleccionado debe dar respuesta a un determinado reto social o medioambiental, el sello distintivo de este tipo de inversión es que tienen que medir, de alguna forma cuantitativa el impacto. En este sentido, las inversiones de impacto con frecuencia se centran en uno o más de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, como puede ser; generar acceso libre a agua potable o a energía limpia, o también pueden centrarse en áreas como la educación y la igualdad de género. Por lo tanto, con este enfoque hay una conexión causal entre hacer una inversión y generar un impacto (Cisneros, 2020).

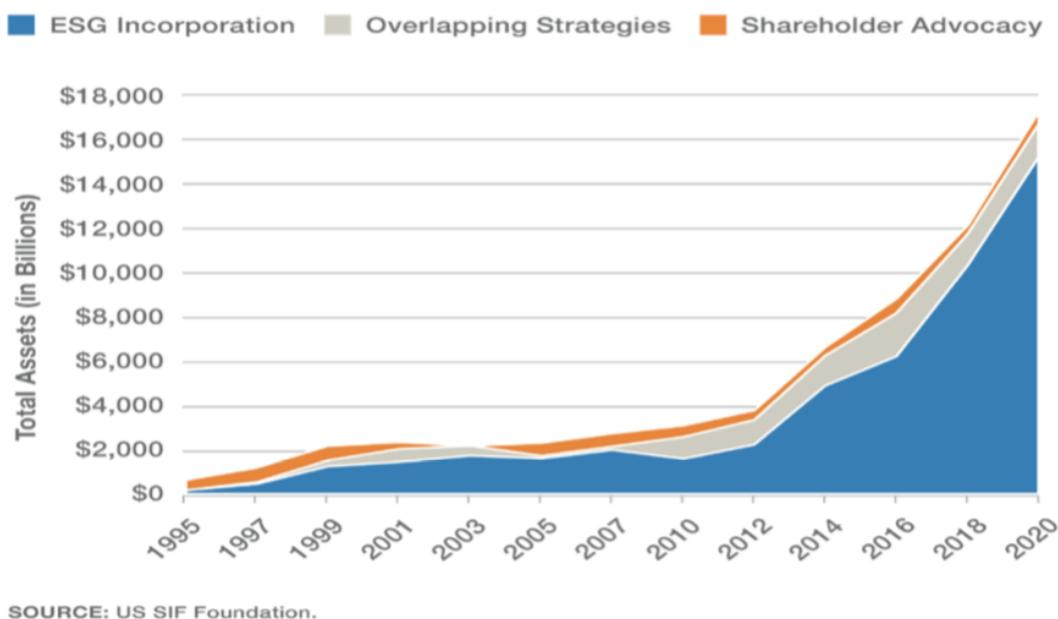
Como conclusión de estas breves diferencias de conceptos podríamos señalar que todos los enfoques son complementarios para cualquier inversor que busque aportar un punto extra a sus inversiones o que busque darles un sentido mas allá de la mera rentabilidad financiera. Mientras que la ISR ofrece una inversión líquida con un retorno que evita impactos negativos y además promueve mejores prácticas en relación con los criterios ESG, la inversión de impacto busca generar ese impacto positivo en el medio ambiente y la sociedad, así como un retorno financiero positivo, y por último la filantropía por su parte busca más un apoyo de proyectos necesarios que no tienen por qué aportar una rentabilidad inmediata.

2.3 Evolución de la ISR

Lo que se conoce como Inversión Socialmente Responsable ha crecido exponencialmente desde finales de la década de 2000. Solo en Estados Unidos el total de activos bajo gestión que utilizan estrategias ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) creció de 12,0 billones de dólares a principios de 2018 a 17,1 billones de dólares a principios de 2020, un aumento del 42%. Esto representa el 33%, o lo que es lo mismo, 1 de cada 3 dólares del total de activos estadounidenses bajo gestión profesional (Sustainable Investing Foundation, 2020).

Desde 1995, año en el que la Fundación SIF de EE. UU. midió por primera vez el tamaño del universo de la inversión sostenible en EE. UU. en 639.000 millones de dólares, los activos se han multiplicado por más de 25, lo que supone una tasa de crecimiento anual compuesta del 14%.

Ilustración 1- Activos bajo Gestión ESG



Los inversores institucionales y los gestores de patrimonio que presentan valores de los accionistas sobre cuestiones ESG representan 1,98 billones de dólares. Después de eliminar el doble recuento de aquellos activos que pueden estar involucrados en ambas estrategias, el total neto de activos de inversión sostenible gestionados a principios de 2020 era de 17,1 billones de dólares (Sustainable Investing Foundation, 2020).

A principios de 2020, se identificaron 716.000 millones de dólares en capital bajo la gestión de 905 vehículos de inversión alternativos, lo que suponía un crecimiento del 22% en los activos que se habían cuantificado desde 2018 y un aumento de más de cinco veces desde 2012. Por otro lado, los enfoques de inversión ESG más empleados por dichos gestores de patrimonio a lo largo de los últimos años han sido la integración ESG y la selección de activos por exclusión.

Según declaró la Red Global de Inversión de Impacto (GIIN), las inversiones de impacto pueden definirse como "inversiones realizadas con la intención de generar un impacto social y medioambiental positivo y medible junto con una rentabilidad financiera" (Mudaliar , Bass, Dithrich, & Nova, 2019). Normalmente para que se adecue con esta definición se presuponen además tres características comunes de la inversión de impacto: la primera obviamente es la intencionalidad del impacto, la segunda como toda inversión financiera tiene que ver con la expectativa de obtener rendimientos financieros positivos, y finalmente debe existir un impacto medible a lo largo de las dimensiones no financieras, en particular; en las esferas sociales, ambientales o de gobernanza de las empresas en las que se invierte.

Posteriormente, en el año 2005 se crean los conocidos como "Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas" (UNPRI), cuyo objetivo fue la introducción de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo que debían de tenerse en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión, con el fin de gestionar de manera más eficiente aquellos riesgos extra financieros que resultan de las inversiones y con el fin de concretar cuáles tenían que ser dichos factores con el tal de mejorar y facilitar su medición.

Sin embargo, si tuviésemos que destacar una fecha clave en el proceso de concienciación sobre los avances de la ISR, sería sin lugar a duda 2015. En septiembre de este año la Asamblea General de la ONU lanzó la "Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible" que junto con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) implicaban un compromiso universal para la mejora del planeta y la prosperidad de las personas (Analistas Financieros Internacionales, 2019).

Los inversores de todo el mundo se han animado desde entonces a colaborar a través de sus inversiones ante la perspectiva de contribuir a la consecución de estos objetivos globales. Muchos de ellos han comenzado a alinear sus carteras con los ODS, y otros tantos han utilizado los ODS como medio para identificar y desarrollar estrategias de inversión. En una reciente encuesta del GIIN, el 42% de los inversores afirmaron utilizar los ODS como herramienta o conjunto de indicadores en su medición y gestión del impacto. Se ha estimado que para el año 2030, este modelo de inversión habrá contribuido de manera esencial a la consecución de las metas marcadas por las Naciones Unidas. Dichos inversores tendrán la oportunidad de demostrar el papel que han desempeñado y las soluciones que han ayudado a financiar dichos objetivos y con ello, fortalecer el poder de los mercados de capitales a la hora de abordar importantes retos mundiales. Estos éxitos servirán además de trampolín para la creación de una visión más amplia de los ODS (GIIN, 2018).

Unido a este significativo evento ocurrido en 2015, y centrándonos ya en el aspecto medioambiental clave para este trabajo, en diciembre de ese mismo año durante la vigésimo primera Conferencia de las Partes, la cual se celebró en París dentro del marco de la Convención de la Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, se estableció un ambicioso objetivo: limitar el aumento de las temperaturas medias del planeta a dos grados centígrados con respecto a la era pre-industrial, y continuar con los esfuerzos para limitar el incremento a un grado y medio (Cheema-Fox, LaPerla, Serafeim, Turkington, & Wang, 2021). Esto supuso un empuje de gran calibre para alentar el esfuerzo y compromiso de los países e impulsó la tendencia que venía creándose años atrás de concienciar a la sociedad sobre la necesidad de un cambio estructural y la urgencia de comenzar a valorar los impactos que nuestras acciones tienen sobre el medio ambiente.

A pesar del positivismo que se respira hoy en día en torno a la inversión socialmente responsable, la integración de parámetros de sostenibilidad en la gestión de activos no ha sido ajena a críticas y polémicas. En sus inicios, la ISR fue concebida como la renuncia a una parte del mundo de inversión por no cumplir con unos estándares de sostenibilidad mínimos. Este era precisamente uno de los argumentos más utilizados por los detractores de la ISR, que defendían que las estrategias de exclusión, al limitar los beneficios que aporta la diversificación de las carteras, podía condicionar de manera negativa la

generación de rentabilidad. Sin embargo, lejos de lo que puede parecer, la ISR ha logrado demostrar que tener en cuenta dichos criterios sostenibles no solo no condiciona las inversiones desde el punto de vista de rentabilidad, sino que además se ha observado en ciertas carteras de inversión que la práctica de dichos criterios puede incluso aumentar la rentabilidad de las mismas, a la vez que disminuye los factores de riesgo y volatilidad.

3. Inversión Socialmente Responsable

3.1 Labels e Índices

La creciente demanda de productos y servicios de ISR ha abierto una nueva vía comercial para gestores de activos, gestores de fondos y proveedores de servicios. Los principales proveedores de datos, como pueden ser *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) y *Financial Times Stock Exchange* (FTSE), han asignado una gran cantidad de recursos para estudiar y evaluar el impacto de las empresas más allá de las prácticas e impactos ESG estándar, los KPI y las calificaciones.

Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, el mercado carece de un lenguaje común y de definiciones concretas que faciliten la comprensión y aúnen al mercado bajo unos estándares comunes (Gilliam, Gwilliam-Beeharee, & Lobardo, 2020). Como resultado, algunas organizaciones han adoptado prácticas no lineales con el mercado y han diseñado sus propias metodologías sin una base global o armonizada dentro de la ISR. Esto dificulta por una parte la diferenciación de los productos dentro de las clases de activos y los temas de inversión y por otra parte limita en gran manera que se puedan identificar cuáles son mejores prácticas y la identificación de puntos de referencia entre ellos.

Una de las soluciones o “parches” que se ha intentado promover para solucionar este asunto han sido los “labels”. Los labels en materia de ISR aparecieron en Europa hace 20 años, y su principal objetivo fue el de comenzar a certificar qué determinados productos financieros cumplían o no con los criterios necesarios para ser considerados como ISR. De esta manera, dichos activos financieros quedan dotados de mayor transparencia y suponen una referencia para otros activos de la misma categoría. Dichos labels pueden tener un carácter privado o público, así como ser generales o disponer de un enfoque más

especifico como pueden ser los de carácter medioambiental o los verdes (Ouhaddou, 2020).

El problema que encontramos en esta solución es que, a pesar del crecimiento en número total y por categorías, todavía existen numerosas deficiencias en el mercado debido a la poca homogeneización que existe entre regulaciones estatales e incluso locales. Todo no hace, sino que aumentar la complicación que encuentran las diferentes gestoras internacionales a la hora de poder asegurar que las compañías actúan bajo las garantías adecuadas de sostenibilidad.

El desarrollo por tanto de labels internacionales que acrediten a los productos financieros de manera unificada es sin duda uno de los grandes retos y asignaturas pendientes que encontramos dentro de la ISR.

Por otro lado, nos encontramos con los índices de referencia representativos, los cuales han sido también uno de los factores claves para el desarrollo y la promoción de la ISR. Aunque el concepto de ISR ha ido ganando protagonismo en los últimos años, la creación de índices sostenibles comenzó en 1990 con la aparición del *MSCI KLD 400 Social Index*. Su objetivo principal era conseguir concienciar a los inversores acerca de la introducción de factores sociales en sus decisiones de inversión.

Unos años más tarde, en 1999, se lanzaron los *Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)*, que supusieron una nueva familia de índices que evaluaban el comportamiento en términos socialmente responsables de las compañías americanas. Los DJSI realizan un análisis de las empresas a nivel económico-corporativo, medioambiental y social, a través del cual evaluaban asuntos tales como; el buen gobierno corporativo, la mitigación del cambio climático o las condiciones laborales, entre otros, con el fin de ser capaces de excluir de los índices a aquellas empresas que no cumplieran con los criterios socialmente responsables marcados previamente (Analistas Financieros Internacionales, 2019).

Hoy en día, podemos observar que la mayor oferta de índices sostenibles se encuentra en renta variable, aunque cada vez más empiezan a surgir sus homólogos en renta fija que habilitan la configuración carteras con ambas clases de activos. Sin embargo, para la

siguiente explicación sobre los criterios de selección de activos en los índices, nos basaremos solo en aquellos de renta variable.

El primer criterio de índices a los que se puede tener acceso son los que se rigen por el criterio de exclusión, que como se ha explicado de manera breve anteriormente, son aquellos que excluyen de dichos índices a empresas de industrias controvertidas, como puede ser el *FTSE Developed All Cap ex Controversies/Non-Renewable Energy/Vice Products/Weapons Index*. Una característica muy importante de estos es que además de incorporar exclusiones muy comunes, consiguen resultados similares a aquellos que son sin exclusión (Mercader, 2020).

Por otro lado, se encuentran aquellos índices ISR que seleccionan las empresas según la puntuación ESG que estas reciben y que por lo tanto son más exigentes con la sostenibilidad, por el mero hecho de incluir solo a las empresas con mayor puntuación dentro de los criterios, no vale simplemente con estas los cumplan. MSCI sería un ejemplo de este tipo de índices.

Posteriormente, observamos que existen los índices de impacto, los cuales además de calificar a las empresas desde el punto de vista de puntuación ESG, tienen en cuenta el impacto positivo que la actividad de estas va a provocar en la sociedad donde desempeñan su labor y el nivel de consecución que aportan a los ODS. *MSCI ACWI Sustainable Impact Index* por ejemplo, selecciona únicamente empresas que se dediquen al suministro de productos y servicios que puedan contribuir a la consecución de alguno de los ODS (Mercader, 2020).

Por último, estaría una nueva corriente dentro de los índices de ISR que son aquellos que se denominan impacto temático, y son aquellos que seleccionan empresas que buscan una contribución dentro de una temática concreta, ya sea: cambio climático, huella de carbono, energías limpias...

4. Métricas ESG

En cuanto a los criterios ESG, se pueden definir como aquellos criterios y variables que quedan se encuentran fuera de lo que tradicionalmente ha sido el análisis financiero pero

que mantienen una estrecha relación con los resultados de la compañía y que tienen además un impacto medible y cuantificable en la misma. Estos criterios, como se ha mencionado previamente, están relacionados con factores ambientales (Environmental) los cuales previenen el cuidado y la conservación del entorno, sociales (Social) en relación con los impactos que tienen en las personas la actividad empresarial, desde el punto de vista de los empleados y colaboradores hasta las comunidades y poblaciones que tengan vínculos estrechos con la empresa y de buen gobierno corporativo (Governance).

4.1 Limitaciones

Al igual que ocurría con la ISR, dentro de los criterios ESG encontramos ciertas barreras que durante años han limitado la utilización de los mismos y sobre las cuales se está realizando un esfuerzo enorme para solventar. Una de estas barreras con la que se encuentran las gestoras de activos es la disponibilidad de datos. Obtener y analizar la información sobre criterios sociales, de gobierno corporativo y medioambientales es un proceso muy complejo y costoso al que no todas las entidades pueden tener acceso. Bien es cierto que la existencia de proveedores externos está permitiendo recientemente que incluso aquellas gestoras más pequeñas y con menos recursos puedan permitirse implementar sesgos sostenibles en la configuración de sus carteras gracias a la información ofrecida por estas firmas. Sin embargo, la veracidad, la cantidad y la calidad de la información de la que disponen unas gestoras u otras, supone un factor de desventaja competitiva importante que puede mermar la rentabilidad de aquellas gestoras con menos recursos por el mero hecho de no disponer de una base global accesible por todos.

Es habitual de igual forma que gestoras con grandes capacidades de análisis utilicen estas fuentes de información externa para optimizar sus procesos y complementar su propio análisis, ya que disponen de mayores recursos y pueden permitirse asumir los elevados costes administrativos y de empleo de tiempo que dicho acceso a información puede acarrear. Un aspecto que sería deseable para poder gestionar la información existente de manera más rápida y eficiente sería la adopción de unos criterios comunes, aceptados por la industria, que permitieran reconocer si una inversión cumple con los requisitos mínimos para ser catalogada como sostenible o no.

Por otro lado, el problema se encuentra en que el acceso a la información de carácter sostenible de las compañías (el conocido como reporting ESG) es todavía incompleto en muchos casos, ya que muchas empresas, en particular las de tamaño medio y pequeño, no han reestructurado sus equipos y operaciones internos para poder trabajar y proporcionar dicha información de manera regular (Mckenna, 2021).

Por ello, hay que ser conscientes de que el análisis extrafinanciero presenta hoy en día ciertas limitaciones sobre las que se debe trabajar con el fin de mitigarlas o eliminarlas por completo en el medio-largo plazo. La ISR necesita un elevado grado de información que en la mayoría de los casos no se encuentra de manera pública. Esto hace totalmente imprescindible la existencia de entidades encargadas de reunir, analizar y proporcionar datos en términos de sostenibilidad, con la intención de poder proveer a las entidades gestoras y a los inversores con las herramientas y recursos necesarios para poder realizar dichas estrategias de manera correcta (Analistas Financieros Internacionales, 2019). La calidad de los dichos proveedores externos será además una pieza clave en el desarrollo de estrategias ISR.

4.2 Integración

Por otro lado, observamos que, por parte de las empresas, no todas han integrado dichos criterios de igual manera y no todas reportan en sus informes la misma cantidad de información en relación con los criterios ESG.

La integración de los criterios ESG dentro del reporting financiero ha de entenderse como una nueva herramienta que cumplimente al análisis financiero tradicional y que puede aportar nuevas visiones y nuevos grados de información sobre posibles riesgos actuales o futuros. La inclusión de dichos factores distintos a los tradicionales en el análisis de inversión provocará, por tanto, que dicho análisis sea más completo y sólido de cara a la toma de decisiones, lo que permitirá controlar un mayor número de variables y riesgos potenciales.

Dicha integración de factores ESG seguirá entrando en la corriente principal como resultado del reconocimiento por parte de los inversores de que los factores de sostenibilidad son importantes para el análisis fundamental, independientemente de la

estrategia o la motivación final que tenga la inversión (BlackRock, 2018). De esta manera, según estos factores se conviertan en elementos fundamentales de los procesos de inversión convencionales, el enfoque de la inversión sostenible se irá desplazando hacia soluciones más centradas y de mayor impacto.

Sin embargo, esta evolución deber ser impulsada desde distintos frentes. Bien es cierto que los primeros en fomentar dichos cambios deben ser los inversores, los cuales deben exigir que se investigue y trabaje a favor de dicha integración, pero a su vez, esta iniciativa debe estar apoyada por las entidades reguladoras de los Estados. Posteriormente veremos como en la UE ha promovido en los últimos años ciertos cambios normativos que han provocado impulsos ciertamente influyentes.

Los inversores que buscan carteras diversificadas están en su derecho de saber cómo se alinean cada una de sus inversiones con sus preferencias, si captan oportunidades a largo plazo o agravan los problemas existentes, y cómo abordan los retos de sostenibilidad a los que se enfrenta la sociedad en el marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Entender el rendimiento financiero de las inversiones en estas dimensiones es solo el inicio. Tener la capacidad de obtener unos datos coherentes y comparables que sean capaces de evaluar el impacto real de las inversiones en el mundo permitirá a los inversores optimizar sus carteras en función del impacto como tercera dimensión, además del riesgo y la rentabilidad.

5. Impulsos de la Unión Europea a la ISR

Las inversiones sostenibles han demostrado tener un rendimiento financiero superior en 2020 que los equivalentes convencionales en un entorno de mercado volátil del mercado, lo que ha aumentado confianza de los inversores en esta filosofía de inversión. Los inversores privados europeos se decantan cada vez más por soluciones sostenibles, ya que han superado con éxito los mercados alcistas y bajistas. Esto es importante, ya que las inversiones verdes privadas desempeñarán un papel cada vez más importante. Este año se han registrado entradas récord en los fondos y una creciente emisión de bonos verdes denominados en euros.

Por todo ello, la UE veía necesario el impulsar de alguna manera todos estos aspectos relacionados con la ISR y mejorar en cierta manera la regulación existente ya que suponía numerosas trabas para el avance y desarrollo de la misma. Por ello a continuación se detallan los avances, regulaciones y procesos más importantes de los últimos años, muchos de los cuales todavía no han sido terminados o publicados de manera oficial, con el fin de configurar el mapa de ruta que ha seguido la UE y el futuro que plantea con respecto a la ISR y las métricas ESG.

5.1 El Green Deal

El cambio en la presidencia de la Comisión Europea en 2019 supuso un nuevo impulso en lo que a transición económica se refiere. Una de las prioridades de la nueva presidenta, Ursula von der Leyen, ha sido la creación de un “Green Deal” o Pacto Verde de la UE con el que pretende convertir a Europa en el primer continente climáticamente neutro para el año 2050.

Es el mayor paquete de estímulo verde de la historia, e incluye un conjunto de medidas y acciones políticas que tienen como objetivo transformar la economía de la UE para un futuro sostenible y neutro desde el punto de vista climático. Este proyecto responde a la preocupación de la UE y sus ciudadanos con respecto a los efectos negativos del cambio climático, ya que un 93% de los europeos lo consideran un problema serio y un 79% cree que es necesario actuar en contra de él con el fin de mejorar las condiciones de vida y fomentar la innovación (European Commission, 2019).

Este pacto pretende transformar la economía del continente en una economía plenamente sostenible y provocar un cambio en el modelo social y económico de la UE, pero para ello es necesario la dotación de recursos que haga posible que dicha transición sea justa y equitativa. En este sentido, la Comisión Europea ha creado un fondo de transición justa para aquellas regiones que siguen siendo más dependientes de los combustibles fósiles de hasta 100.000 millones de euros.

Se ha estimado que para cumplir con los objetivos establecidos para el año 2030, se tendrán que destinar unos 260.000 millones de euros de inversión anual, lo que implica que el sector privado y el público deberán trabajar conjuntamente para lograrlo y, además,

se estima que un 25% del presupuesto de la UE se destinará a acciones contra el cambio climático (European Commission, 2020).

El Plan Europeo de Inversión en el Green Deal, también conocido como Plan de Inversión en la Europa Sostenible es el pilar de inversión de este proyecto. Este plan tiene tres dimensiones y objetivos principales:

- **Financiación.** Su objetivo es aumentar la financiación para la transición, para lo que movilizará al menos 1 billón de euros para apoyar las inversiones sostenibles durante la próxima década a través del presupuesto de la UE y de los instrumentos asociados, en particular InvestEU. Supondrá el mayor porcentaje de la historia de gasto público destinado a acciones en favor del medio ambiente.
- **Captación.** Se pretende generar un marco favorable para que los inversores privados y el sector público faciliten las inversiones sostenibles, aportando incentivos que desbloqueen y orienten las inversiones de ambos sectores.
- **Apoyo práctico.** En último lugar, se otorgará apoyo a las administraciones públicas y a los promotores de proyectos para identificar, estructurar y ejecutar dichos proyectos sostenibles.

Por ejemplo, todos los productos de ISR comercializados en la UE a partir de 2021 tendrán que demostrar y certificar el grado de alineación con la nueva Taxonomía de la UE para actividades que abarque el cambio climático, el uso sostenible del agua, la gestión de residuos, la prevención de la contaminación y la protección de la biodiversidad (The European Council, 2019).

5.2 Taxonomía de las actividades económicas sostenibles de la Unión Europea

En 2013, Climate Bonds Initiative fue el primero en publicar su primera versión de taxonomía para el estándar de los bonos climáticos, y en 2014 un consorcio de bancos de inversión creó los Principios de los Bonos Verdes, gestionados por la International Capital Market Association (Azahara & González, 2021)

Por su parte, no fue hasta marzo de 2018 cuando la Unión Europea publicó su hoja de ruta que denominó “Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible”, con la que pretendía crear un sistema de clasificación de actividades sostenibles común para la UE. Los motivos de esta necesidad en Europa eran simples: se debía fomentar un desarrollo conjunto para evitar que se produjese la fragmentación del mercado interior y que eso supusiera un obstáculo a las inversiones transfronterizas.

La formulación de una nueva Taxonomía en la UE con respecto a estas actividades era un aspecto enormemente importante y después de haberse propuesto en 2018, finalmente en junio de 2020 se ha creado dicha taxonomía con el objetivo de convertirla en una normativa transversal para todas las normativas europeas de finanzas sostenibles, actuales y futuras.

Uno de los motivos por los que se ha producido una falta de financiación ha sido la carencia de definiciones comúnmente aceptadas sobre qué proyectos y activos financieros podrían ser considerados sostenibles (UBS AG, 2020). Es por ello por lo que una taxonomía sostenible, consensuada y transparente supone muchas ventajas para los inversores.

En primer lugar, consigue mejorar la integridad del mercado al reducir enormemente el riesgo de *greenwashing* (blanqueo ecológico o ecopostureo). Reduce por otra parte el riesgo de que se invierta en activos financieros de dudosa sostenibilidad o la competencia desleal de emisores que aseguran cumplir con los estándares cuando en realidad no lo hacen. Por otro, se le otorga un grado superior de claridad al mercado, lo que reduce de manera sustancial aquellos costes de investigación y diligencia de los que hablábamos anteriormente e impulsa de esta manera el proceso de descubrimiento de precios. Por último, una taxonomía común pone sobre la mesa una clara oportunidad para los inversores de conseguir alinear sus carteras con los objetivos de sostenibilidad y etiquetar de manera correcta sus productos de inversión sostenibles (Azahara & González, 2021).

Por todas estas ventajas y debido a la creciente necesidad, el mercado comenzó a consensuar sobre qué debía definirse como sostenible, enfocándolo principalmente a los instrumentos financieros.

La taxonomía europea se caracteriza por tener un alto grado de detalle en cuanto a criterios técnicos, de umbrales y de rigurosidad. La clave del éxito y funcionamiento de esta taxonomía se basa principalmente en la consideración de actividad económica sostenible medioambientalmente a todas aquellas actividades que cumplan las siguientes características:

- Contribuir sustancialmente a uno de los seis objetivos recogidos en el Green Deal; ya sea la mitigación del cambio climático; la adaptación al cambio climático; el uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; la transición hacia una economía circular; la prevención y el control de la contaminación y a protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas (European Commission, 2019).
- No causar perjuicios al resto de objetivos a pesar de contribuir a alguno de ellos.
- Debe estar alineada con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y con los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos.

Esta nueva taxonomía otorga la posibilidad de que el sector financiero contribuya de manera activa a esta transición, incentivando a inversores privados y ayudando a construir un modelo de recuperación y desarrollo sostenible (FundsPeople, 2020).

5.3 Los bonos verdes

Otro de los aspectos que la Unión Europea se ha propuesto fomentar para incrementar la ISR es el mercado de bonos verdes.

Los bonos verdes son cada vez más importantes en la financiación necesaria para la transición hacia economías bajas en emisiones de carbono y en el desarrollo de un sistema financiero sostenible (Warner, 2013). El problema con el que nos encontrábamos anteriormente era que la Unión Europea no contaba hasta ahora con criterios uniformes para este tipo de productos, lo que imposibilitaba que se creara un mercado coherente de emisiones de bonos verdes ni tampoco que estos se encuentren alineados con el reglamento de taxonomía previamente explicada (FinReg360, 2020).

Por otro lado, el hecho de que haya cierta ventaja de precios por parte de algunos emisores y que la liquidez de dichos bonos sea relativamente baja, demuestra que sigue existiendo un desequilibrio entre la demanda de los inversores y la oferta, todavía insuficiente, de los emisores.

En este contexto, y en línea con lo recogido en el plan de acción sobre finanzas sostenibles y en el Pacto Verde Europeo, la Comisión se ha propuesto crear un estándar de bonos verdes para la UE en los próximos años.

Por otro lado, un problema con el que también se encuentra la emisión de bonos verdes en la UE es la falta de un estándar uniforme dentro de la misma, por ello, el Grupo de Expertos Técnicos de la Comisión sobre finanzas sostenibles (TEG), lanzó en 2020 una consulta para tratar de descubrir qué podía hacer la UE y sus Estados miembros para incentivar y apoyar la creación de un mercado de bonos verdes (Edmiston & Nicholls, 2017).

En la respuesta a dicha consulta por parte de la European Securities and Markets Authority (ESMA), se resaltaba el enorme valor que aportaría la creación de dicho estándar, ya que su objetivo principal sería el de favorecer mercados más líquidos y facilitar la comparación de dichos productos. No obstante, la clave del éxito de este estándar reside en la habilidad para garantizar que los proyectos estén alineados con el reglamento de taxonomía para que este pueda ser percibido como un indicador fiable (Spainsif, 2019).

Por último, objetivo de dicho estándar es facilitar el desarrollo del mercado al aumentar las formas en las que se pueden combinar actividades económicas e impactos medioambientales positivos de manera medible y veraz. Además, ayudará a contribuir a la mejora de la competitividad de la UE a largo plazo y a mejorar su capacidad de financiación y recuperación económica.

La publicación final de dichos estándares se espera que se haga pública a lo largo de este año 2021, lo que coincidirá con la mayor emisión de bonos verdes por parte de la Unión Europea, que ascenderá a unos 225.000 millones de euros (Malagón, 2020).

5.4 Lanzamiento de índices climáticos

El último aspecto que destacar dentro de estos impulsos que la UE ha querido dar para fomentar la ISR es la creación por parte de la Comisión Europea de dos tipos de índices de referencia bajos en carbono.

Lo que actualmente se ha creado son los estándares para estos tipos de índices; los de Transición Climática y los Alineados con el Acuerdo de París. De hecho, ya hay proveedores como S&P Dow Jones que han anunciado lanzamientos como “S&P Eurozone LargeMidCap Paris- Aligned Index,” y del “S&P Eurozone LargeMidCap Climate Transition Index” (Domínguez, 2020).

Las dos nuevas categorías son etiquetas voluntarias que se han creado con el fin de orientar la mejor elección de los inversores que deseen adoptar estrategias de inversión que tenga en cuenta el medioambiente. Por un lado, el índice de referencia de la Transición Climática proporcionará una alternativa hipocarbónica a los índices de referencia que se suelen emplear hoy en día. Por otro lado, el índice de referencia ajustado al Acuerdo de París englobará únicamente a aquellas empresas que tengan la capacidad de demostrar su conformidad con el objetivo de 1,5 °C. Estas nuevas etiquetas han sido creadas de forma que se puedan ofrecer garantías adicionales para evitar el *greenwashing*, es decir, que sea más difícil que los inversores se vean engañados por afirmaciones falsas o infundadas sobre los beneficios medioambientales de un índice de referencia (Comisión Europea, 2019).

A pesar de que todavía no han sido publicados de manera oficial, la UE está trabajando en una serie de recomendaciones que permitan a los proveedores privados lanzar índices bursátiles con un sello de calidad climática europea, siempre que estos se elaboren siguiendo los criterios establecidos por la Comisión. Se espera que antes de 2022 se haya finalizado todo este proceso.

Según el reglamento de la UE sobre índices, hoy en día sigue existiendo cierto desacuerdo de planteamientos en cuanto a la metodología de selección de dichos activos, lo que provoca enormes confusiones entre sus usuarios, los cuales no saben con certeza si un determinado índice de bajo impacto carbónico está plenamente en consonancia con los

Acuerdos de Paris o si, por el contrario, simplemente tiene un objetivo de reducción de huella de carbono de la cartera de inversión. Por ello la necesidad de regularlos más en profundidad.

Es muy importante señalar, que estos indicadores que se pretende crear no son sostenibles o con criterios ESG globales, sino que únicamente se centran en la letra “E” (Environmental) y en concreto en la transición climática dentro de esta temática. Según indica el informe del Grupo de Expertos de la Comisión, junto con los objetivos de rentabilidad, ambos índices incorporarán objetivos concretos en materia de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y aspectos relacionados con la transición hacia economías bajas en carbono, mediante la selección y ponderación de los distintos activos (Domínguez, 2020).

Como hemos podido ver a lo largo de este epígrafe, la UE ha priorizado el aspecto medioambiental ya que detecta que es el principal problema en la lucha contra el cambio climático, lo que no descarta que en el futuro todas estas medidas sienten las bases para que se construyan índices con métricas ESG completas o incluso algunos centrados únicamente en la S o en la G.

5.5 Resultados en las métricas ESG

Todo este impulso normativo que ha provocado el trabajo del Grupo de Expertos Técnicos de la Comisión Europea junto con el impulso de iniciativas lideradas por inversores como los Principles for Responsible Investment (PRI) y la mayor sensibilidad por parte del público en general, han favorecido un escenario en los que los aspectos ESG se están viendo considerados por inversores tradicionales, que comienzan a tenerlos en cuenta (KPMG, 2019).

Tal es así que, la European Bank Assosiation (EBA) acaba de finalizar la consulta sobre la posible integración de los riesgos ESG en las entidades de crédito y las empresas de servicio de inversión. Se espera que el informe que emitirán a finales de junio de 2021 ofrezca una primera propuesta sobre cómo dichos factores y riesgos ESG pueden incluirse en el marco regulatorio de supervisión de dichas entidades y empresas. Este informe deberá detallar los procedimientos, medidas y estrategias que van a tener que seguir estas

entidades para no solo identificar, evaluar y gestionar los factores ESG desde el punto de vista de riesgos, sino además deberán analizarlos desde la perspectiva de las oportunidades que ofrecen (FundsSociety, 2021).

El objetivo principal, en última instancia será el de evaluar qué se alienan las carteras de los clientes con la sostenibilidad y el riesgo que se deriva de tener una exposición a diferentes sectores. Para ello, la EBA ha identificado tres posibles enfoques en función del tamaño, la complejidad de las actividades o servicios y el modelo de negocio, basándose en; la valoración de carteras, del marco de riesgo y de las exposiciones.

Dicho documento se centrará principalmente en detallar qué son los factores y riesgos ESG, con qué intensidad se materializan estos y a través de qué canales lo hacen y por último los motivos por los cuales es importante tenerlos en cuenta en las entidades de crédito desde un punto de vista puramente financiero. En relación con una de las debilidades de las métricas ESG explicadas anteriormente, el informe incluirá recomendaciones sobre la correcta integración de los mismos con el único propósito de hacer más eficiente la resistencia del sector financiero en todos los escenarios temporales: corto, medio y largo plazo.

Dichas recomendaciones vendrán dadas desde tres puntos de vista distintos:

- La estrategia de negocio y los procesos comerciales.
- La gobernanza interna.
- La gestión de riesgos.

Todas ellas se basarán en el principio de proporcionalidad, pero se hace especial hincapié por parte de la EBA en que las entidades pequeñas también estarán sujetas a dicha tipología y por lo tanto deberán realizar los mismos esfuerzos para integrarlos (FundsSociety, 2021).

Por todos estos esfuerzos y avances, podríamos afirmar que la inversión con métricas ESG está dejando de ser una cuestión de nicho para convertirse en una filosofía mucho más global, y es una tendencia que seguirá en crecimiento a medida que se disponga de

mayor calidad de datos, mejores regulaciones y mayor implicación por parte de gobiernos e instituciones privadas.

6. Análisis de la ISR frente al COVID-19

Marzo de 2020 marcó un hito en la historia de la humanidad y como consecuencia en la historia de las inversiones bursátiles. En pocos días, la pandemia del COVID-19 desencadenó una preocupación global por la salud que puso en jaque las vidas de los ciudadanos y las economías de los países. Ciudades enteras fueron puestas bajo estrictas medidas de cierre casi de la noche a la mañana. Los aviones se quedaron en tierra; y restaurantes, museos y cines se cerraron mientras la actividad económica caía en picado y los sistemas de atención sanitaria, de probada eficacia, se tambaleaban al borde del colapso.

En los mercados financieros pudimos observar como el pánico se apoderó como nunca lo había hecho. La renta variable mundial sufrió una de las caídas más brutales de la historia, perdiendo hasta un tercio de su valor en relación con los máximos alcanzados unas semanas antes. Los gobiernos y los bancos centrales anunciaron paquetes de rescate sin precedentes, a una escala que habría sido inconcebible un mes antes. Mientras tanto, los inversores veían cómo se desvanecían sus posiciones y se lanzaron a buscar un refugio seguro en el oro.

Meses después, hemos podido analizar y observar cómo la violencia de esta pandemia ha sacudido todos los aspectos de nuestras vidas, con unas pocas excepciones. Entre ellas están las tres megatendencias que hoy en día están dando forma a nuestro futuro más próximo. Estas megatendencias son: la transformación de la tecnología, el cambio de la demografía y la preservación del medioambiente, las cuales han constituido la base del enfoque de inversión en estos meses y las tendencias bursátiles más empleadas ya que hasta la fecha han demostrado más o menos ser resistentes a la caída de COVID-19.

Esta resistencia no ha sido realmente una sorpresa ya que las megatendencias, por lo general, no suelen verse afectadas por choques a corto plazo o esporádicos, aunque sean profundos, como epidemias o catástrofes naturales. Esto también supone una lección para los inversores que pueden prepararse para el futuro ajustando sus carteras de manera

eficaz a la evolución del mercado y esperar la mejor de las rentabilidades. Para poder llevarlo a cabo, se requiere por su parte una visión de futuro y la capacidad de expresarla de manera acertada en una cartera de inversión a través de opciones de posicionamiento bien definidas (Robeco, 2020).

A raíz del shock producido por la pandemia del COVID-19 y la crisis económica que ha traído a la economía mundial y a los mercados en 2020, hemos podido observar que las estrategias e instrumentos de inversión sostenible han ofrecido un rendimiento similar o incluso superior a sus homólogos.

Bien es cierto que se trata de un plazo sensiblemente corto y de una situación sin precedentes, por lo que el rendimiento relativo no debe extrapolarse directamente al largo plazo, pero los inversores con exposición a la inversión de impacto dentro de una cartera diversificada han podido sentirse alentados por los recientes rendimientos a corto plazo (UBS Financial Services, 2020).

6.1 Tendencias a futuro

La crisis ha subrayado notablemente la importancia de las consideraciones ESG para el rendimiento de las empresas y el rendimiento de las inversiones, y se espera que esto siga influyendo en las acciones de las empresas y de los inversores en el futuro. Dentro de los mercados se han destacado posibles tendencias que pueden llegar a surgir o acelerarse como consecuencia de esta crisis y de las medidas globales de mitigación que se desarrollarán en los próximos meses y que podrán afectar al panorama a largo plazo de la inversión sostenible. Dichas tendencias señaladas se resumen en las siguientes:

1. Mayor atención de los inversores a las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG).

La crisis del COVID-19 no solo ha elevado la importancia del funcionamiento de las empresas, sino que también ha acelerado la relevancia de las consideraciones ESG para los inversores. La gestión por parte de las empresas en materia de derechos humanos, del bienestar de los empleados y de las relaciones con la comunidad se han puesto en cuestionamiento, ya que asuntos que en hace unos meros meses se consideraban

privilegios como podía ser el horario flexible, hoy en día se han convertido en asuntos de gran calibre en cuanto a calidad empresarial. Estos “beneficios” han demostrado tener un impacto duradero en la reputación de las empresas y en sus futuras relaciones con clientes, proveedores y reguladores. Por su parte, los inversores han utilizado su influencia para impulsar cambios de comportamiento, tras haberse dado cuenta de que el compromiso por parte del accionariado debe seguir siendo un componente clave de la inversión sostenible en el futuro.

Por otro lado, la sostenibilidad está en el centro del plan de recuperación de muchos gobiernos. Con planes para invertir en energías renovables a gran escala, transporte limpio, o alimentos sostenibles entre otros, es probable que se apoye la inversión continua en industrias sostenibles, incluso con los contratiempos a corto plazo relacionados con el cierre y la necesidad de destinar fondos urgentes a los ciudadanos y a industrias esenciales como la sanidad.

2. Mayor importancia de lo "social" para las empresas.

Aunque esperamos que muchas dinámicas a largo plazo en la inversión sostenible mantengan su enfoque actual predominantemente en lo medioambiental, estamos viendo un cambio estructural en el enfoque de las empresas acerca de las cuestiones sociales.

Con la posible excepción de la inversión con perspectiva de género en los últimos tres años, las cuestiones sociales han jugado un papel secundario con respecto a las cuestiones medioambientales durante muchos años. Dado que la COVID-19 ha centrado la atención del mundo en la salud pública, cualquier cambio social que surja, como la inversión en asistencia sanitaria o en el cuidado de los más mayores, acabará reflejándose en nuevas oportunidades de inversión (UBS , 2020).

Los bonos sociales siguen siendo un área relativamente pequeña de la renta fija sostenible, pero vale la pena señalar que, en el contexto de las inversiones sociales, es un área que podría ver un crecimiento. En abril de 2020, en medio de la crisis COVID-19, la emisión de bonos con características ESG aumentó un 272% interanual, lo que provocó por primera vez, que la emisión de bonos sostenibles (19.400 millones de

dólares) superara la emisión de bonos verdes (16.800 millones de dólares) en un solo mes (FundsSociety, 2021).

Hay muchos temas sociales importantes, pero hoy en día hay que destacar la atención sanitaria, el acceso a los medicamentos, el turismo sostenible y los bonos sociales como áreas que aumentarán su importancia para los inversores tras la pandemia, con el fin último de ayudar a aquellas comunidades más desatendidas y poder, por lo tanto, generar un impacto positivo.

3. La conciencia de los beneficios y riesgos económicos debería mantener a los inversores centrados en las oportunidades relacionadas con el medio ambiente.

Aunque la crisis del COVID-19 ha centrado, como ya se ha dicho en el punto anterior la atención en la salud pública, la conciencia medioambiental no ha disminuido. Se ha podido detectar gracias a estos confinamientos, que en 2020 las emisiones de carbono de los países y de la mayoría de las empresas disminuyeron enormemente. Esta puede señalarse como una de las pocas consecuencias positivas de estos confinamientos ya que nos han permitido asistir al mayor descenso de las emisiones mundiales de carbono registrado. Los analistas energéticos prevén ahora que las emisiones mundiales de CO₂ relacionadas con la energía (dos tercios de las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero) disminuirán más del 5%, lo que implicará una reducción de más de cuatro veces lo que disminuyeron en anteriores crisis financieras.

Como se comentaba anteriormente, los bonos verdes ya son un componente básico del enfoque de carteras sostenibles responsables y se espera que sigan desempeñando un papel clave en las inversiones de renta fija con temas de sostenibilidad. El mercado de bonos verdes se ha acelerado desde 2014 hasta alcanzar un tamaño de mercado total de unos 750.000 millones de euros (UBS , 2020).

La demanda sigue siendo elevada y más ahora que se conoce que los bonos verdes desempeñarán un papel clave en el plan de acción de la Comisión Europea para financiar el crecimiento sostenible. Estos sólo supondrán un fuerte impulso para los mercados

Europeos de este tipo de activo, sino que también se espera que tengan un efecto global en la calidad de estos en el mercado en general, y que por tanto se influya en los avances de otros productos de inversión en la línea de los bonos de transición, sociales y vinculados a los ODS.

4. Integración estructural de la IS en todas las clases de activos.

Un entorno de bajo crecimiento y bajo rendimiento de los bonos podría impulsar a su vez la adopción de filosofías de ISR y nuevas emisiones en una gama más amplia de clases de activos e instrumentos, lo que ofrecería una mayor diversificación en términos generales en el mercado

Se está observando en el mercado un gran potencial para los cambios estructurales en la ISR y para la innovación en las estrategias de inversión alineadas con la ISR en las clases de activos alternativos. Sin embargo, hay que prestar atención a los beneficios de sostenibilidad de los nuevos enfoques, para evitar el mencionado anteriormente como *greenwashing*.

Los fondos de cobertura, los productos estructurados y, potencialmente, otros derivados podrían proporcionar a los inversores sostenibles importantes capacidades de gestión del riesgo utilizando valores que tengan un vínculo con sus valores personales o con actividades económicas sostenibles (UBS AG, 2020).

5. Los beneficios del rendimiento de las IS deberían seguir siendo evidentes, como se ha visto durante la reciente volatilidad.

Las estrategias de ISR no son un grupo homogéneo de estrategias de inversión, pero en conjunto, el rendimiento de los índices de ISR, los fondos que se denominan sostenibles y los instrumentos específicos de IS fue muy resistente durante todo el 2020.

De cara al futuro, se espera que una cartera diversificada de renta variable y renta fija global en materia de ESG pueda obtener un rendimiento general en línea con las estrategias más convencionales.

Mientras que los enfoques de líderes y mejoradores ESG ofrecerán características ligeramente más defensivas, se espera que las asignaciones a temas ESG y a la renta variable con compromiso ESG sean el principal pilar de las oportunidades de crecimiento y rentabilidad (BlackRock, 2018).

Además, los gestores de fondos de mercados privados que han establecido sólidos marcos de gestión del impacto desde su creación y cuentan con equipos de compromiso experimentados están mejor posicionados para sortear la crisis y prepararse para el crecimiento y la recuperación.

6.2 Perspectivas de la ISR

Durante la última década, la ISR ha demostrado su viabilidad en muchos aspectos, lo que le ha permitido establecer una credibilidad general. A medida que el mercado crece, debe demostrar su eficacia a una escala cada vez mayor, en términos de progreso frente a los retos sociales y medioambientales y la de generar rendimientos financieros que satisfagan a los inversores en todo el espectro de riesgo-rendimiento.

Si no se consigue lo primero, lo “sostenible” terminará por convertirse en poco más que una estrategia de marketing, mientras que, si no se consigue lo segundo, la ISR se verá reducida a un nicho de mercado que no podrá generar las consecuencias positivas que debe tener en el mundo (FundsPeople, 2020). Este tipo de inversión puede extraer lecciones de otros movimientos e industrias revolucionarias que se han ampliado y han conseguido alcanzar sus objetivos. Para conseguirlo, debe comenzar un proceso de reforma sosegado en el que deberán centrarse en la mejora de los siguientes aspectos:

- **Mayor accesibilidad.** Han de ponerse a disposición de un mayor número de inversores e instituciones que en la actualidad, los cuales incluyan a todos los interesados; desde aquellos inversores minoristas hasta los grandes inversores institucionales.
- **Mayor claridad y estandarización.** Los inversores son un grupo diverso, con motivaciones distintas, los cuales buscan rendimientos tanto competitivos como de impacto, y que utilizan toda una gama de instrumentos de inversión con la que

poder invertir en todo el mundo. Como ya hemos comentado, el reto de este universo es el de romper la segmentación comúnmente aceptada o entendida, lo que crea una confusión y una opacidad que limita el despliegue del capital de inversión (Gilliam, Gwilliam-Beeharee, & Lobardo, 2020). La próxima fase de la evolución del mercado debe abordar este reto, no sólo para reducir las barreras de entrada, sino para que la entrada sea una propuesta muy atractiva. Otro reto adicional es conseguir que la de medición y gestión del impacto (IMM) que es actualmente muy característica, se ajuste.

Las métricas ESG van a desempeñar un papel muy importante en la reconstrucción de la economía mundial en esta etapa posterior a la crisis sanitaria. La cohesión social junto con la gobernanza efectiva y de calidad por parte de las empresas van a ser esenciales para acelerar la recuperación de las economías nacionales y para evitar su posible bloqueo y posterior colapso.

Se ha podido observar las consecuencias claras de sufrir debilidades en las métricas ESG en aquellos mercados emergentes que durante la pandemia han sufrido de manera desmesurada. Aquellos países que no estaban preparados para una crisis sanitaria de estas magnitudes debido a sistemas sanitarios más débiles y en algunos casos precarios que contaban con infraestructuras menos desarrolladas y preparadas para responder a una futura crisis económica, han visto sus economías mermadas (Analistas Financieros Internacionales, 2021). De igual manera, los desequilibrios fiscales, los altos niveles de deuda y las dependencias de aliados externos han agravado enormemente la situación de muchos países que hoy en día deberán realizar un esfuerzo mayor para conseguir una recuperación eficaz y duradera.

Por otro lado, se ha demostrado como aquellos países que contaban con una forma fundamental más fuerte antes de la crisis, con instituciones más sólidas, niveles de deuda más bajos y economías más diversificadas, han salido en general mejor parados, aunque asumiendo enormes dificultades igualmente, y necesitando el estímulo fiscal de las instituciones financieras y monetarias.

Se espera que los factores ESG sean un atributo definitorio para los mercados de renta fija mundial en los próximos años ya que los países que se prevé que mejoren en estos factores suelen presentar las mejores oportunidades de inversión (Hasenstab, 2020).

6.3 Rentabilidades de la ISR y efectos de la pandemia.

Como venimos analizando, durante este 2020 el comportamiento de los mercados se ha visto marcado por la crisis sanitaria originada a raíz de la pandemia. Hemos podido observar como las bolsas de todo el mundo y sus índices de referencia cayeron con fuerza según iban aumentando los contagios y los países comenzaban a cerrar sus fronteras.

Según el virus se iba controlando y las economías comenzaban a abrirse, las bolsas se fueron recuperando y ajustando a las nuevas previsiones económicas que se iban anunciando por parte de los gobiernos. Sin embargo, no todo el mundo ha sufrido de la misma manera financieramente hablando.

Las rentabilidades que han experimentado los fondos con criterios ESG y las diferencias tan señaladas que ha sufrido el comportamiento de ciertos sectores específicos a raíz de la crisis del COVID-19, ha puesto sobre la mesa el debate sobre el buen rendimiento de los índices sostenibles (Whittaker, Lee, Seimen Howat, & Sariyska, 2020). Más especialmente, se ha puesto la lupa en el hecho de analizar si dicho comportamiento superior se debe a la condición de “sostenible” o si por el contrario ha sido fruto de otras cuestiones no relacionadas como puede ser; la selección de sectores concretos y la composición de los mismos.

Se ha puesto en cuestión si parte de esta rentabilidad superior que obtienen las inversiones socialmente responsables podría explicarse por la tener una concentración puramente causal en sectores que lo han hecho mejor en términos de rentabilidad como es el caso del sector tecnológico, y por haber discriminado otros sectores que han obtenido menor rentabilidad como es el caso del sector energético (BBVA AM, 2020).

Como se ha mencionado anteriormente, para invertir con criterios ESG se pueden seguir una serie de estrategias diferentes:

- *Exclusión*: reduce el rango de inversión al excluir sectores, países o empresas que puedan ser controvertidos.
- *Screening*: se basa en el cumplimiento de normas internacionales dictaminadas por organismos internacionales como UN o la OCDE.

- *Voto y Engagement*: que busca influir en la compañía mediante el voto en las Juntas de Accionistas y el diálogo con ellas.
- *Integración*: se basa en integrar de manera eficaz los factores ESG en todo el proceso de selección de compañías y en la toma de decisiones de inversión.
- *Inversión de impacto*: buscan generar un impacto positivo en el entorno ambiental o social, y con ello poder obtener una rentabilidad financiera.
- *Inversión temática*: consiste en invertir en aquellos activos o fondos que buscan una temática precisa relacionada con la sostenibilidad.
- *Best in Class*: consiste en escoger las compañías que tengan mejor valoración en factores ESG.

Todas estas estrategias de inversión implican la necesidad de un acceso a datos por parte de las compañías de enorme tamaño. Aquellas que no proporcionan este tipo de datos se califican como “alto riesgo de sostenibilidad” y se ha demostrado que a largo plazo este tipo de compañías se comportan peor, ya que sufren mayores caídas en mercados bajistas y obtienen menor rendimiento a largo plazo que las compañías con buena calificación ESG en todas las regiones (BBVA AM, 2020).

Una de las pequeñas razones del exceso de rentabilidad en vehículos ISR frente a los tradicionales se puede explicar por el hecho de que los primeros han tenido una mayor exposición en compañías del sector tecnológico y menor en compañías del sector energía. Este hecho provoca que si sumamos la sobreponderación en tecnología e infraponderación en energía obtengamos resultados positivos, los cuales han contribuido a aportar una ligera rentabilidad extra frente al índice de referencia.

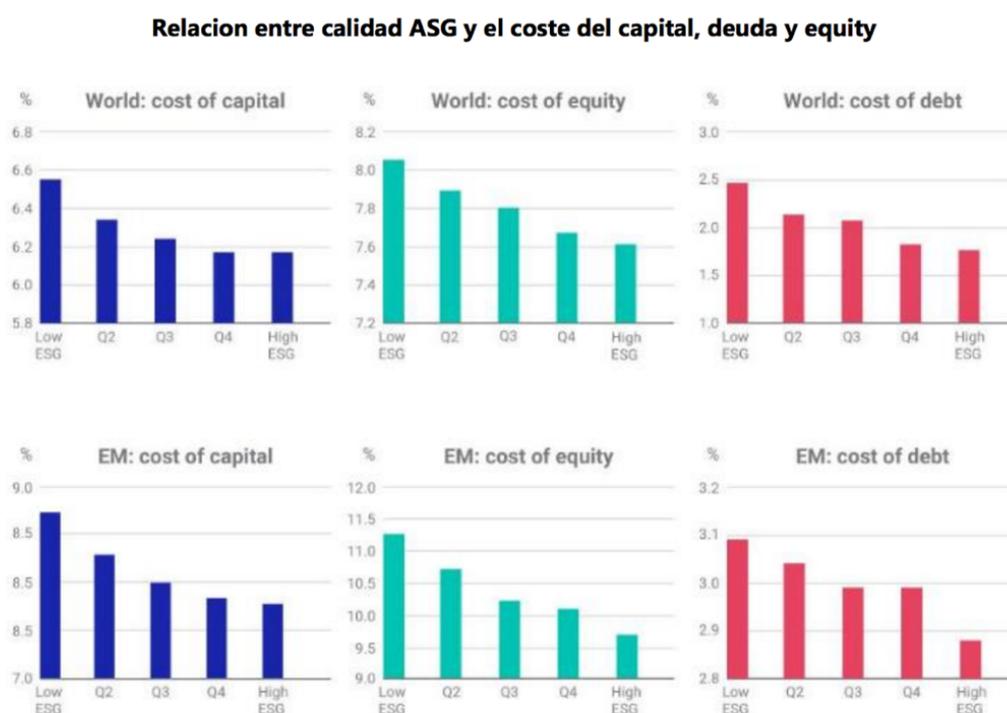
Pese a que muchos inversores han podido pensar que esto se trata de una mera relación causal o fortuita, lo cierto es que no lo es. Durante la última década, numerosos inversores y académicos han tratado de vislumbrar si existe o no una relación causa-efecto a la hora de obtener mejores rendimientos financieros aplicando métricas ESG.

Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen a través de más de 2000 casos empíricos, fueron capaces de concluir que concluyeron que en torno al 90% de los casos no presentaban una relación negativa entre la inversión con criterios ESG y el retorno

financiero, es más, la mayoría de ellos mostraban una relación positiva (Friede, Busch, & Bassen , 2015)

Lo importante es entender cual ha sido el argumento central de esta relación para así poder aclarar si se trata de una fuente de ventaja competitiva sostenible en el futuro o si por el contrario es algo producido por la mera causalidad de los factores externos del momento. El argumento fundamental sobre el que pivota la tesis es el hecho de que compañías con dichos criterios son capaces de obtener un menor coste del capital.

Ilustración 2- Relación entre calidad ESG y el coste de capital, deuda y equity



Fuente: MSCI, cogiendo como índices el MSCI World y el MSCI Emerging Markets con promedios mensuales durante el 31 de diciembre de 2015 y el 29 de noviembre de 2019.

En el índice MSCI World, el coste medio del capital del quintil con mayor calificación de ESG fue del 6,16%, frente al 6,55% del quintil con menor calificación de ESG; el diferencial fue incluso mayor en el caso del MSCI EM. Adicionalmente, se puede observar que las empresas con una alta calificación ESG han estado menos expuestas a los riesgos sistemáticos, que son aquellos riesgos que afectan al mercado de renta variable en general o a sectores o industrias similares al mercado, que a aquellas empresas con una baja calificación ESG. Esta conclusión es coherente con el modelo de valoración de

activos de capital (CAPM), según el cual un menor riesgo sistemático (beta) implica un menor coste de los fondos propios (MSCI, 2020).

Del mismo modo, el coste medio de la deuda de las empresas con una calificación alta de ESG era inferior al de las empresas con una calificación baja de ESG. Esto coincide con las expectativas, ya que se sabe que la norma de gobierno corporativo, uno de los pilares de ESG, reduce el riesgo de impago de una empresa, lo que repercute directamente en su coste de la deuda, al provocar por lo general un menor riesgo en el impago de la misma.

Estos costes más bajos podrían provenir de ser menos susceptibles a los riesgos sistemáticos del mercado. En un modelo de flujos descontados de caja, en igualdad de condiciones, aquellas empresas que tengan un coste de capital más bajo tendrían también probablemente una valoración más alta (Pellegrini, Caruso, & Mehmeti, 2019). La ratio de valoración del “MSCI ACWI ESG Leaders Index” y del “MSCI SRI Index”, que adoptan cada uno de ellos un enfoque de *best-in-class* para seleccionar valores con alta puntuación ESG, fue superior al tradicional “MSCI ACWI Index” ponderado por la capitalización del mercado durante el periodo del análisis consultado previamente, el cual abarca el marco temporal entre el 30 de junio de 2011 y el 29 de noviembre de 2019.

Además de tener un menor coste de financiación, las empresas con alta puntuación ESG también podrían haberse beneficiado de la ventaja competitiva que se deriva de una mejor gestión de los recursos, el capital humano y los riesgos operativos específicos de la empresa (Gupta & Lodh, 2019).

Ilustración 3 - Valor y rentabilidad de MSCI ACWI ESG Leaders Index y MSCI ACWI SRI Index

Valuation and profitability of MSCI ACWI ESG Leaders Index and MSCI ACWI SRI Index



Monthly numbers are reported over the period from June 30, 2011, to Nov. 29, 2019.

Adicionalmente, en base a los criterios ESG, se destaca que las empresas pueden beneficiarse de:

- Mayores márgenes de beneficios, provocadas por un menor coste de la deuda, que conlleve a su vez, un menor coste de los intereses sobre la misma y permitan optimizar resultados netos de la compañía.
- Mayor disponibilidad de capital, debido al menor coste de deuda, se puede acceder a un mayor número de proyectos y así mejorar su posición relativa frente a aquellos competidores del mercado que posean una menor implicación en métricas ESG.
- Mayor valoración de sus activos, generada a través de un coste de capital inferior que aumente el valor presente de los flujos de caja futuros, con lo que se necesitaría una menor prima exigida a los inversores.

Ilustración 4 - Tabla comparativa de la calidad ESG vs No-ESG

Tabla comparativa de la calidad ASG vs No-ASG

	Global		Europa		Emergentes	
	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG	ASG	No-ASG
Margen Bruto	34,93%	31,57%	34,94%	30,11%	24,56%	22,63%
Margen Operativo	12,40%	11,49%	9,74%	9,72%	12,77%	11,90%
Margen Neto	9,20%	8,35%	7,03%	6,55%	10,22%	8,65%
ROA	2,19%	1,86%	1,49%	1,18%	2,07%	2,06%
ROE	13,60%	12,02%	11,82%	9,90%	12,44%	10,95%
ROC	6,66%	5,44%	5,50%	4,12%	6,32%	5,65%
Deuda/ Equity	112,69%	133,09%	130,84%	163,43%	106,21%	100,43%
Deuda/Activos	19,67%	22,83%	17,99%	21,60%	19,54%	20,65%

Fuente: CI Gestión con datos de Bloomberg a 31 de diciembre de 2019. Los índices utilizados son MSCI World ESG Leaders vs MSCI World, MSCI Europe ESG Leaders vs MSCI Europe y MSCI Emerging Markets Leaders vs MSCI Emerging Markets.

Aunque la incorporación de criterios ESG financieramente relevantes en una estrategia empresarial podría suponer un coste fijo a corto plazo, por aquellos costes mencionados anteriormente con relación al acceso de información o costes en personal, el mercado parece que recompensa favorablemente a aquellas empresas que toman medidas para mejorar las prácticas ESG. Esta relación entre la ESG y el coste del capital, estas demostraciones han proporcionado un cierto grado de validación empírica a las recientes innovaciones en los préstamos corporativos vinculados a la ESG, a través de los cuales los prestamistas han vinculado ciertas condiciones de los mismos a la consecución de determinados criterios ESG por parte de los prestatarios corporativos (MSCI, 2020).

En cuanto a la afirmación acerca de si estas características son extrapolables en un futuro, el consenso mayoritario de los accionistas es que sí. La afirmación viene derivada del hecho de que ambos argumentos proporcionados, el menor coste de capital y la calidad superior de las compañías al incluir métricas ESG, pueden permanecer en el futuro e incluso incrementar su horizonte a largo plazo dados los cambios que se han producido a causa del COVID-19. Por ello, los beneficios que les aportan y su réplica en los mercados de capitales también se espera que continúe.

Sin embargo, ante esta afirmación hay que señalar también, que el incremento de los flujos de entrada en estrategias de ISR y la escasez que todavía existe en cuanto a alternativas de inversión con probado impacto social o medioambiental, puede provocar un incremento en los múltiplos de dichas compañías que eleven las valoraciones por encima de su precio real de mercado provocando así valoraciones que se encuentren por encima o por debajo del precio real que deberían tener(Caja de Ingenieros, 2020).

7. Conclusiones

Tras la presentación y el análisis de lo que es la Inversión Socialmente Responsable y las métricas ESG, y tras haber respondido al objetivo general de este trabajo de investigación, es hora de resaltar las conclusiones más importantes del mismo con el fin de demostrar así cual es la aportación a este ámbito de investigación.

- Es indudable que esta filosofía de inversión no es algo “novedoso” que haya surgido últimamente, sin embargo, era muy importante analizar cuales podían ser las implicaciones de la pandemia en este modelo de inversión y tratar de vislumbrar qué consecuencias iba a tener. Por ello, analizar las tendencias de futuro, supone un paso al frente muy importante para continuar fomentando y atrayendo inversores hacia dicha filosofía.
- De igual manera, resumir, explicar y detallar los avances e impulsos por parte de la Unión Europea con respecto a dicho modelo de inversión, era otra forma de demostrar que el futuro tiene que ir de la mano de la ISR y las métricas ESG.
- La ISR y la inversión con métricas ESG, han experimentado un gran crecimiento durante los últimos años. Desde el creciente interés de las instituciones financieras internacionales a principios de la década del 2010 hasta hoy, los gestores de patrimonio se sienten más atraídos por estos valores, ya que representan un cierto grado de refugio frente a la volatilidad de los mercados bursátiles. De hecho, no sólo atraen a los inversores con interés por los productos sostenibles, sino también a gestores de fondos de activos que están construyendo sus estrategias de futuro en torno a la sostenibilidad.
- Por otro lado, debería considerarse un mayor interés por este tipo de activos, simplemente por el mero hecho de que configura un modelo de inversión que trata de reconducir al mundo financiero hacia un futuro con bajas emisiones de carbono, algo indispensable en nuestros días y para nuestro futuro.
- Las inversiones socialmente responsables tienen un impacto social y empresarial positivo de dos maneras diferentes. En primer lugar, animan a las empresas a tener en consideración dichas métricas. En segundo lugar, son un incentivo para que se invierta más en empresas sostenibles y responsables, desanimando así la inversión en empresas que no cumplan con métricas ESG, lo que provoca un efecto cascada en los competidores que se quedan atrás.

- A pesar de haber seleccionado un marco temporal corto, como ha sido el de la pandemia y la crisis del COVID-19 para afrontar la cuestión sobre la rentabilidad de este modelo. Se ha sido capaz de demostrar que sí es rentable, y que incluso se ha comportado mejor en el marco temporal señalado que aquella inversión tradicional o que no tiene en cuenta las métricas ESG, pero sobre todo se ha aportado una visión de las causas de este mejor comportamiento que son extrapolables y que se pueden aplicar al análisis pasado y, sobre todo, al futuro.

Por todo ello, y a pesar de haber realizado un análisis “superficial” en este mundo tan amplio e interesante que se está desarrollando en nuestros días, creo que este trabajo puede ser no solo un reflejo de lo que las nuevas generaciones de inversores esperamos y aspiramos que se convierta el mundo de la inversión, sino también un pequeño aliciente para todas aquellas empresas e inversores que todavía no confían del todo en transformar sus modelos de negocio teniendo en cuenta las métricas ESG. Este es el futuro y estos son los beneficios que podemos obtener como inversores y como sociedad, ahora solo está en nuestra mano que consigamos transformar definitivamente la manera de invertir.

8. Bibliografía

- Analistas Financieros Internacionales. (2019). *Sostenibilidad y Gestión de Activos*. Madrid: AFI.
- Analistas Financieros Internacionales. (2021). *Divulgación en Sostenibilidad: el GAR (Green Asset Ratio) como indicador clave*. Madrid: AFI.
- Azahara, L., & González, R. (2021). *Una Taxonomía de actividades sostenibles para Europa*. Madrid: Banco de España.
- BBVA AM. (2020). *ISR a Fondo*. Madrid: BBVA.
- BlackRock. (2018). *Integración de criterios ESG*. Londres: BlackRock.
- Caja de Ingenieros. (2020). *El Covid-19 acelera la disrupción: La Inversión Socialmente Responsable como estrategia de presente y futuro*. Madrid: Caja de Ingenieros.
- Cheema-Fox, A., LaPerla, B., Serafeim, G., Turkington, D., & Wang, H. (2021). Decarbonizing Everything: Climate Data, Industry Returns, and Portfolio Construction. *Financial Analysts Journal*, 1-49.
- Cisneros, S. (16 de Diciembre de 2020). *Futuro a Fondo*. Obtenido de ¿Cuál es la diferencia entre la inversión ESG y la inversión de impacto?: <https://www.futuroafondo.com/es/educacion-financiera/cual-es-diferencia-entre-inversion-esg-y-inversion-de-impacto>
- Comisión Europea. (15 de Febrero de 2019). Finanzas sostenibles: la Comisión, satisfecha con el acuerdo sobre una nueva generación de índices de referencia de bajo impacto carbónico. Bruselas, Bélgica.
- Domínguez, M. (7 de Junio de 2020). *La UE ultima el lanzamiento de sus índices climáticos*. Obtenido de El Economista: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10591511/06/20/La-UE-a-solo-un-paso-de-lanzar-sus-indices-bursatiles-climaticos.html>
- Edmiston, D., & Nicholls, A. (2017). Social Impact Bonds: The Role of Private Capital in Outcome-Based Commissioning. *Journal of Social Policy*, 1(47), 57-76.
- European Comission. (12 de Diciembre de 2019). *Green Deal: El camino para una Europa neutra climáticamente*. Obtenido de https://ec.europa.eu/spain/news/20191212_Europe-climate-neutral-2050_es
- European Comission. (2020). *The European Green Deal Investment Plan and Just Transition Mechanism explained*. Bruselas: European Comission.

- FinReg360. (8 de Octubre de 2020). *La ESMA responde a la consulta de la Comisión sobre el estándar europeo de bonos verdes*. Obtenido de <https://finreg360.com/alerta/la-esma-responde-a-la-consulta-de-la-comision-sobre-el-estandar-europeo-de-bonos-verdes/>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Funds Society. (15 de Octubre de 2018). Obtenido de Inversión de impacto, con criterios ESG o inversión ISR: ¿una opción es mejor que otra?: <https://www.fundssociety.com/es/noticias/mercados/inversion-de-impacto-con-criterios-esg-o-inversion-isr-una-opcion-es-mejor-que-otra#:~:text=La%20inversi%20socialmente%20responsable%20y,conjunto%20de%20oportunidades%20m%20s%20amplio>
- FundsPeople. (12 de Marzo de 2020). *La Comisión Europea emite el informe sobre la Taxonomía y la Guía del Estándar de Bonos Verdes*. Obtenido de <https://fundspeople.com/es/la-comision-europea-emite-el-informe-sobre-la-taxonomia-y-la-guia-del-estandar-de-bonos-verdes/>
- FundsPeople. (21 de Abril de 2020). *MSCI identifica las cinco tendencias que marcarán la inversión responsable en 2020*. Obtenido de <https://es.fundspeople.com/news/msci-identifica-las-5-tendencias-que-marcaran-la-inversion-responsable-en-2020>
- FundsSociety. (17 de Marzo de 2021). *La EBA consulta sobre la integración de riesgos ESG en entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*. Obtenido de <https://www.fundssociety.com/es/noticias/normativa/la-eba-consulta-sobre-la-integracion-de-riesgos-esg-en-entidades-de-credito-y-empresas-de-servicios-de-inversion>
- GIIN. (2018). *Global Impact Investing Network. Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets*. Nueva York: The Rockefeller Foundation.
- Gilliam, E., Gwilliam-Beeharee, N., & Lobardo, M. (2020). *ESG disclosures: the bedrock of the sustainable finance agenda*. EMEA: Invesco.

- Gupta, A., & Lodh, A. (2019). *Measuring factor exposures A comparative analysis between observable firm characteristics and time-series estimations*. Londres: MSCI.
- Harji, K., & Jackson, E. (2012). *Accelerating Impact Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. New York: Rockefeller Foundation.
- Hasenstab, M. (2020). *ESG will define the Post-Covid Era*. Londres: Franklin Templeton.
- KPMG. (2019). *Integración ESG en los mercados financieros*. Madrid: KPMG.
- Malagón, P. (2020). La emisión de bonos verdes podría llegar a los 300.000 millones según NN IP. *Funds & Markets*, 4-6.
- Mckenna, P. (2021). *2020 ESG Distribution Study*. Londres: Kurtosys.
- Mercader, J. (13 de Octubre de 2020). *Los principales índices ISR (Inversión Socialmente Responsable)*. Obtenido de InBestMe: <https://www.inbestme.com/blog/principales-indices-isr/>
- MSCI. (2020). *ESG and the cost of capital*. Londres: MSCI.
- Mudaliar , A., Bass, R., Dithrich, H., & Nova, N. (2019). *2019 Annual Impact Investor Survey*. New York: Global Impact Investing Network.
- Mulgan , G., Reeder, N., Aylott, M., & Bo'sher, L. (2011). *Social Impact Investment: the challenge and opportunity of Social Impact Bonds*. Londres: The Young Foundation.
- Ouhaddou, M. (2020). *Socially Responsible Investments: A comparative analysis of ESG and traditional indices*. Montpellier: MBS.
- Pellegrini, C., Caruso, R., & Mehmeti, N. (2019). The impact of ESG scores on cost of equity and firm's profitability. *New Challenges in Corporate Governance: Theory and Practice*, 38-40.
- Ricardo, R. (15 de Octubre de 2018). *Exo Negocios*. Obtenido de ESG, SRI e inversión de impacto: ¿cuál es la diferencia?: <https://exonegocios.com/esg-sri-e-inversion-de-impacto-cual-es-la-diferencia/>
- Robeco. (2020). *Sustainable Investing Expertise*. Londres: Robeco SAM.
- Spainsif. (4 de Julio de 2018). *Impact Investing, Filantropía e ISR: Similitudes y Diferencias*. Obtenido de <https://www.spainsif.es/impact-investing-impacto-de-las-inversiones-esg-impacto-filantropico-el-termino-impacto-en-todas-partes/>

- Spainsif. (2019). *Plan de Acción en Finanzas Sostenibles - Estándar de Bonos Verdes*. Madrid: Spainsif.
- Sustainable Investing Foundation. (2020). *2020 Report on US Sustainable and Impact Investing Trends*. Washington: US SIF Foundation.
- The European Council. (2019). *The European Green Deal*. Bruselas: The European Council.
- UBS . (2020). *Invest for good*. Suiza: UBS.
- UBS AG. (2020). *Investing in Europe's greentech leaders*. Suiza: UBS AG.
- UBS Financial Services. (2020). *After COVID-19*. Suiza: UBS.
- Vivergi. (9 de Abril de 2016). *El Referente*. Obtenido de <https://elreferente.es/sociales/que-es-la-inversion-de-impacto-y-su-entorno/>
- Warner, M. (2013). Private finance for public goods: social impact bonds. *Journal of Economic Policy Reform*, 303-319.
- Whittaker, R., Lee, A., Seimen Howat, M., & Sariyska, A. (2020). *Sustainable investing after COVID-19*. Suiza: UBS AG.