



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

# **CARTERAS CON INVERSIONES SOSTENIBLES: ¿UNA MODA O HAN LLEGADO PARA QUEDARSE?**

Autor: Beatriz Delgado del Val  
Director: Carlos Tordesillas Cobos

MADRID | Abril 2019



## **RESUMEN**

En los últimos tiempos, las inversiones sostenibles se han convertido en un fenómeno extremadamente popular. Desde hace varias décadas, la mentalidad de sociedad ha evolucionado a la hora de invertir; priman ciertos factores como los ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Es por ello por lo que el presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo demostrar si la inclusión de inversiones sostenibles en las carteras es una moda o realmente desembocará en su implantación definitiva. Tras la realización del análisis pertinente, se demuestra que la introducción de estos criterios a la hora de invertir es una tendencia alcista; bien por la rentabilidad que ofrece, bien por el aumento en el volumen de los activos bajo gestión de los mismos y en la valoración de las empresas que tienen en cuenta prácticas sostenibles, así como el incremento de la preocupación de la sociedad sobre el futuro de la sociedad y el ecosistema.

**Palabras claves:** inversión, sostenible, empresas, factores ASG, fondos sostenibles, índices sostenibles

## **ABSTRACT**

Nowadays, sustainable investments have become an extremely popular phenomenon. During several decades, society's mindset has evolved when it comes to investing; certain key drivers such as environmental, social and corporate governance take precedence. That is why this End-of-Degree Paper pursues the objective of demonstrating whether the inclusion of sustainable investments in portfolios is a trending topic or will actually lead to their definitive implementation. After carrying out the pertinent analysis, it is demonstrated that the introduction of these criteria at the time of investing is an upward trend; either due to the profitability it offers, or due to the increase in the volume of assets under management and in the valuation of the companies that take sustainable practices into account, as well as the increase in society's concern about our future and the ecosystem.

**Key words:** investment, sustainable, companies, ESG factors, funds, indexes

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. PROPÓSITO Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2. JUSTIFICACIÓN .....</b>	<b>7</b>
<b>2. HISTORIA DE LAS INVERSIONES SOSTENIBLES .....</b>	<b>9</b>
<b>3. SITUACIÓN ACTUAL .....</b>	<b>12</b>
<b>4. IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES SOSTENIBLES .....</b>	<b>16</b>
<b>5. OBJETIVOS AL INVERTIR EN COMPAÑÍAS QUE APLICAN CRITERIOS SOSTENIBLES.....</b>	<b>18</b>
<b>5.1. AUMENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA.....</b>	<b>18</b>
<b>5.2. MITIGACIÓN DEL RIESGO SISTEMÁTICO.....</b>	<b>22</b>
<b>5.3. AUMENTO DE LA RENTABILIDAD.....</b>	<b>23</b>
5.3.1. ROE O RENTABILIDAD FINANCIERA .....	25
5.3.2. VOLATILIDAD Y AUMENTO DE DIVIDENDOS .....	26
<b>6. ÍNDICES SOSTENIBLES .....</b>	<b>28</b>
<b>6.1. ÍNDICE DE SOSTENIBILIDAD DOW JONES .....</b>	<b>29</b>
<b>6.2. ÍNDICE FTSE4GOOD .....</b>	<b>32</b>
<b>7. FORMAS DE INTEGRACIÓN .....</b>	<b>37</b>
<b>7.1. EXCLUSIÓN .....</b>	<b>39</b>
<b>7.2. SCREENING BASADO EN NORMAS .....</b>	<b>41</b>
<b>7.3. BEST IN CLASS .....</b>	<b>42</b>
<b>7.4. INTEGRACIÓN ASG .....</b>	<b>42</b>
<b>7.5. INVERSIÓN DE IMPACTO .....</b>	<b>43</b>
<b>7.6. ENGAGEMENT Y VOTING .....</b>	<b>43</b>
<b>7.7. INVERSIONES TEMÁTICAS.....</b>	<b>44</b>
<b>8. FONDOS DE INVERSIÓN SOSTENIBLES Y ACTORES RELEVANTES.....</b>	<b>46</b>
<b>9. CONCLUSIÓN .....</b>	<b>50</b>
<b>10. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>52</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS:

<b>Figura 1:</b> Comparación entre los activos bajo gestión ASG y el total de activos bajo gestión de las instituciones de inversión colectiva nacionales y fondos de pensiones.....	7
<b>Figura 2:</b> Proporción de activos bajo gestión ASG por región .....	13
<b>Figura 3:</b> Evolución de los activos gestionados con criterios ASG de entidades financieras españolas .....	14
<b>Figura 4:</b> ROE por cuartiles .....	25
<b>Figura 5:</b> Coeficiente de variación por cuartiles .....	26
<b>Figura 6:</b> Crecimiento de dividendos por cuartiles .....	27
<b>Figura 7:</b> Comparativa índices bursátiles sostenibles y tradicionales entre 2002 y 2019 .....	29
<b>Figura 8:</b> Comparación IBEX 35 y FTSE4GOOD.....	35
<b>Figura 9:</b> Estrategias por región geográfica .....	37
<b>Figura 10:</b> Activos gestionados con estrategia ISR en España .....	38
<b>Figura 11:</b> Funcionamiento de la estrategia de exclusión .....	40
<b>Figura 12:</b> Patrimonio gestionado por fondos de inversión sostenibles comercializados en España en comparación con el patrimonio total de fondos comercializados en España .....	48

## ÍNDICE DE TABLAS:

<b>Tabla 1:</b> Crecimiento de activos bajo gestión ASG por región 2014-2016.....	12
<b>Tabla 2:</b> Flujos de caja libre General Motors 2010-2018.....	20
<b>Tabla 3:</b> Flujos de caja libre Renault 2014-2018.....	21
<b>Tabla 4:</b> Índices según región geográfica .....	30
<b>Tabla 5:</b> Empresas invitadas en función del índice .....	31
<b>Tabla 6:</b> Empresas integrantes del índice IBEX 35 con mayor ponderación en el índice FTSE4GOOD IBEX.....	36
<b>Tabla 7:</b> Número de fondos de inversión europeos .....	46
<b>Tabla 8:</b> Número de fondos de inversión nacionales y extranjeros comercializados en España.....	47

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. PROPÓSITO Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA

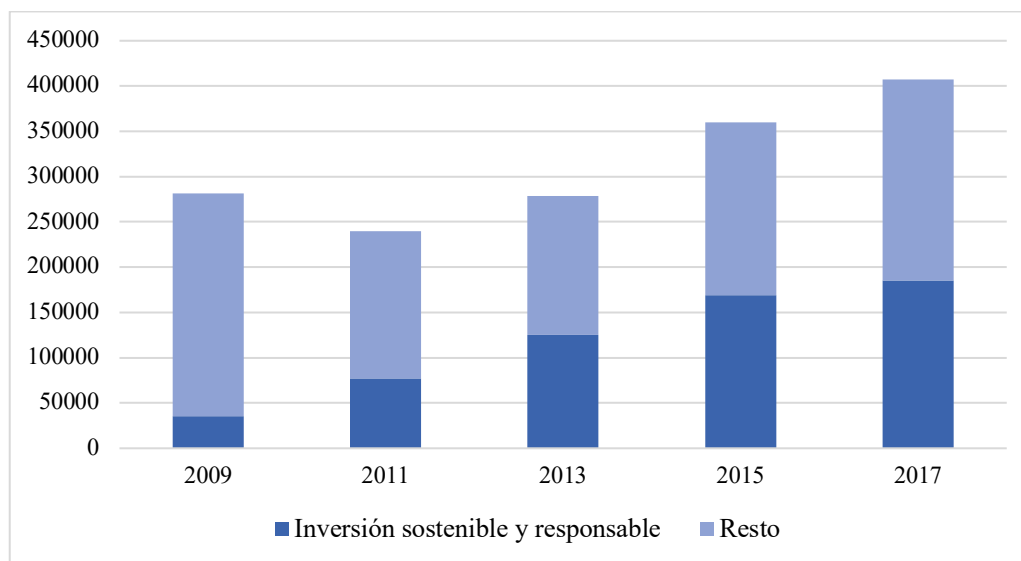
Este trabajo tiene como propósito general analizar si la inversión en carteras sostenibles es meramente una noticia de moda o realmente este tipo de inversión responsable es el futuro tanto por motivos sostenibles como rentables.

En el contexto actual, la sociedad es cada vez más consciente de las consecuencias sociales que tienen nuestros actos (Cortés y Peña, 2017). La sostenibilidad apunta hacia un futuro, la sociedad está preocupada por las generaciones venideras. Por lo que la inversión sostenible ha mostrado una importancia creciente para los inversores de todo el mundo en la última década (Schoders, 2017).

Según el último informe de Spainsif (2018): “las distintas políticas e iniciativas, tanto nacionales como internacionales, llevadas a cabo por diferentes instituciones son reflejo de ese actual interés y preocupación de la sociedad. Dichas políticas tienen como objetivo fomentar una economía de bajo consumo o la responsabilidad empresarial”. A pesar de este crecimiento, muchos inversores, mayoritariamente particulares, no son conocedores de toda la información sobre este tipo de inversión y las distintas ventajas que puede aportar (Fets, 2011). Muchos son los que han desmentido este mito alegando que los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG, en adelante) influyen en los resultados de los valores de la cartera y riesgos para el crecimiento económico y estabilidad financiera (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2017).

En conclusión, el mercado de inversión sostenible y responsable está creciendo y lo ha hecho incluso a una tasa mayor que el mercado nacional de inversión tradicional, como se puede observar en la Figura 1. En dicha figura, la inversión tradicional está integrada por el total de activos que son gestionados por Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. Entre los años 2009 y 2017, el volumen de activos bajo gestión ASG ha aumentado en un 420%, incrementándose de 35.710 millones de euros a 185.614 millones de euros.

**Figura 1: Comparación entre los activos bajo gestión ASG y el total de activos bajo gestión de las instituciones de inversión colectiva nacionales y fondos de pensiones**



Fuente: elaboración propia adaptado de Spainsif (2018)

En millones de euros

## 1.2. JUSTIFICACIÓN

La inversión sostenible comenzó a ganar fama cuando a finales de los sesenta los estudiantes exigieron que las carteras de inversión de las universidades no invirtiesen más en empresas militares, pero realmente es dos décadas más tarde cuando se desarrolla el concepto denominado “inversión socialmente responsable”, definiendo los factores que influyen en ciertos valores negociables, es decir, los factores ASG (Ulrich, 2016). Posteriormente surge lo que se denomina “inversión de impacto”, mediante la cual se pretende obtener ciertos resultados, los cuales se medirán en función de los objetivos marcados basados en los factores mencionados anteriormente (Ulrich, 2016).

Es en el año 2002 cuando se empieza a detectar cierto crecimiento de inversiones sostenibles en España, representando un volumen de ochenta millones de euros. Tres años más tarde este incremento fue trescientas veces mayor que el del año 2002 y los años siguientes las inversiones sostenibles también aumentaron exponencialmente (Spainsif, 2016).

La inversión sostenible en España ha evolucionado positivamente y esto se puede deber a cuatro posibles causas (Sánchez, Rodríguez, Ricart, Capdeville y Gai, 2002). En primer lugar, a una positiva evolución de la bolsa hasta finales de la década de los 90. En segundo lugar, a una mayor preocupación por parte de la sociedad de las repercusiones sociales y medioambientales. En tercer lugar, las inversiones sostenibles, ofrecen la misma o una mayor rentabilidad que las inversiones convencionales, lo cuál se demostrará más adelante. Y en último lugar, el apoyo de la administración a este tipo de inversiones. Bien es cierto que este apoyo sólo se da en países como Alemania, Francia o Países Bajos, y entre las políticas de estos países se encuentra la existencia de beneficios fiscales en algunos fondos o la obligación de hacer pública la política sobre la inversión sostenible y responsable de los planes de pensiones. El resto de Europa toma estas medidas como ejemplo, y es la Administración europea la que apoya la implementación de las mismas, impulsando así las inversiones sostenibles y responsables.



## **2. HISTORIA DE LAS INVERSIONES SOSTENIBLES**

El origen de las inversiones sostenibles lo encontramos en motivaciones de fondo moral o religioso (Fernández- Izquierdo, Muñoz- Torres, de la Cuesta y Escrig, 2010). Según la Conferencia sobre Inversiones Socialmente Responsables (2016), los comienzos de las inversiones sostenibles se remontan a los tiempos bíblicos, siendo aquello dictado por la Torá y el Corán la dirección que han de tomar los seguidores de estas religiones sobre cómo invertir. Los preceptos judíos señalan en cómo “invertir de una manera ética”, mientras que el Corán enseña cómo evitar ciertas industrias o ámbitos como son el alcohol y los juegos del azar, actividades que, perjudicaban la moral de la sociedad.

En el siglo XVIII esta conciencia ética, aunque aún escasa, estaba presente en la sociedad. Los cuáqueros no permitían a los miembros invertir en la esclavitud o en la guerra, y según Crossmark Global Investments (2017), John Wesley, uno de los fundadores del metodismo, con su sermón “El uso del dinero” delineó las primeras ideas de la inversión social como evitar la producción de productos químicos que pueden dañar la salud de los trabajadores o evitar aquellas prácticas comerciales que puedan perjudicar al vecino.

Este movimiento creció de manera más acentuada a partir de 1950, reflejando así la situación política y social del momento. Es a partir de ese momento cuando la sociedad y en especial los inversores comenzaron a sentirse inquietos por cuestiones relacionadas a los derechos civiles, la igualdad de las mujeres y el movimiento contra la guerra. Es a finales de la década de los noventa cuando se aproxima el concepto de la inversión socialmente responsable al concepto de desarrollo sostenible. Los inversores responsables han ido más allá de la selección excluyente de la inversión socialmente responsable para integrar factores ASG en el análisis de las inversiones. Este enfoque tiene por objeto entre otros minimizar el riesgo e identificar oportunidades para mejorar la calidad de vida de la sociedad presente y futura. Estas cuestiones de ASG ocuparon un papel principal en la inversión cuando la Iniciativa de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas fue lanzada en 2006, anunciando la nueva era de las inversiones sostenibles que se centra en los criterios de toma de decisiones de inversión más allá del rendimiento financiero y de los factores morales y éticos.

Desde hace unos años, se llevan realizando una serie de iniciativas relacionadas con la sostenibilidad. Se han adoptado, en orden cronológico, el Quinto Informe de Evaluación del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (en adelante IPCC), los Objetivos de Desarrollo Sostenible lanzados por la Organización de Naciones Unidas (en adelante ODS), el Acuerdo de París sobre el cambio climático y el Plan de Acción sobre las Finanzas Sostenibles.

En primer lugar, el Quinto Informe de Evaluación del IPCC expone las conclusiones del Informe especial sobre fuentes de energías renovables y mitigación del cambio climático (2011) y el Informe especial facilita las conclusiones sobre la gestión de riesgos de fenómenos meteorológicos extremos y desastres para mejorar la adaptación al cambio climático (2011). De este informe se concluye que la sociedad influye de una manera u otra en el clima, y que, por tanto, las consecuencias de dicha influencia serán negativas tanto en el ámbito social como ambiental.

En segundo lugar, entre las iniciativas que lleva a cabo la Organización de las Naciones Unidas se encuentra el Acuerdo de París. Este acuerdo fue ratificado por cerca de cien países y la Unión Europea, y destaca que el cambio climático es un gran problema de toda la humanidad. Entre los objetivos de este acuerdo, el cual es el más importante de los vinculantes sobre el cambio climático, se encuentran el mantener la temperatura media mundial muy por debajo de los 2°C con respecto a los niveles preindustriales; aumentar la capacidad de adaptación a los efectos adversos del cambio climático y promover la resiliencia al clima y un desarrollo con bajas emisiones de gases de efecto invernadero; y por último situar los flujos financieros en un nivel compatible a una economía de bajo carbono (Comisión Europea, 2019)

En tercer lugar, la Asamblea General de Naciones Unidas aprobó en 2015, la agenda 2030. En ésta se recogen objetivos globales, también llamados Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS, en adelante) entre los que se encuentran lograr que las ciudades y los asentamientos humanos sean inclusivos, seguros y sostenibles; promover el crecimiento económico sostenido y sostenible, el pleno empleo y el trabajo decente para todos; o lograr la igualdad entre los géneros. Mediante éstos, se pretende dar continuidad a los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), los cuales consiguieron grandes logros en

lo que respecta al avance de reducción de desigualdades y pobreza, pero no lo consiguieron en el ámbito del sector privado. Mediante los ODS lo que se procura es conseguir que los diecisiete objetivos se integren en el sector empresarial y financiero, y se conecten así con elementos relacionados con la sostenibilidad (Naciones Unidas, 2018). Éstos son: fin a la pobreza; fin al hambre, salud y bienestar; educación de calidad; igualdad de género; agua limpia y saneamiento; energía asequible y no contaminante; trabajo decente y crecimiento económico; industria, innovación e infraestructura; reducción de las desigualdades; ciudades y comunidades sostenibles; producción y consumo responsable; acción por el clima; vida submarina; vida de ecosistemas terrestres; paz, justicia e instituciones sólidas; y, alianzas para lograr los objetivos.

En último lugar, la Comisión Europea ha lanzado un Plan de Acción en Finanzas Sostenibles. Lo que se pretende es potenciar las finanzas siguiendo una dirección promovida por los objetivos de los ya mencionados Acuerdo de París y la Agenda 2030 basada en los ODS. Se busca mejorar la contribución de las finanzas al crecimiento sostenible e inclusivo mediante la financiación de las necesidades de la sociedad a largo plazo y reforzar la estabilidad financiera a través de la incorporación de los factores ASG a la hora de tomar decisiones de inversión. Para conseguir todo lo descrito, se propone una serie de acciones con objetivos temporales y dirigidas principalmente al sector financiero (Comisión Europea, 2018). Entre las acciones se encuentran: elaborar un sistema de clasificación de la Unión Europea para las actividades sostenibles, crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes, fomentar la inversión en proyectos sostenibles, incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero, etc.

La actitud del inversor respecto al sector financiero y económico ha ido evolucionando. La responsabilidad social de las empresas se tiene más en cuenta que en años anteriores, y por ello, son las mismas las que quieren integrar valores y modelos de negocio que tengan presentes criterios ASG.

### 3. SITUACIÓN ACTUAL

Según el informe del año 2016 de Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, en adelante), los activos bajo gestión ASG, alcanzaron los 22,89 billones de dólares en 2016 con un incremento de volumen particularmente fuerte en China, Japón, Australia y Nueva Zelanda. Esta cifra supone un 25,2% de crecimiento respecto el año 2014, en el cual la cifra era en torno a 19 billones de dólares en activos bajo gestión de estos factores.

**Tabla 1: Crecimiento de activos bajo gestión ASG por región 2014-2016**

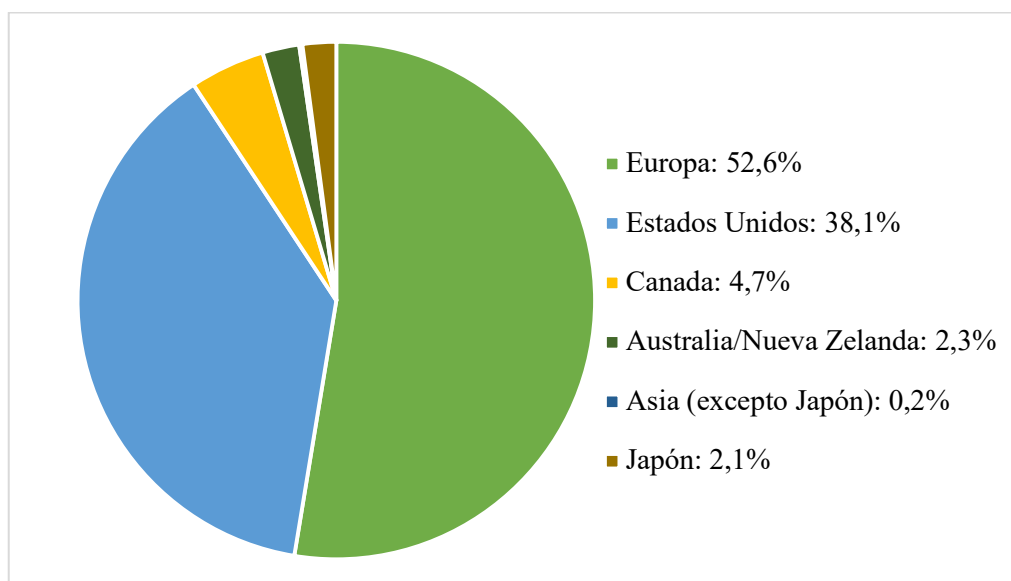
REGIÓN	2014	2016	Crecimiento (%)
EUROPA	\$ 10,775	\$ 12,040	11.7%
ESTADOS UNIDOS	\$ 6,572	\$ 8,723	32.7%
CANADA	\$729	\$ 1,086	49%
AUSTRALIA/NUEVA ZELANDA	\$148	\$ 516	247.5%
ASIA (EXCEPTO JAPÓN)	\$ 45	\$ 52	15.7%
JAPÓN	\$ 7	\$ 474	6689.6%
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 18,276</b>	<b>\$ 22,890</b>	<b>25.2%</b>

Fuente: elaboración propia adaptado de GSIA Review, 2016

En billones de dólares

En Europa, los activos bajo gestión ASG crecieron un 11,7% entre 2014 y 2016 alcanzando 12,04 billones de dólares. A pesar de ser la región que menos crecimiento ha experimentado en dicho periodo de tiempo, esta supone más de la mitad de los activos globales de inversión socialmente responsable representando aproximadamente un 53%. Por otra parte, como se puede observar en la Tabla 1, Estados Unidos es una región de gran importancia en lo referente a la proporción que representa en el total de activos globales bajo gestión de los criterios ASG. Esta refleja un 38,1%, con un total de activos de inversión socialmente responsable a principios de 2016 de 8,72 billones de dólares, un 33% más que los 6,57 billones de dólares de 2014.

**Figura 2: Proporción de activos bajo gestión ASG por región**



Fuente: elaboración propia adaptado de GSIA (2016)

A pesar de la escasa proporción de activos en Australia, Nueva Zelanda y Japón, el crecimiento que han logrado es completamente contrario.

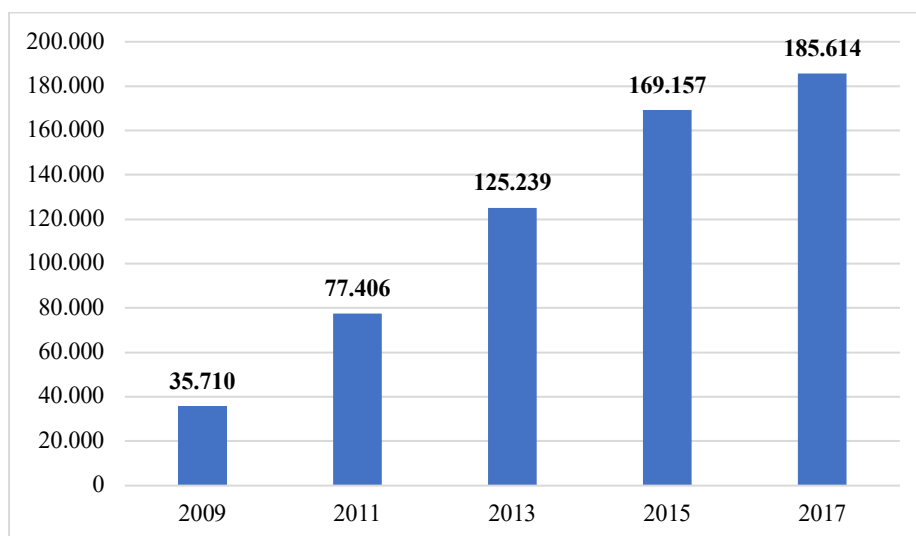
En Australia y Nueva Zelanda, los activos de inversiones sostenibles combinados en conjunto han crecido un 248% desde 2014, alcanzando 515.700 millones de dólares. Esta evolución refleja el fuerte compromiso con la integración del ASG por parte de algunas de las instituciones de inversión más grandes de la región a través de los fondos soberanos, los fondos de pensiones y las gestoras de fondos de inversión (GSIA, 2016).

Según Japan Sustainable Investment Forum (JSIF) en el año 2016, las inversiones sostenibles totales en Japón alcanzaron 474 billones de dólares, frente a los 7 billones de dólares del año 2014. Este extraordinario crecimiento se debe a una mejora de la información, pero también a una serie de sucesos que han promovido la inversión sostenible. Entre los sucesos anteriormente mencionados se encuentran un mayor acceso a datos, informes e investigaciones, lo que conlleva a una mayor consciencia y formación del inversor, y la transparencia y publicidad de las empresas sobre los datos sostenibles de las mismas. En febrero de 2014, se estableció el primer código de gestión de Japón,

que incita a los inversores institucionales a participar en un compromiso constructivo con las empresas en las que invierten. En junio de 2015, se anunció el Código de Gobierno Corporativo, que establece las normas relativas a la denuncia de irregularidades, la divulgación y los derechos de las partes interesadas (GSIA, 2016).

Concretamente en España, según Spainsif (2018) los activos bajo gestión en el año 2017 alcanzaron la cifra de 185.614 millones de euros, con un crecimiento en el periodo del 10% entre los años 2015 y 2017. Esto supuso un 2,4% superior al del conjunto de la economía española (PIB) y un 3,7% superior al crecimiento del índice bursátil de referencia en España, el IBEX 35, refiriéndose al volumen invertido en compañías de este índice.

**Figura 3: Evolución de los activos gestionados con criterios ASG de entidades financieras españolas**



Fuente: elaboración propia adaptado de Spainsif (2018)

En millones de euros

Entre los activos, el 51% ha sido adjudicado a renta variable, el 20% a bonos corporativos y un 20% a bonos de entes públicos. La asignación de los activos a renta variable ha aumentado aproximadamente un 20% entre los años 2015 y 2017, representando un 30%

del total del volumen. La mayoría de los inversores en el año 2017 fueron instituciones, los cuales representan un 93% del total (Spainsif, 2018).

#### **4. IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES SOSTENIBLES**

Como se ha demostrado, las inversiones sostenibles han crecido exponencialmente en los últimos años. Gonzalo Gómez, subdirector general de Bolsas y Mercados Españoles (BME, en adelante) Renta Fija, establece que esta evolución del mercado sostenible se debe a “un movimiento de concienciación de los mercados financieros emisores, inversores, reguladores y bolsas hacia todo lo relacionado con la sostenibilidad de la economía, el medio ambiente y la erradicación de la desigualdad social” (Gómez-Cotta, 2019).

A lo largo de los años, los problemas globales sobre la sostenibilidad del planeta han crecido. Estas cuestiones ambientales, sociales o de gobierno corporativo han llevado al inversor a plantearse si seguir invirtiendo de forma tradicional o si, por el contrario, comenzar a invertir en empresas que incorporen criterios ASG. Los distintos problemas se podrían clasificar en los siguientes:

- Ambientales: contaminación, cambio climático, sobrepoblación, calentamiento global, deterioro de la capa de ozono, etc.
- Sociales: igualdad de género, mejora de la formación, reducción de las horas extraordinarias, conciliación laboral y familiar, etc.
- Gobierno corporativo: corrupción, inestabilidad en el sistema financiero, prácticas anticompetitivas, etc.

La inversión sostenible y responsable puede afectar e influir de manera distinta dependiendo de si se observa desde el punto de vista del inversor particular, inversor institucional o de la empresa que incluye los factores ASG en su cultura corporativa.

En primer lugar, en cuanto a los inversores, los Millennials son la parte de la población más comprometida con la inversión sostenible y responsable. Los Millennials son la generación nacida entre 1980 y el año 2000, y se llaman así por su cercanía al nuevo milenio. En 2017, Morgan Stanley Capital International (MSCI en adelante) realizó un informe analizando nuevos datos sobre inversores particulares a través de una serie de encuestados, y llegó a la conclusión de que el 86% de esta generación está muy interesada o algo interesada en las inversiones sostenibles. Según U.S. Trust Insights On Wealth and



Worth, el 67% de los Millennials consideran sus decisiones como una manera de expresar sus principios y valores sociales, políticos o ambientales (Bank of America, 2014).

En segundo lugar, los resultados finales de una empresa pueden verse condicionados por ignorar los factores ASG conllevando riesgos ambientales, legales y de reputación. En cambio, si una empresa tiene en cuenta estos tres factores, los rendimientos de la misma son muy positivos y esta tiende a tener inversores más estables y leales, como se explicará más adelante (Cheng, Ioannou y Serafeim, 2015).

En último lugar, la integración de los factores ASG pueden ayudar a los inversores institucionales a evitar impactos significativos en sus carteras relacionados con los riesgos físicos y de transición (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2017). Los inversores institucionales deben ser conscientes y tener en cuenta cómo los factores ASG afectarán a los mercados tanto a corto como a largo plazo, e integrar dichos factores en el diseño de su cartera, lo cual se explicará más adelante. Por ejemplo, según Organisation for Economic Co-operation and Development (2017) “es probable que el horizonte de inversión de un inversor institucional típico se extienda durante varias décadas, siendo vulnerable tanto a cambios abruptos en la política (riesgos de transición) como a cambios a largo plazo en los patrones climáticos (riesgos físicos)”.

En conclusión, los factores ASG son tenidos cada vez más en cuenta a la hora de invertir. Legg Mason Global Asset Management lo ha corroborado y ha realizado una encuesta online en 2018 en la que se examina la forma en la que los inversores han gestionado sus carteras en el último año y dónde ven oportunidades de inversión para el próximo año. La encuesta de este año fue completada por 16.810 inversores en diecisiete mercados de Europa, Asia, América Latina y Estados Unidos, asegurando muestras representativas de los inversores de cada mercado. Invertir integrando los factores ASG en tu cartera ha recibido una atención significativa el último año, el 49% de los encuestados ahora prefieren invertir en aquellas compañías que se preocupan por esos factores. Un 54% se decanta por evitar empresas “controvertidas”, y el 89% de los inversores opina que los gestores de fondos deberían “vigilar” activamente a las empresas en las que invierten para asegurarse de que están actuando de forma responsable (Legg Mason Global Asset Management, 2019).

## **5. OBJETIVOS AL INVERTIR EN COMPAÑÍAS QUE APLICAN CRITERIOS SOSTENIBLES**

A pesar de que la mayor parte de los inversores que invierten en empresas que tienen en cuenta los factores ASG lo hacen por una motivación moral o ética, éstos están cada vez más convencidos de que apoyar las inversiones sostenibles y responsables les ayudará a obtener mejores resultados.

Por otra parte, muchos han renunciado a invertir en este tipo de inversiones contribuyendo a que la valoración de la empresa sea menor. Esto se puede deber al miedo que tiene el inversor de que la rentabilidad que vaya a obtener sea menor que si siguen cualquier otra estrategia tradicional, a una falta de información por parte de éste o también se puede dar la situación de que inversores con gran conciencia social prefieran no invertir en este tipo de compañías por creer que no existe futuro de crecimiento para ellas a largo plazo.

En suma, entre los objetivos financieros que buscan los inversores que incluyen activos bajo gestión ASG en su cartera, se encuentra la obtención de un rendimiento de la cartera, a través de un aumento de los flujos de caja y la mitigación del riesgo y, por consiguiente, un incremento de la rentabilidad.

### **5.1. AUMENTO DE LOS FLUJOS DE CAJA**

El valor de una empresa va aumentando debido a las expectativas de crecimiento de los flujos de caja, una menor posibilidad de que se produzcan perturbaciones sobre estos flujos de caja y una menor exposición a condiciones macroeconómicas adversas que den lugar a un riesgo sistemático reducido. Ese aumento de los flujos de caja viene dado por una disminución de los costes de la empresa.

Una forma de minimizar esos costes es desarrollar relaciones de confianza entre las diferentes partes interesadas o *stakeholders* (Wicks, Berman y Jones, 1999). De manera que participar en actividades sociales y mantener un comportamiento responsable es uno de los principales mecanismos a través de los cuales una empresa puede fomentar y mantener relaciones de confianza con los *stakeholders*. Para demostrarlo Barnett y Salomon (2012) desarrollaron un modelo en el que la hipótesis formulada consistía comprobar si una mejora de las relaciones de confianza con los *stakeholders* puede

contrarrestar los costes extrafinancieros que conllevan a las empresas a participar en prácticas sostenibles y responsables.

Aquellas empresas que no tienen en cuenta los factores ASG y, por lo tanto, su capacidad de influencia en los *stakeholders* es deficiente, no incrementan sus beneficios y los costes son altos. En cambio, una mayor inversión en cuestiones sociales sólo produce más pérdidas, tanto en cuanto la relación con los *stakeholders* no mejore. Sin embargo, a medida que las empresas acumulan capacidad de influencia en dichas relaciones a través del aumento de los niveles de desempeño social, son capaces de ganar y obtener ganancias, por lo que hay un punto de inflexión en los resultados financieros. Las empresas con mayor desempeño social tienen más facilidad para transformar una inversión social en rentabilidades financieras positivas (Barnett y Salomon, 2012).

En conclusión, las empresas que no tienen en cuenta los factores ASG pueden tener costes más altos que las empresas que sí son sostenibles y responsables. Las compañías sostenibles tienen mayor capacidad de influencia en los *stakeholders* que las que no son, generando beneficios que compensan sus costes, y en consecuencia unos flujos de caja mayores. Por tanto, se puede afirmar que invertir en activos de empresas que aplican criterios de gestión ASG tiende a generar un incremento de los flujos de caja y, por consiguiente, un aumento en el valor de las mismas.

Un ejemplo de todo lo expuesto anteriormente son los resultados financieros de General Motors (GM en adelante) y Renault, empresas pertenecientes a la industria automovilística. Ambas compañías han estado en el punto de mira en cuestión de sostenibilidad de una manera positiva y negativa, respectivamente.

En primer lugar, GM es una empresa fundada en 1908 cuyos flujos de caja libres han ido aumentando en un rango de ocho años, pero de una forma más impactante del ejercicio 2015 al ejercicio 2018, como se puede observar de la Tabla 2. Entre el año 2010 y el año 2015 los billones de dólares de flujo de caja libres se habían mantenido aproximadamente constantes hasta el año 2016, los cuáles incrementaron un 109,35%.

**Tabla 2: Flujos de caja libre General Motors 2010-2018**

	FLUJO DE CAJA OPERATIVO	CAPEX	FLUJO DE CAJA LIBRE	CRECIMIENTO
2010	\$6,78	\$4,20	\$2,58	-
2011	\$8,17	\$6,20	\$1,97	-23,80%
2012	\$10,61	\$8,10	\$2,51	27,42%
2013	\$10,63	\$7,50	\$3,13	24,95%
2014	\$10,06	\$7,00	\$3,06	-2,20%
2015	\$11,77	\$7,80	\$3,97	29,66%
2016	\$16,61	\$8,30	\$8,31	109,35%
2017	\$17,33	\$8,40	\$8,93	7,45%
2018	\$15,26	\$8,70	\$6,56	-26,57%

Fuente: elaboración propia adaptado de U.S. Securities and Exchange Commission (2018).  
En billones de dólares

Durante los primeros años su estrategia de sostenibilidad se centró en construir una base de principios sostenibles adecuada, unos cimientos, pero es a partir del 2015-2016 cuando se empiezan a implementar ciertas medidas más específicas tales como: incluir veinte nuevos modelos de vehículos completamente eléctricos en su cartera de productos, los cuáles se comercializarán nivel mundial para el 2023; reducción de la cantidad de energía utilizada en un 15%, obteniendo así un ahorro en costes de 135 millones de dólares; o invertir en el desarrollo de habilidades de liderazgo a través de la Iniciativa Mujeres en Acción (General Motors Sustainability, 2017).

Llevando a cabo las medidas anteriores GM genera unos flujos de caja mayores, y han ido aumentando con los años, demostrando así que tener en cuenta factores ASG en la estrategia del negocio ayuda a obtener resultados financieros positivos.

En segundo lugar, según el periódico electrónico Motorpasión (2016), la empresa automovilística Renault en 2016 se vio perjudicada tras unas pruebas que realizó ADAC (Club Alemán del Automóvil) para determinar el nivel real de emisiones de óxidos de nitrógeno y de CO2.

Las pruebas consistían en un EcoTest que determina si los niveles de esos gases, que provocan el efecto invernadero y son factores de riesgo para diferentes cánceres, se

sobrepasan de la marca estipulada. El resultado obtenido de uno de los modelos Renault, Captur, presentó un 377% de partículas de óxido de nitrógeno, y el modelo Clio IV 305%. Según los servicios antifraude de Francia, Renault engañó sobre los resultados de los controles y las emisiones de sus vehículos a los consumidores, utilizando “estrategias fraudulentas” como afirma el periódico Expansión (2017). Sin embargo, la compañía se mantiene firme y establece que ninguno de sus vehículos tiene ningún tipo de sistema que truque dichas emisiones y, por consiguiente, no ha violado las normas europeas o francesas.

Antes de que acabase el proceso judicial por el que Renault estaba acusado, se hizo eco de la noticia y ello afectó a los resultados de la compañía, lo que produjo, entre otros factores, un descenso del flujo de caja libre en los siguientes años.

**Tabla 3: Flujos de caja libre Renault 2014-2018**

	FLUJO DE CAJA OPERATIVO	CAPEX	FLUJO DE CAJA LIBRE	CRECIMIENTO
2014	\$3,97	\$1,74	\$2,23	
2015	\$6,04	\$1,96	\$4,08	82,96%
2016	\$4,39	\$2,22	\$2,17	-46,81%
2017	\$5,70	\$3,60	\$2,10	-3,23%
2018	\$6,29	\$4,41	\$1,88	-10,48%

Fuente: elaboración propia adaptado de Marker Watch (2019)  
En billones de dólares

Es en el año 2016 cuando se publica la noticia y como se puede observar de la Tabla 3, entre los años 2015 y 2016 se produce una disminución de los flujos de caja libres de \$1,91 billones de dólares y es en 2016 cuando el flujo de caja operativo pasa de \$6,04 billones de dólares a \$4,39 billones de dólares. Se da una disminución continuada del flujo de caja libre llegando a los \$1,88 billones de dólares registrados en el año 2018. Estos resultados se deben a un aumento del CAPEX en un 18,60% de media y a un ligero incremento interanual de los flujos de caja operativos.

Renault, sin embargo, está llevando a cabo ciertas medidas sostenibles como la fabricación de coches completamente eléctricos como es el modelo Zoe, siendo uno de los vehículos más vendidos en Europa en lo que va de año.

En conclusión, del análisis efectuado, se desprende que las diferentes medidas sostenibles y responsables que lleva a cabo GM influyen de manera positiva en los resultados de la empresa y cómo, al contrario, decisiones empresariales como las de Renault que afectan a la sociedad y al medio ambiente perjudican a la compañía. Como se viene indicando, esto se debe a la relación de confianza que generan las diferentes compañías con los *stakeholders*. GM ha percibido que la empresa crea valor para el cliente preocupándose por la sostenibilidad y por ello ha decidido convertir su estrategia de sostenibilidad en su estrategia de negocio.

## **5.2. MITIGACIÓN DEL RIESGO SISTEMÁTICO**

El valor de la empresa también puede verse incrementado por la reducción del riesgo sistemático. Este riesgo es inherente a las operaciones de una empresa y aparece manifestado a través del coste de capital de la empresa.

Muchas empresas pueden disminuir el riesgo si mediante acciones responsables y sostenibles intentan reducir la conciencia negativa que la sociedad tiene de las mismas, y tienen intención de llevarlas a cabo de manera largoplacista. Este tipo de compañía, también llamadas “controvertidas”, son aquellas que pertenecen a la industria del tabaco, el alcohol o los juegos de azar.

Las empresas “controvertidas” ven la actuación sostenible y responsable como un enfoque estratégico que hará obtener a su negocio una serie de beneficios. De hecho, muchas de ellas se dirigen a sus clientes con ciertas actividades responsables y sostenibles (Porter y Kramer, 2011) y ven llevar a cabo prácticas sostenibles y responsables como una estrategia, una oportunidad y no como un coste. Un ejemplo de ello es la compañía British American Tobacco, que a pesar de pertenecer al grupo de “controvertidas”, lleva a cabo medidas sostenibles. La compañía está comprometida con reducir el impacto del tabaquismo ofreciendo a los consumidores una gama de productos de menor riesgo como son los cigarrillos electrónicos o tabaco de mascar. Ésta fue la primera empresa

“controvertida” en formar parte del Dow Jones Sustainability Index, y lo sigue siendo diecisiete años después.

Muchas de ellas, en cambio, no tienen la intención de integrar este tipo de actividades como una estrategia a largo plazo, pero sí como un intento de reducir su impacto negativo y la percepción pública desfavorable. De manera que, si los inversores finalmente son conscientes de que el verdadero objetivo de la empresa es contrarrestar su pecaminosidad mediante las acciones responsables y sostenibles, resultará contraproducente porque el público en general se dará cuenta de ello, las penalizarán y aumentará el riesgo de la empresa (El Ghoul, Guedhami, Kwok y Mishra, 2011).

Por todo lo anterior, se puede afirmar que el riesgo total de la empresa está relacionado de manera significativa con la actuación responsable y sostenible de las empresas, incluso con aquellas que son “controvertidas”.

### **5.3. AUMENTO DE LA RENTABILIDAD**

El objetivo final del inversor es un aumento de la rentabilidad de su cartera. Integrar los factores ASG en la estrategia de negocio hace que aumente la valoración de la empresa. Esta afirmación se explicará a través de dos estudios elaborados recientemente.

En primer lugar, Robert Eccles, Ioannis Ioannou y George Serafeim realizaron un estudio en el año 2012 sobre el impacto de la sostenibilidad corporativa en los procesos organizacionales y en el desempeño de diferentes compañías. Para poder elaborarlo, escogieron una muestra de ciento ochenta empresas, de las cuales noventa se preocupaban por cuestiones sostenibles, y las otras noventa no. Durante quince años, en concreto entre el año 1993 y el año 2009, siguieron el precio de las acciones de todas ellas y llegaron a la conclusión de que aquellas empresas que tienen en cuenta los factores ASG son capaces de superar en rendimiento financiero a aquellas que no son sostenibles. Mediante este estudio demuestran que las compañías pueden integrar en la cultura empresarial este tipo de prácticas sin sacrificar la rentabilidad de sus accionistas, siendo ésta significativa más alta que las que pudiesen obtener si invirtiesen en negocios no sostenibles.

Para ello, observaron el desempeño en términos de rentabilidad de 1 dólar basándose en la ratio ROE. La inversión de 1 dólar a principios de 1993 en una cartera de firmas de alta sostenibilidad había crecido a 31,7 dólares a finales de 2010. En cambio, invertir 1 dólar en una cartera formada por empresas no sostenibles había incrementado hasta 25 dólares. Concluyeron que la cartera de firmas sostenibles había superado en rentabilidad, en catorce de los dieciocho años que las siguieron, a aquellas que no tienen en cuenta los factores ASG.

En segundo lugar, un estudio de Carbon Disclosure Project (2014) establece que aquellas empresas que incorporan sostenibilidad en sus estrategias superan en resultados financieros a aquellas que no lo hacen. Se trata de una organización no gubernamental internacional referente en la publicación y distribución de datos medioambientales oficiales de las compañías. Los inversores a través del cuestionario que realiza esta organización a la que contratan, identifican qué elementos sobre el cambio climático las diferentes empresas tienen en cuenta, la contabilidad de las emisiones de gas de efecto invernadero y la gestión de riesgos.

Para obtener los resultados de dicho estudio se ha tomado como muestra aquellas empresas líderes del índice S&P 500. La organización realiza un cuestionario y las compañías a partir de las respuestas que estas dan obtiene una puntuación del 0 al 100 en función del nivel de divulgación y transparencia, y una puntuación de la A a la E en base a su *performance*. Posteriormente, se dividen en cinco grupos: cuatro cuartiles y aquellas empresas que no respondieron, entre las que se incluyen aquellas que se negaron a participar, las que no respondieron y aquellas que aportaron información, pero no rellenaron el cuestionario.

Esta organización establece que los inversores a los que representa buscan empresas con una calidad de gestión superior que asignen eficientemente el capital y maximicen la rentabilidad operativa. La calidad se mide en términos de resultados financieros, incluyendo el rendimiento del capital, la estabilidad de las ganancias y el crecimiento de los dividendos.



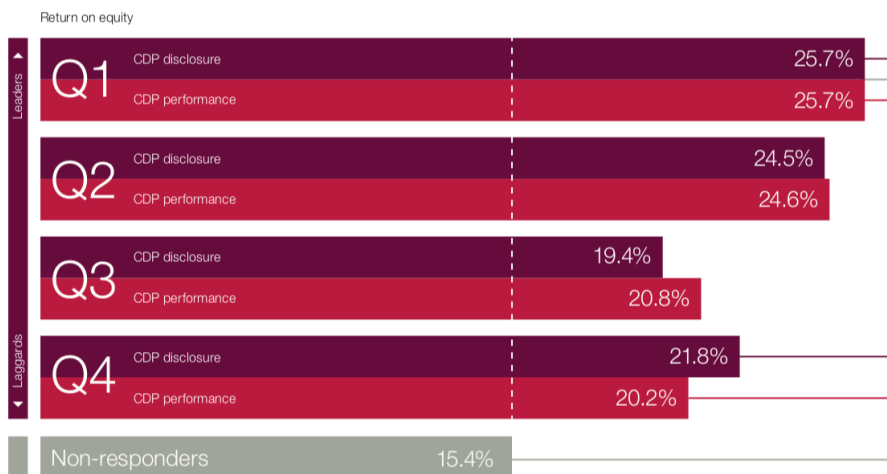
### 5.3.1. ROE O RENTABILIDAD FINANCIERA

Las compañías líderes de cada industria, en función de las respuestas obtenidas del cuestionario, que forman parte del S&P 500, es decir, los que forman parte del primer cuartil, en 2014 generaron un ROE significativamente más alto que el resto de sus competidores. Este cuartil está formado por las mejores compañías en función de las respuestas sobre el nivel de transparencia en relación al cambio climático y las emisiones de gases, en concreto, el 25% que mayor puntuación han obtenido.

Como se puede observar en la Figura 4, las empresas que pertenecen al primer cuartil destacan con un ROE medio de 25,7%, que es un 18,4% más alto que el del cuarto cuartil, las cuales obtienen un ROE del 21,8%. Por otra parte, las compañías sostenibles tienen un valor de mercado un 66% superior que el resto de las empresas de su sector con una capitalización de mercado promedio de \$62,5 billones en comparación con el promedio del S&P 500 de \$37,6 billones.

Los negocios que se encuentran en el primer cuartil en comparación con el resto de las empresas de su sector son un 66% más valiosos con una capitalización de mercado promedio de \$62,5 billones en comparación con el promedio del S&P 500 de \$37,6 billones.

**Figura 4: ROE por cuartiles**



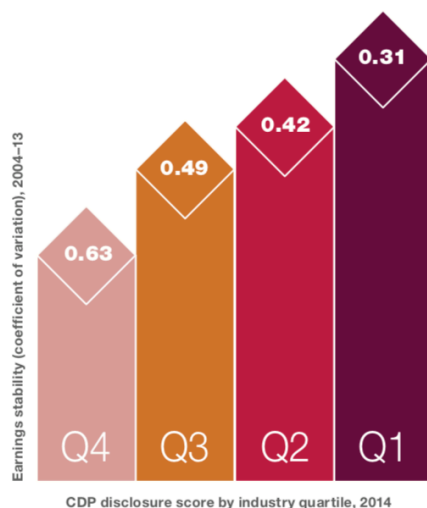
Fuente: Carbon Disclosure Project (2014)

Como se puede observar, aquellas empresas que se incluyen en el primer cuartil, e incluso en el segundo, presentan un ROE dilatadamente mayor que aquellas empresas que están integradas en el tercer y cuarto cuartil. Estas últimas son las que peor puntuación han obtenido del cuestionario, y por tanto, no son compañías líderes en este aspecto.

### 5.3.2. VOLATILIDAD Y AUMENTO DE DIVIDENDOS

Además de un incremento de la rentabilidad, una de las características más distintivas de las empresas que tienen en cuenta factores sostenibles es la capacidad de estabilidad de los beneficios a lo largo de los ciclos económicos. Se da una mayor estabilidad de las ganancias en aquellas empresas con mejor puntuación. Entre el año 2003 y el año 2014, las empresas pertenecientes al primer cuartil presentaban un coeficiente de variación un 50% más bajo, de manera que tienen una mayor estabilidad de las ganancias en comparación con el resto de sus competidores sobre la gestión del cambio climático, es decir, comparando el primer cuartil con el cuarto cuartil.

**Figura 5: Coeficiente de variación por cuartiles**

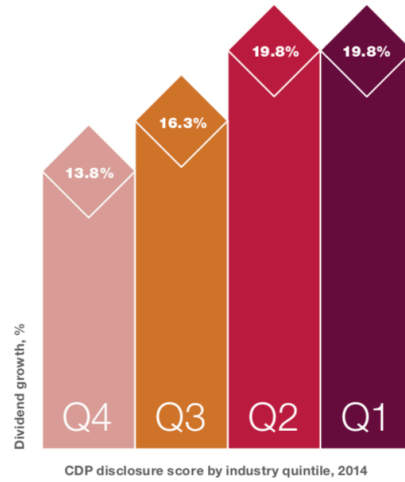


Fuente: Carbon Disclosure Project (2014)

Por otra parte, se puede observar en la Figura 6, las empresas que pertenecen al primer cuartil han experimentado un mayor crecimiento en los dividendos, con un promedio de 19,8% para los inversores entre el año 2010 y el año 2013, en comparación con el 13,8% de las empresas que pertenecen al cuarto cuartil. De esta manera, la capacidad de las

compañías para aumentar los dividendos a los accionistas puede verse como otro fuerte reflejo de la calidad de la gestión.

**Figura 6: Crecimiento de dividendos por cuartiles**



Fuente: Carbon Disclosure Project (2014)

## **6. ÍNDICES SOSTENIBLES**

Con el crecimiento de las inversiones sostenibles y la inexistencia de índices que recogiesen únicamente empresas sostenibles y responsables, se creó por primera vez un índice sostenible en 1990.

Los índices sostenibles son indicadores bursátiles integrados por compañías que cotizan y que tienen en cuenta los factores ASG en sus prácticas diarias. Estos índices se toman como referencia para observar el comportamiento de determinadas empresas sostenibles y responsables, sirviendo como ejemplo para otras muchas.

El primer índice sostenible fue el anteriormente llamado Domini 400 Social Index. Actualmente, se denomina MSCI KLD 400 Social Index y está formado por 400 empresas que cumplen ciertos requisitos sobre sostenibilidad. Los candidatos potenciales para este índice tendrán registros positivos en temas como las relaciones laborales y humanas, la seguridad de los productos, la seguridad ambiental y el gobierno corporativo.

Concretamente, nueve años más tarde, se creó uno de los índices sostenibles más importantes, el Dow Jones Sustainability Index (DJSI en adelante). Actualmente existen más de quince índices y algunos de ellos presentan ciertos requisitos específicos para poder formar parte de ellos como son los siguientes: FTSE Environmental Opportunities, especializado en cuestiones ambientales, Calvert Social Index, especializado en ética, o el Stoxx Euro Christian, especializado en la religión. Uno de los más recientes y de gran importancia es el FTSE4Good que se lanzó en 2001, el cual se aborda más adelante.

**Figura 7: Comparativa índices bursátiles sostenibles y tradicionales entre 2002 y 2019**



Fuente: Bloomberg (2019)

Como se puede observar de la Figura 7, los índices sostenibles (Dow Jones Sustainability World Index, en color blanco, y FTSE4Good Global Index, en color naranja) parecen haber tenido una menor rentabilidad que los índices tradicionales en términos generales. La realidad es que las rentabilidades de todos los índices entre el año 2002 y el año 2008 no presentaban una gran diferencia, pero es a partir de la gran crisis financiera que salta en el año 2008 cuando se empieza a observar un incremento de la rentabilidad de los índices bursátiles tradicionales, entre los que destacan el índice S&P 500 (color amarillo) y el MSCI World Index (color verde). Por lo tanto, la tendencia de los índices sostenibles, como presenta la Figura 7 es alcista, a pesar de haber experimentado en 2018 una leve caída. En dicho año cae la rentabilidad de la mayoría de la renta variable global. Por tanto, la renta variable sostenible se comporta de la misma manera.

## 6.1. ÍNDICE DE SOSTENIBILIDAD DOW JONES

El índice de sostenibilidad Dow Jones (en adelante DJSI, por sus siglas en inglés) es una familia de índices lanzada en 1999 como consecuencia de una colaboración entre S&P

Dow Jones Indexes y RobecoSAM (RobecoSAM, 2018). RobecoSAM es una compañía internacional de inversión global con un enfoque específico en inversiones sostenibles. Ésta tiene en cuenta los factores ASG en sus estrategias de inversión, es la más antigua del mundo y un punto de referencia para la inversión sostenible. La familia de índices está formada por un conjunto de tres subgrupos, los cuáles se recogen en la tabla incluida a continuación.

**Tabla 4: Índices según región geográfica**

<b>REGIÓN GEOGRÁFICA</b>	<b>ÍNDICE</b>
<i>DJSI GLOBAL</i>	Dow Jones Sostenibilidad Global
	Dow Jones Sostenibilidad Global Ampliado
	Dow Jones Sostenibilidad Mercado Emergente
<i>DJSI POR REGIONES</i>	Dow Jones Sostenibilidad Asia
	Dow Jones Sostenibilidad Europa
	Dow Jones Sostenibilidad Norte América
<i>DJSI POR PAÍSES</i>	Dow Jones Sostenibilidad Australia
	Dow Jones Sostenibilidad Canadá
	Dow Jones Sostenibilidad Corea
	Dow Jones Sostenibilidad Chile

Fuente: elaboración propia adaptado de RobecoSAM (2018)

Asimismo, S&P Dow Jones Indexes y RobecoSAM han creado distintas versiones de índices en función de los objetivos y necesidades de los inversores, excluyendo algunos sectores y países como los del tabaco, alcohol o los juegos de azar.

Cada uno de los índices estará formado por un conjunto de empresas las cuáles serán seleccionadas en función de los resultados de la encuesta anual sobre sostenibilidad corporativa de RobecoSAM (RobecoSAM, 2018).

El primer paso en el proceso de selección de empresas es la determinación de qué empresas serán invitadas a participar en el proceso de selección. La Tabla 5 muestra el

número de empresas candidatas de cada índice específico para formar parte de cada uno de los subíndices del DJSI.

**Tabla 5: Empresas invitadas en función del índice**

<b>ÍNDICE</b>	<b>EMPRESAS INVITADAS</b>
<i>DJSI GLOBAL</i> <i>DJSI GLOBAL AMPLIADO</i>	2.500 empresas más grandes del S&P Global BMI
<i>DJSI MERCADOS EMERGENTES</i>	800 empresas más grandes de mercados emergentes del S&P Global BMI
<i>DJSI ASIA</i>	600 empresas más grandes de mercados desarrollados de Asia del S&P Global BMI
<i>DJSI EUROPA</i>	600 empresas más grandes de mercados desarrollados de Europa del S&P Global BMI
<i>DJSI NORTE AMÉRICA</i>	600 empresas más grandes de mercados desarrollados de Norte América del S&P Global BMI
<i>DJSI AUSTRALIA</i>	Todo S&P ASX 200
<i>DJSI COREA</i>	200 empresas más grandes de mercados desarrollados de Corea del Sur del S&P Global BMI

Fuente: elaboración propia adaptado de RobecoSAM (2018)

Todas estas compañías completarán un cuestionario de 80-120 preguntas incluyendo la entrega de la documentación pertinente con el objetivo de verificar cada una de las respuestas. Cada empresa será puntuada entre 0 y 100 puntos, pero sólo el “mejor de su clase” de cada región o país pasará a formar parte del índice. Tomando como ejemplo el DJSI de Mercados Emergentes. Este índice está formado por los líderes en sostenibilidad de mercados emergentes según RobecoSAM, y formarán parte de él, el 10% de los negocios que componen el índice S&P Broad Market Index (BMI) que mejor sean valorados en función de los factores ASG.

Una vez admitida la empresa en el índice, se realizará un seguimiento para determinar los posibles problemas que se puedan dar y que, consecuentemente, podrían llevar a la exclusión de la compañía de dicho índice como, por ejemplo: abusos de derechos humanos, corrupción, desigualdad de género, etc. Cada índice se reequilibra una vez al año en septiembre.

Actualmente, para la composición del índice DJSI Global se cuenta con 3.504 empresas del Dow Jones Global Total Stock Market Index (DJGTSMI), representando a más de sesenta industrias y más de treinta países. Teniendo en cuenta los criterios de sostenibilidad, se selecciona al 10% de las que empresas que más criterios cumplan. Y así resultan escogidos los 317 miembros.

De entre todas las compañías invitadas a participar en el proceso de selección, veintinueve fueron españolas el pasado año, y quince entraron en el índice DJSI Global. Las empresas que estaban presentes en 2017 eran Ferrovial, Gamesa, Inditex, Amadeus, Endesa, Indra, Naturgy, CaixaBank, Enagás, Iberdrola, Red Eléctrica y Banco Santander; contando con BBVA, MAPFRE y Bankinter como nuevas incorporaciones en este nuevo año (Deloitte, 2019). Según Spainsif, “son tres las empresas españolas que lideran sus respectivos sectores: Naturgy lidera el sector Gas, Inditex, el sector Distribución y Enagás, el sector Oil and Gas Almacenamiento y Transporte.” (Spainsif, 2019).

## **6.2. ÍNDICE FTSE4GOOD**

El índice FTSE4Good (Financial Times Stock Exchange For Good) se compone de una serie de índices bursátiles creado en 2001 diseñado para medir el desempeño de las empresas que muestran prácticas siguiendo los factores ASG. Dentro de este índice existen una serie de sectores o industrias excluidas por representar valores y principios indudablemente contrarios a la inversión sostenible y responsable. Éstos son las compañías tabaqueras, empresas que suministran servicios o piezas estratégicas o que fabrican sistemas de armamento nuclear, propietarios u operadores de centrales nucleares, etc. La inclusión en este índice se da en función de una serie de criterios y para ello se apoya en un comité asesor llamado EIRIS (Ethical Investment Research Service, en



español Expertos en Soluciones de Inversión Responsable) que realiza la búsqueda y selección de empresas (Collison, Cobb, Power y Stevenson, 2009).

En primer lugar, en 2002 se fortalecieron los criterios medioambientales y las empresas pueden ser clasificadas en función del impacto de las mismas. De esta manera, aquellas que presenten más riesgo de dañar el medioambiente, tendrán que cumplir de manera más estricta los criterios requeridos. Entre estas se encuentran los sectores del petróleo, gas y las actividades aeroespaciales. Los criterios de inclusión medioambientales se pueden resumir en una presencia de una política medioambiental, identificación de impactos significativos, esquemas de procesos y responsabilidades, planes de acción y procedimientos (FTSE, 2016).

En segundo lugar, el criterio de inclusión de derechos humanos, de la misma manera que el medioambiental, depende del impacto de sus actividades en dichos derechos y fueron incluidos en esta prueba en el año 2003. Entre los criterios de inclusión se encuentra una política que cubra los derechos humanos, convenios fundamentales sobre igualdad de oportunidades, libertad de asociación y de negociación colectiva, o directrices que rigen el uso de armas por guardias de seguridad basadas en los Principios Básicos de las Naciones Unidas sobre el uso de la fuerza y de armas de fuego por los funcionarios encargados de hacer cumplir la ley o en el Código de conducta (FTSE, 2016).

En tercer lugar, en 2004 el Grupo FTSE anunció criterios relacionados con los principios e iniciativas en la gestión de la cadena de suministro. Estos factores se basan en los derechos laborales fundamentales y estos criterios sólo serán de aplicación a las empresas que están expuestas a riesgos más altos. Según el informe de FTSE sobre la inclusión de estos criterios hay tres fases para determinar qué empresas están expuestas a estos riesgos tan altos, y estos son: los productos que la empresa comercializa, los países de los que se abastece y la exposición a estos mercados en términos de ingresos, es decir, la proporción de ingresos que se obtiene de productos o países de alto riesgo. De esta manera, las empresas que superen esta criba deberán cumplir los criterios de las normas de la cadena de suministro, entre las que se encuentran: visitas/auditorías a algunos proveedores, la política se comunica a los proveedores de todo el mundo, la responsabilidad estratégica

de la implementación de la política/código recaerá en uno o más miembros del consejo de administración o altos ejecutivos/administradores, etc.

En cuarto lugar, el Comité de FTS4Good reconoció en 2006 que la lucha contra el soborno es una materia de relevante importancia. En consecuencia, ha incluido una serie de criterios para determinar si ciertas compañías son potencialmente arriesgadas para verse involucradas en el soborno. Como sucede con algunos de los anteriores criterios, este sólo se aplica a aquellas empresas de alto riesgo. Se identifican a éstas dependiendo de tres factores que son el sector (químico, minero, aeroespacial y defensa, farmacéutico, hostelería, etc), el país (puntuación del 4 al 0 en el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional) y los contratos públicos (las compañías con contratos gubernamentales o públicos, o dónde una licencia por parte del gobierno es necesaria para poder operar en dicho país), de manera que una empresa que se encuentra en alto riesgo en los tres factores se considerará finalmente como compañía de alto riesgo.

En quinto lugar, el grupo FTSE incluyó en 2008 el factor climático. En este caso, las empresas de mayor o menor impacto se clasifican en función de las emisiones del gas efecto invernadero. Lo que se pretende es que, en el futuro, a medida que maduren las políticas de los gobiernos, los marcos internacionales y las respuestas corporativas, los criterios serán más congruentes con las demandas de sostenibilidad a largo plazo. Entre los criterios se encuentran: la responsabilidad de la junta directiva por cuestiones relacionadas con el cambio climático, objetivo estratégico a largo plazo de cuantificación significativa respecto a la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en funcionamiento, disminuir al menos en un 5% la intensidad del carbono, demostrar que la compañía se encuentra en el cuartil superior de las empresas de su subsector cuando se evalúa según las métricas de eficiencia de carbono aceptadas, etc.

Una vez determinados los criterios, para que las compañías puedan formar parte del índice, éstas deben alcanzar una determinada puntuación demostrando que los factores ASG están presentes en sus prácticas. En caso de encontrarse en un mercado en desarrollo, se incluirán aquellas empresas que tengan una puntuación a partir de 3,1 sobre 5, y quedarán excluidas aquellas que presenten una puntuación menor a 2,7. En el caso de mercados emergentes, formarán parte aquellas con una calificación mínima de 2,5 y

no lo harán las empresas con un 2,1 o menos sobre 5. Adicionalmente, se descartarán aquellas que estén expuestas a importantes controversias, y se eliminarán aquellos negocios que formen parte de determinados sectores, lo cual se explicará más adelante.

La familia de los índices FTSE4Good se divide en Índice FTSE4Good Global, Índice FTSE4Good Europe, Índice FTSE4Good US, Índice FTSE4Good UK y, por último, se ha incorporado como miembro de la familia FTSE4Good dos índices regionales: Índice FTSE4Good Japan y Índice FTSE4Good IBEX.

Este último fue creado en 2008 por el grupo FTSE y Bolsas y Mercados Españoles. Este nuevo índice es una herramienta para la inversión sostenible y la mejora de las prácticas de las empresas y se evalúan en función de los criterios mencionados de EIRIS y su socio español ECODES (Estrategia de Conservación para el Desarrollo Sostenible). Está formado por treinta y cuatro empresas, y son candidatas aquellas que forman parte del IBEX 35 o del FTSE Spain All Cap, siempre y cuando cumplan los requisitos de inversión sostenible.

La rentabilidad del FTSE4Good IBEX a lo largo de los diez últimos años es muy similar a la rentabilidad del IBEX 35.

**Figura 8: Comparación IBEX 35 y FTSE4GOOD**



Fuente: elaboración propia adaptado de Espinós-Vañó, García y Oliver (2018)

La correlación entre ambos índices es de 0,99 y, por tanto, se comportan de manera muy parecida, debido a que la mayoría de las empresas que forman parte del índice FSE4Good IBEX también son integrantes del IBEX 35, en concreto las dos terceras partes. A pesar de un comportamiento parecido, el índice sostenible FTSE4Good presenta una rentabilidad mayor que el índice tradicional IBEX 35.

Las empresas con mayor ponderación del índice FTSE4Good IBEX son Telefónica, Banco Santander, BBVA, Repsol e Iberdrola, alcanzan una ponderación conjunta del 40% (Tabla 6). Las mismas compañías en el IBEX 35 representan en términos de capitalización un 45% del total de empresas, pero están formadas por otras que no cumplen los criterios en responsabilidad social corporativa como las empresas Grifols o Indra.

**Tabla 6: Empresas integrantes del índice IBEX 35 con mayor ponderación en el índice FTSE4GOOD IBEX**

<b>NOMBRE</b>	<b>SECTOR</b>	<b>CAPITALIZACIÓN (MIL €)</b>	<b>PONDERACIÓN %</b>
<i>TELEFÓNICA</i>	Telecomunicación	7.910	10,11
<i>BANCO SANTANDER</i>	Banca	7.316	9,35
<i>BBVA</i>	Banca	6.425	8,21
<i>IBERDROLA</i>	Servicios	5.464	6,98
<i>REPSOL</i>	Petróleo y energía	4.686	5,99
<b>TOTAL</b>		31.800	40,65

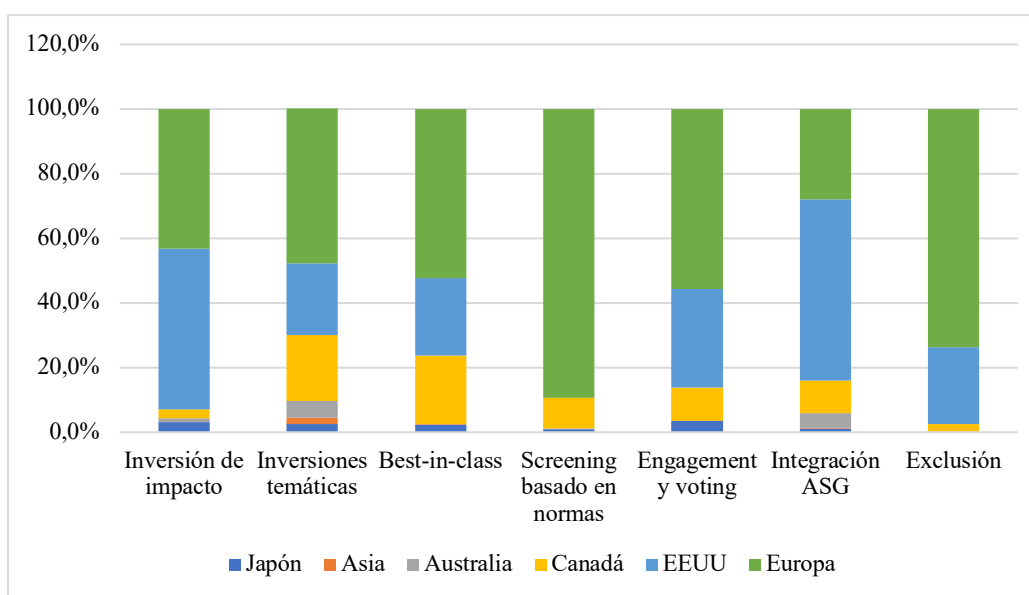
Fuente: elaboración propia obtenida de FTSE Group (2011)

## 7. FORMAS DE INTEGRACIÓN

A lo largo del tiempo no sólo ha crecido el número de inversiones sostenibles, sino también las formas en las que se invierte en esta temática. Hace unas décadas se aplicaba un criterio exclusivo únicamente sobre aquellas empresas que no eran éticas. Sin embargo, este concepto ha quedado obsoleto. En la actualidad, se incluyen también como criterios de selección aquellas prácticas empresariales que sean buenas, es decir, empresas que sirvan como modelo tanto en cuestiones de gestión como ambientales o sociales.

Como se puede observar en la Figura 9, existen siete prácticas distintas de inversión sostenibles y dependiendo de la región geográfica, el porcentaje de implementación de dichas estrategias varía.

**Figura 9: Estrategias por región geográfica**



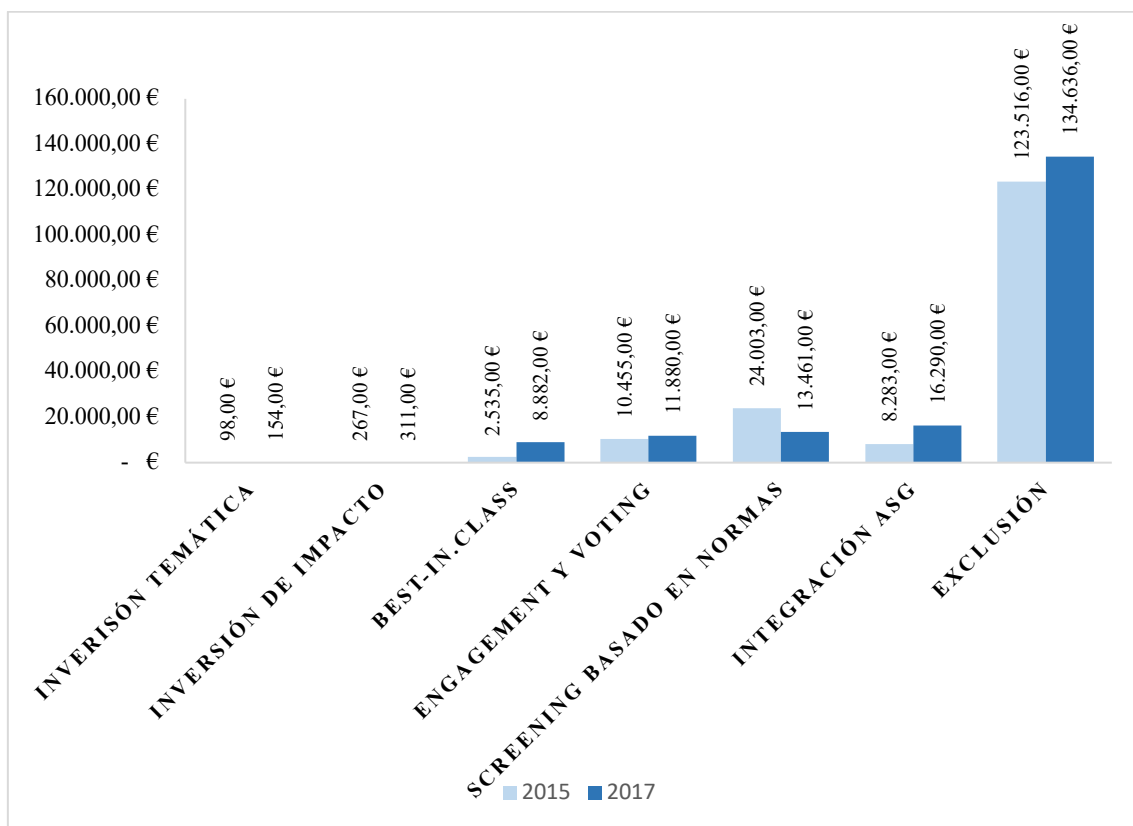
Fuente: elaboración propia adaptado de GSIA (2016)

La estrategia más utilizada a nivel mundial es la exclusión (15,02 billones de dólares), seguida de la integración de factores ASG (10,37 billones de dólares). En Europa la estrategia con mayor peso es la exclusión (con un crecimiento del 48% entre el año 2014 y el año 2016), mientras que en el resto de las regiones es la integración ASG. Al fijarse en la Figura 9, se percibe que es Europa la que presenta el mayor porcentaje de la

estrategia screening basado en normas. Esto se debe a que del volumen total de dólares invertidos en inversiones sostenibles a través de esta estrategia (cerca de siete billones de dólares), es Europa quién invirtió casi seis billones de dólares.

Las estrategias de mayor crecimiento en Europa, aunque las más pequeñas en términos de dólares absolutos, fueron la inversión en impacto (146%) y la inversión en la temática de sostenibilidad (140%), siendo Europa y Estados Unidos los mayores contribuyentes a estas dos categorías.

**Figura 10: Activos gestionados con estrategia ISR en España**



Fuente: elaboración propia adaptado de Spainsif (2018).  
En millones de euros

Igual que sucede en Europa, en España la estrategia más utilizada es la exclusión. Esto se debe a que el modo de operar y de invertir se basa en criterios muy estrictos, que más adelante se explicarán. Como se puede observar en la Figura 10, dicha estrategia ha

crecido un 9% entre el año 2015 y el año 2016, a una tasa menor que años anteriores, y se debe a que actualmente se están incorporando otras estrategias a la hora de invertir.

A continuación, se explicará cada una de las estrategias detalladamente.

## **7.1. EXCLUSIÓN**

La exclusión, también llamado screening negativo, es la estrategia más empleada de inversión sostenible en Europa y en España, y la más antigua, utilizándose al principio del siglo XVIII, siendo los cuáqueros quienes comenzaron a alienar sus objetivos de inversión con sus principios morales. Se trata de un cribado negativo, de manera que, de entre todas las empresas que son candidatas para formar parte de la cartera de inversión de un cliente, se descartan aquellas que cumplan ciertos criterios específicos (Spainsif, 2018). Algunos ejemplos son las compañías relacionadas con la pornografía, el tabaco, la producción y venta de armas o el alcohol.

**Figura 11: Funcionamiento de la estrategia de exclusión**



Fuente: elaboración propia adaptado de Spainsif 2016

Esta estrategia sigue siendo hoy en día la más común a escala global, suponiendo el 36% del total de activos bajo gestión ASG.

Según el periódico The Guardian (2008), esta estrategia es llevada a cabo en tres diferentes niveles en función de cómo de estrictos son los criterios que se aplican. En primer lugar, se encuentran los fondos “*light green*” cuyos gestores tienen un mandato menos restrictivo ya que pueden incluir en la cartera de sus clientes empresas dedicadas a la experimentación con animales, a los pesticidas y al comercio de pieles, pero normalmente excluyen armamento, alcohol, tabaco, juegos de azar, pornografía o energía



nuclear. En segundo lugar, los fondos “*medium green*” tienen en cuenta matices más estrictos que los anteriores, pero permiten ciertas empresas de productos químicos, por ejemplo. Por último, están los fondos “*dark green*” los cuáles aplican criterios minuciosos, no sólo excluyendo a aquellas compañías que no cumplan ciertos criterios sino invirtiendo sólo en empresas que buscan activamente mejorar el medio ambiente o beneficiar a la comunidad.

## **7.2. SCREENING BASADO EN NORMAS**

Este análisis es un método que analiza la compatibilidad de las posibles inversiones con normas mínimas de práctica empresarial internacional sobre protección del clima, los derechos humanos, las condiciones de trabajo y los planes de acción contra la corrupción (CSSP, 2019). Entre las normas mundiales se encuentran las iniciativas y las directrices de la Organisation for Economic Co-operation and Development para Empresas Multinacionales, la Declaración Tripartita de Principios sobre Empresas Multinacionales y Política Social de la OIT, el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y, más recientemente, los Principios Rectores de las Empresas y los Derechos Humanos. Mediante éstas, se puede calificar el comportamiento de las empresas en relación a los principios y objetivos determinados tanto a nivel europeo como mundial.

Previamente, para valorar si finalmente una compañía ha violado las directrices o iniciativas internacionales de obligado cumplimiento, se han de seguir unos pasos determinados.

En primer lugar, es necesario realizar una serie de investigaciones internas sobre las posibles violaciones de una empresa determinada, a partir de las denuncias interpuestas contra dicha empresa. En segundo lugar, ISS-Ethix (líder mundial en proveer soluciones de gobierno corporativo e inversión responsable) es quién hace estas indagaciones sobre los antecedentes sociales, ambientales, económicos, políticos y de gobierno corporativo, y proporciona soluciones ante las distintas situaciones que se pueden dar (ISS-Ethix, 2015). Esta empresa asesora a los propietarios de activos y a los gestores de inversiones que representan una serie de activos bajo gestión ASG, y ayuda a los inversores institucionales a desarrollar políticas e implementar estrategias para la inversión

sostenible y responsable (Bloomberg, 2019). El objetivo final de la investigación es determinar las responsabilidades tanto de la empresa como de otras compañías que hayan participado en dichas prácticas u organizaciones gubernamentales o intergubernamentales. Para determinar si finalmente la empresa debe ser excluida o no, se deben tener en cuenta ciertos factores como si la prueba del incumplimiento es convincente y fiable, si se trata de una práctica repetida y la reacción de la empresa ante la acusación (BeAMA, 2013).

Por último, es importante el diálogo entre la empresa y los *stakeholders* para poder llevar a cabo una correcta investigación. Como parte de este diálogo, se informa a la empresa sobre la alegación y se le ofrece la oportunidad de presentar su posición.

### **7.3. BEST IN CLASS**

Esta estrategia es una forma de selección inclusiva y significa “lo mejor de su clase”. Los inversores no excluyen ningún sector o industria, sino que sólo incluyen en sus carteras aquellas compañías que muestran mejores resultados en términos sostenibles, es decir, aquellas que tienen en cuenta los factores ASG. Las empresas más sostenibles de un sector sirven como punto de referencia para ser igualadas o superadas.

Por ejemplo, el Dow Jones Sustainability Index el cuál se ha descrito anteriormente, sigue este principio, seleccionando sólo al 10% de las empresas que mejor cumplen los criterios ASG de todas aquellas que cotizan en el Dow Jones Global Index.

### **7.4. INTEGRACIÓN ASG**

El método para invertir en inversiones sostenibles a través de esta estrategia es algo similar al descrito anteriormente. Los inversores no criban de forma negativa ninguna empresa o industria, sino que incluyen aquellas que tengan en cuenta los factores ASG. La diferencia emana del porcentaje que tiene en cuenta la estrategia *best in class* ya que ésta sólo integra en su cartera a “lo mejor de su clase”, mientras que la integración ASG incluye a todas aquellas que cumplan con los requisitos que establezca el cliente.

## **7.5. INVERSIÓN DE IMPACTO**

Este tipo de estrategia tiene como objetivo alcanzar un beneficio sostenible y responsable, y al mismo tiempo generar beneficios financieros. El tipo de táctica para poder desarrollar esta estrategia es invertir en empresas que pongan soluciones a problemas sociales como el acceso a agua potable o suministro de energía no contaminante. Invertir en estas organizaciones tiene un impacto directo y significativo para las personas en situación de pobreza, y en muchos casos también ofrece un retorno financiero.

Para que las empresas puedan dirigir todas sus iniciativas, a menudo necesitan financiación de distintos tipos como deuda o subvenciones.

En 2018, por ejemplo, se creó un fondo de veinticinco millones de dólares, African Agricultural Capital Fund (AACF), con el fin de catalizar el crecimiento de las pequeñas empresas agrícolas en toda África oriental.

En España, por ejemplo, existe una plataforma llamada La Bolsa Social sobre financiación participativa formada por empresas que producen un impacto positivo en la sociedad. En la actualidad se han financiado ya doce empresas por valor de aproximadamente de tres millones de euros. La venta de un negocio de espacios de coworking, Utopic\_us, es uno de los ejemplos de éxito. Tanto la compañía compradora, la inmobiliaria Colonial, como los inversores que financiaron el proyecto han obtenido una rentabilidad del 81% en sólo veinte meses (La Bolsa Social, 2019).

En suma, la inversión de impacto está teniendo un efecto positivo tanto a nivel nacional como internacional. No sólo los inversores obtienen rentabilidad, sino que benefician a la comunidad brindándola nuevas oportunidades para desarrollar servicios, infraestructura y generar empleos.

## **7.6. ENGAGEMENT Y VOTING**

En primer lugar, la estrategia de engagement o diálogo activo es, según Spainsif, “una estrategia que cada vez aplican más los inversores institucionales, como negociación previa al ejercicio de los derechos accionariales o la desinversión por no aplicar criterios ASG”. Se trata de una comunicación fluida entre la empresa y los inversores, de manera

que estos últimos trasladan a los primeros sus preocupaciones tanto extrafinancieras como aquellas relacionadas con los criterios ASG (Naciones Unidas, 2018).

Este tipo de estrategia ayuda a los negocios a comprender y aclarar las cuestiones ASG que afectan en alguna manera a la misma. A través de este método, se pretende perfeccionar la transparencia y la comunicación mejorando así la imagen que tenían los inversores de la compañía.

Por otra parte, este diálogo activo entre los inversores y la empresa puede ayudar a esta última a mejorar su área de conocimiento en lo referente a los factores ASG. Mediante la comunicación, los negocios pueden descubrir nuevas tendencias emergentes y saber cómo se les percibe a ellos en comparación con sus competidores.

En segundo lugar, la estrategia voting o voto activo, según Spainsif (2018), “se refiere a la capacidad que tienen los accionistas de votar en las Juntas de Accionistas.” Por tanto, en dichas juntas los inversores pueden dejar constancia de su voluntad sobre ciertas iniciativas relacionadas con los factores ASG que lleven a cabo las empresas, es decir, votando en contra o favor (Naciones Unidas, 2018).

El diálogo y la votación están interrelacionadas. Los inversores podrían iniciar un diálogo con las empresas antes de la temporada de votaciones en relación con temas especialmente polémicos como la remuneración, la estructura del Consejo de Administración o los derechos de los accionistas, y luego iniciar un compromiso más profundo para lograr un cambio necesario en el gobierno corporativo.

## **7.7. INVERSIONES TEMÁTICAS**

La inversión temática consiste en seleccionar un tema relacionado con los factores ASG y crear una cartera especializada de valores relacionados. Para llevarla a cabo se elige un objetivo no financiero o un sector determinado en el que el inversor quiera mejorar siempre que sea relacionado con los criterios ASG, y posteriormente, se determina un vehículo de inversión adecuado con el que alcanzar el objetivo, generando a la vez una rentabilidad financiera. Entre los objetivos se pueden encontrar: mejora de la alfabetización en los países en desarrollo, la inversión en atención sanitaria en zonas desfavorecidas, el suministro de agua potable limpia en zonas que sufren de falta de

saneamiento o la promoción de la agricultura sostenible. Cada vez más, los inversores temáticos se centran en empresas de tecnología que desarrollan nuevas soluciones a viejos problemas como la falta de envases sostenibles, el uso ineficiente del agua en regiones secas o los problemas asociados con el almacenamiento de baterías.

Por ejemplo, Blackrock tiene un fondo llamado Future of Transport Fund. Este fondo reconoce la oportunidad que presenta el crecimiento esperado del transporte eléctrico. El fondo busca invertir en compañías que se beneficiarán de que el transporte se vuelva más eléctrico, dependiendo así menos del petróleo; autónomo; y “conectado”, vinculado a internet. Establecen que invertirá, por ejemplo, en empresas que fabrican componentes para vehículos eléctricos que fabrican materiales para baterías como el litio (Blackrock, 2018).

## 8. FONDOS DE INVERSIÓN SOSTENIBLES Y ACTORES RELEVANTES

Desde que llegaron a Europa los fondos de inversión sostenibles no han dejado de crecer. Bien es cierto que algunos países como Reino Unido, Francia o Suiza suponen la mayoría de los fondos sostenibles que existen en Europa, en concreto un 68%.

Como muestra la Tabla 7, aproximadamente la mitad de todos los fondos de inversión globales son gestionados en Europa, de los cuales aproximadamente el 2,5% son fondos sostenibles. Con el paso de los años, el número de fondos sostenibles ha ido incrementando a una tasa media de 10,61%, lo que significa que han crecido en torno a doce veces más que los fondos tradicionales por año.

**Tabla 7: Número de fondos de inversión europeos**

AÑO	GLOBAL	EUROPA	TASA DE CRECIMIENTO	SOSTENIBLES EUROPA	TASA DE CRECIMIENTO
2008	83782	48221		537	
2009	82991	46943	-2,65%	683	27,19%
2010	86301	48413	3,13%	879	28,70%
2011	92074	51100	5,55%	886	0,80%
2012	94390	51713	1,20%	884	-0,23%
2013	97931	52216	0,97%	922	4,30%
2014	101678	51724	-0,94%	957	3,80%
2015	106667	53212	2,88%	1204	25,81%
2016	110781	53513	0,57%	1138	-5,48%
TASA MEDIA			1,34%	TASA MEDIA	
				10,61%	

Fuente: elaboración propia adaptado de datos de Investment Company Institute (2018) y Vigeo Eiris Rating (2016)

Actualmente hay cerca de 1.200 fondos sostenibles en Europa, con altas expectativas de crecimiento, gestionando 96.000 millones de euros de patrimonio. Entre los más grandes en cuanto a volumen de activos bajo gestión se encuentran SAM Sustainable Water, Allianz Valeurs Durables y Fructifonds Valeurs Européé. Del total de fondos europeos, son españoles un 15%, es decir, ciento setenta son fondos sostenibles españoles.

Los fondos sostenibles españoles también han experimentado un extraordinario crecimiento a lo largo de los años. Como se observa de la Tabla 8 el número de fondos

entre el año 2009 y el año 2011 era inferior al que hay ahora y ello se debe a que la crisis económica y su posterior recuperación hizo mella en este tipo de inversión. Sin embargo, actualmente se está apreciando un importante crecimiento del número de fondos sostenibles comercializados en España aumentando a una tasa media interanual desde el año 2015 de 24,66%.

**Tabla 8: Número de fondos de inversión nacionales y extranjeros comercializados en España**

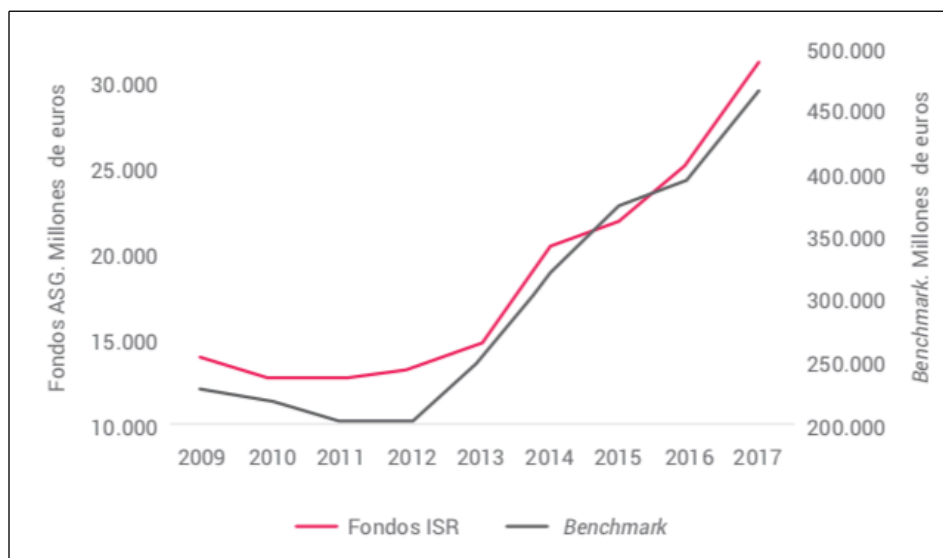
AÑO	SOSTENIBLES ESPAÑA	TASA DE CRECIMIENTO	ESPAÑA	TASA DE CRECIMIENTO
2009	80		1926	
2010	95	18,75%	2345	21,75%
2011	95	0,00%	2670	13,86%
2012	94	-1,05%	2611	-2,21%
2013	84	-10,64%	2532	-3,03%
2014	100	19,05%	2256	-10,90%
2015	162	62,00%	2238	-0,80%
2016	170	4,94%	2585	15,50%
2017	182	7,06%	2671	3,33%
TASA MEDIA		12,51%	TASA MEDIA	
			4,69%	

Fuente: elaboración propia adaptado de Spainsif (2018)

Bien es cierto que el crecimiento de los fondos se ha experimentado de manera más sólida en aquellos que tienen procedencia extranjera pero que son comercializados en España. Mientras los fondos de inversión sostenibles españoles han crecido de media cerca de un 9% interanual entre el año 2009 y el año 2017, los fondos extranjeros han aumentado 14,18%. Entre 2009 y 2014 el número de fondos extranjeros era de media setenta y siete, pero en el año 2015 aumentaron en un 70% manteniéndose constante hasta la actualidad.

No sólo ha crecido el número de fondos sino también el patrimonio gestionado por los mismos. Este incremento es extraordinario en el año 2013, debido a la salida de la recesión, produciéndose un aumento en torno a un 60% entre los años 2012 y 2014.

**Figura 12: Patrimonio gestionado por fondos de inversión sostenibles comercializados en España en comparación con el patrimonio total de fondos comercializados en España**



Fuente: Spainsif (2018)

La tendencia es positiva, siendo el crecimiento del patrimonio de fondos de inversión sostenible en torno a un 12% mayor en el año 2017 que el incremento del patrimonio del total de los fondos de inversión comercializados en España<sup>1</sup>. Como se observa en la Figura 12, la tasa de crecimiento de este tipo de fondos es superior a la del resto.

En el año 2018, ante esta tendencia alcista, numerosas instituciones han lanzado nuevos fondos sostenibles. Es el caso, por ejemplo, del Banco Santander. Es en ese año cuando comercializaron su tercer fondo de inversión (Santander Sostenible Acciones) completando así la gama de fondos sostenibles que ofrecen. El fondo invierte el 100% de su patrimonio en renta variable y está dirigido a un perfil de riesgo más elevado. Los otros dos fondos que integran esta gama son fondos mixtos, invirtiendo su patrimonio tanto en renta variable como en renta fija (Santander Sostenible 1 y Santander Sostenible 2). El Banco Santander considera que el mundo se encuentra en constante cambio y la sostenibilidad es el motor de ese cambio. Generar rentabilidad es su principal objetivo y

<sup>1</sup> Benchmark: total de patrimonio gestionado por Instituciones de Inversión Colectiva



han decidido crear soluciones de inversión que se ajusten a las necesidades de sus clientes (Santander Asset Management, 2019).

Otro ejemplo, es el fondo sostenible lanzado por Arcano Asset Management, llamado Arcano Earth Fund. Según el periódico Expansión (2018) se trata de un fondo de fondos sostenibles, los cuáles invierten en empresas y proyectos de energías renovables, que tienen como objetivo reducir las emisiones de dióxido de carbono. Las tres cuartas partes de este fondo estarán formadas por una cartera en la que se integraran fondos lanzados por gestoras tanto de Estados Unidos como de los países de la Organisation for Economic Co-operation and Development, y el restante podrá ser destinado para coinversiones.

La mayoría de las instituciones tienen claro el crecimiento que están experimentando las inversiones sostenibles, y que dicho incremento va a continuar produciéndose en el futuro. Carlos Torres, presidente del banco BBVA, en la última junta de accionistas celebrada el quince de marzo de 2019, centró su discurso en este tipo de inversiones. Según el periódico el Expansión (2019), el presidente establece que la sostenibilidad es el futuro, y quieren convertirse en un referente mundial en esta materia. Entre los objetivos se encuentran: “movilizar al menos 100.000 millones de euros para financiación de actividades sostenibles y contra el cambio climático o reducir progresivamente su demanda de energías no renovables, hasta que éstas signifiquen un 30% de su consumo en 2025.” El discurso de este banco se ha centrado durante varios años en la digitalización bancaria, sin embargo, dada la irrupción de nuevos competidores, la diferenciación pivota ahora en la sostenibilidad.

## 9. CONCLUSIÓN

Gran parte de la sociedad es consciente de los problemas ambientales, sociales y de gobernanza a nivel global y quiere poner remedio a dicha situación. Son más los inversores que quieren adentrarse en esta forma de inversión para poder influir y crear un impacto positivo en el mundo. Muchos desean acabar con la forma tradicional de invertir e infundir esta mentalidad en el ámbito financiero. Tanto las instituciones financieras como las empresas son conscientes de esta tendencia alcista y son ellas mismas las que quieren generar un punto de inflexión en sus estrategias tanto de inversión como de negocio.

Los inversores premian a aquellas compañías que introducen prácticas sostenibles en su cultura empresarial, aquellas que apuestan por la transparencia y la publicidad sobre los datos sostenibles de las mismas. La inversión sostenible en España ha llegado más tarde que en otros países, pero no hay duda de su potencial. Esta forma de invertir está en plena fase de crecimiento y es posible que los inversores que no se muestran tan predispuestos a invertir a través de este tipo de estrategias sea por falta de información respecto a la misma. A pesar de ello, los datos contrastados son claros al respecto y apuntan a que la inversión sostenible no es una moda pasajera.

En primer lugar, el volumen de activos bajo gestión ASG ha ido en aumento con el paso de los años. En el año 2009, en España, alcanzaron los 35.710 millones de euros, mientras que en el año 2017 fueron 185.614 millones de euros, creciendo por tanto 420% en tan solo ocho años.

En segundo lugar, el número de fondos de inversión sostenibles también ha ido en aumento. En el año 2009, existían ochenta fondos sostenibles comercializados en España tanto nacionales como internacionales, mientras que en el año 2017 alcanzó ciento ochenta y dos fondos, es decir, más del doble en menos de una década.

En tercer lugar, la rentabilidad al invertir en empresas que tienen en cuenta los factores ASG va en aumento. Numerosos son los estudios que demuestran lo anteriormente afirmado. La rentabilidad ofrecida por este tipo de inversión es incluso superior que la que proporcionan los fondos tradicionales que invierten en empresas que no tienen en

cuenta la sostenibilidad. Existe una relación directa entre la rentabilidad y la responsabilidad y sostenibilidad de las empresas, una relación basada en la confianza entre los *stakeholders* y la empresa. El ROE medio de empresas que tienen en cuenta prácticas sostenibles es de 25,7% comparado con el 21,8% que presentan las empresas que son menos sostenibles. Por otra parte, las compañías sostenibles tienen un valor de mercado un 66% superior que el resto de las empresas de su sector con una capitalización de mercado promedio de \$62,5 billones en comparación con el promedio del S&P 500 de \$37,6 billones.

La valoración de las compañías ha aumentado a lo largo de los años conforme han ido llevando a cabo prácticas sostenibles. La integración de estos factores en los modelos de negocio de las empresas y en sus estrategias puede ser una fuente de ventaja competitiva para una empresa a largo plazo. Todo ello se ve reflejado en los índices bursátiles de sostenibilidad los cuáles sirven cómo referencia para todos aquellos que buscan invertir en este tipo de compañías. Éstos tienen en cuenta criterios sostenibles que impulsa a las empresas a que actúen conforme a los mismos, beneficiando a la sociedad, a la compañía y a los inversores de la misma.

La inversión sostenible es un fenómeno cuya presencia es al alza y que a medio y largo plazo será una forma de inversión consolidada. Las expectativas de crecimiento de esta práctica son prometedoras tanto por el aumento de demanda por parte de los inversores como por el cambio en la estrategia y en la gestión que están llevando a cabo las empresas hacia una sociedad y un ecosistema más sostenible para futuras generaciones.

En conclusión, las inversiones sostenibles no son una mera moda, sino que han llegado para quedarse y por mucho tiempo.

## 10. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agencia EFE (2017, 15 de marzo). Renault trucó durante siete años sus motores diésel para falsear sus niveles de contaminación. Expansión. Obtenido el 17/03/2019 de <http://www.expansion.com/empresas/motor/2017/03/15/58c97d9722601d9b358b460f.html>

Bank of America (2014). U.S Trust insights on wealth and worth. Annual survey of high-net-worth and ultra-high-net-worth Americans. Obtenido el 25/02/2019 de <http://legacytracker.com/wp-content/uploads/2014/08/US-Trust-2014-survey-on-High-Net-worth-individuals.pdf>

Barnett, M. y Salomon, R. (2012). Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance. Obtenido el 2/03/2019 de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/smj.750>

Belgian Asset Manager Association (2013). BeAMA SRI methodology. Obtenido 6/03/2019 de <https://www.beama.be/en/duurzame-icbs-en/beama-sri-methodology>

Blackrock (2018). Active equity thematic investing. Obtenido el 8/03/2019 de <https://www.blackrock.com/ch/individual/en/literature/investor-education/active-equity-thematic-investing-whitepaper.pdf>

Bloomberg (2019). Company overview of ISS-Ethix. Obtenido el 8/03/2019 de <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=5891424>

Carbon Disclosure Project (2014). Climate action and profitability. CDP S&P 500 Climate Change Report 2014. Obtenido el 17/03/2019 de <https://static1.squarespace.com/static/54ff9c5ce4b0a53deccfb4c/t/5a66502a0d9297d95c70420d/1516654638589/CDP-SP500-climate-report-2014.pdf>

CCSP (2019). Norm-based screening. Obtenido el 4/03/2019 de <https://www.cssp-ag.com/glossary/norm-based-screening/>

Cheng B., Ioannou I. y Serafeim G. (2015). Corporate social responsibility and access finance. Harvard library, office for scholarly communication. Obtenido el 25/02/2019 de <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/9887635/cheng,ioannou,serafeim-Corporate%20Social%20Responsibility%20and%20Access%20to%20Finance.pdf?sequence=1>

Collinson, D., Cobb, G., Power, D. y Stevenson, L. (2009). FTSE4Good: exploring its implications for corporate conduct. Obtenido el 4/03/2019 de <https://pdfs.semanticscholar.org/3f23/8f8b47cc5a964f2aed8f61e0d26888466c1a.pdf>

Comisión Europea (2018). Reorientar los flujos de capital hacia una economía mas sostenible. Plan de acción: financiar el desarrollo sostenible. Obtenido el 17/01/2019 de <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-97-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>

Comisión Europea (2019). Acuerdo de París. Obtenido el 8/03/2019 de [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_es](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_es)

Cortes, H., & Peña, J. (2017). De la sostenibilidad a la sustentabilidad. Modelo de desarrollo sustentable para su implementación en políticas y proyectos. Obtenido el 5/01/2019 de <http://www.scielo.org.co/pdf/ean/n78/n78a04.pdf>

Crossmark Global Investments (2017). The evolution of responsible investing. Obtenido el 5/02/2019 de <https://www.crossmarkglobal.com/wp-content/uploads/The-Evolution-of-Responsible-Investing-2017.pdf>

Deloitte (2019). Aumenta la presencia de empresas españolas en el DJSI World. Nuevo ranking Dow Jones Sustainability Index 2018. Obtenido el 2/03/2019 de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/aumenta-presencia-empresas-espanolas-DJSI.html>

Eccles, R., Ioannou, I. y Serafeim, G. (2012). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. Obtenido el 31/03/2019 de [https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/SSRN-id1964011\\_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/SSRN-id1964011_6791edac-7daa-4603-a220-4a0c6c7a3f7a.pdf)

El Ghouli S., Guedhami O., Kwok C. y Mishra D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35 (9), 2388-2406. Obtenido el 13/02/2019 de <https://pdfs.semanticscholar.org/a488/fee84801512d8453f7a8d1efcc03c262338f.pdf>

Espinós-Vañó, M., García, F. y Oliver, J. (2018). El índice ético FTSE4Good IBEX como alternativa para la gestión pasiva de carteras de inversión en España. Obtenido el 4/03/2019 de <https://journalfmv.com/resources/revista/2018/1/7ESPINOS.pdf>

Fernández- Izquierdo, M.A., Muñoz- Torres, M.J., de la Cuesta, M., y Escrig, E. (2010). Inversiones socialmente responsables. Obtenido el 2/02/2019 de [https://www.researchgate.net/publication/260507183\\_Finanzas\\_sostenibles](https://www.researchgate.net/publication/260507183_Finanzas_sostenibles)

Fets (2011). Análisis cualitativo de los fondos de inversión socialmente responsables comercializados en España. Obtenido el 3/02/2019 de [http://fets.org/wp-content/uploads/2011/10/07-analisis\\_cualitativo\\_de\\_los\\_fondos\\_de\\_inversion\\_socialmente\\_responsables\\_comercializados\\_en\\_espana.pdf](http://fets.org/wp-content/uploads/2011/10/07-analisis_cualitativo_de_los_fondos_de_inversion_socialmente_responsables_comercializados_en_espana.pdf)

FTSE Group (2011). FTSE4Good Index Series. FTSE4Good IBEX Index. Obtenido el 6/03/2019 de [http://www.borsabcn.es/docs/SBolsas/InformesSB/FS-FTSE4GoodIbex\\_ING.pdf](http://www.borsabcn.es/docs/SBolsas/InformesSB/FS-FTSE4GoodIbex_ING.pdf)

FTSE Group (2016). FTSE4Good Index Series. Inclusion criteria. Obtenido el 7/03/2019 de [http://www.bolsamadrid.es/docs/Indices/Ibex/Criterios\\_FTSE4GOODIBEX\\_ESP.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/Indices/Ibex/Criterios_FTSE4GOODIBEX_ESP.pdf)

General Motors Sustainability (2017). General Motors Sustainability Report. Sustainability Strategy. Obtenido el 15/03/2019 de <https://www.gmsustainability.com>

Global Sustainable Investment Alliance (2016). Global Sustainable Investment Review. Obtenido el 7/02/2019 de [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)

Gómez-Cotta, C. (2019, 1 de febrero). El tiempo de las inversiones sostenibles. Ethic. Obtenido el 25/02/2019 de <https://ethic.es/2019/02/inversiones-sostenibles/>

Investment Company Institute (2018). Historical supplement: Worldwide Public Tables, Third Quarter, 2018, Data in Euros. Obtenido el 17/03/2019 de <https://www.ici.org/research/stats/worldwide>

ISS-Ethix (2015). Norm-based screening. Obtenido el 4/03/2019 de <https://www.issgovernance.com/file/products/iss-ethix-norm-based-screening.pdf>

La Bolsa Social (2019). Empresas de impacto financiadas con éxito en la La Bolsa Social. Obtenido el 8/03/2019 de <https://www.bolsasocial.com/discover/completed/>

Legg Mason Global Asset Management (2019). Rise of the conviction investor: ethics and the search for outperformance driving trends in 2019. Obtenido el 12/03/2019 de <https://www.leggmason.com/en-gb/campaigns/global-investment-survey-2018.html#>

Marker Watch (2019). Annual financials for Renault S.A. Obtenido el 18/03/2019 de <https://www.marketwatch.com/investing/stock/rnsdf/financials/cash-flow>

Murias, D. (2016, 14 de diciembre). Los Renault dCi, Smart ForTWo, Opel Corsa 1.0 Di y SsangYong Korando, los más contaminantes para el ADAC. Motorpasion. Obtenido el 15/03/2019 de <https://www.motorpasion.com/tecnologia/los-renault-dci-smart-fortwo-opel-corsa-1-0-di-y-ssangyong-korando-los-mas-contaminantes-para-el-adac>

Naciones Unidas (2018). Principles for Responsible Investment. How ESG engagement creates value for investors and companies. Obtenido el 10/03/2019 de <https://www.unpri.org/download?ac=4637>

OECD (2017). How can ESG factors influence investment performance. Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors. Obtenido el 12/01/2019 de <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>

Ponce, M. (2018). Arcano lanza un fondo de fondos “verdes” de 250 millones. Expansión. Obtenido el 14/02/2019 de <http://www.expansion.com/empresas/2018/10/04/5bb5b545e2704e95058b459d.html>

Porter, M., & Kramer, M. (2011). The big idea: Creating Shared Value. Harvard Business Review. Obtenido el 24/03/2019 de [https://philoma.org/wp-content/uploads/docs/2013\\_2014\\_Valeur\\_actionnaire\\_a\\_partagee/Porter\\_Kramer\\_-\\_The\\_Big\\_Idea\\_Creating\\_Shared\\_Value\\_HBR.pdf](https://philoma.org/wp-content/uploads/docs/2013_2014_Valeur_actionnaire_a_partagee/Porter_Kramer_-_The_Big_Idea_Creating_Shared_Value_HBR.pdf)

Qureshi, H. (2008). Q&A: Ethical investment funds. Investment funds. The guardian. Obtenido el 7/03/2019 de <https://www.theguardian.com/money/2008/feb/11/investmentfunds.moneyinvestments>

RobecoSAM (2018). Dow Jones Sustainability Indices Methodology. Obtenido el 3/03/2019 de <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/aumenta-presencia-empresas-espanolas-DJSI.html>

Schoders (2017). Estudio global de inversión 2017. Perspectivas globales sobre la inversión sostenible. Obtenido el 24/01/2019 de [https://www.schroders.com/es/sysglobalassets/digital/insights/2017/pdf/global-investor-study-2017/schroders\\_spanish.pdf](https://www.schroders.com/es/sysglobalassets/digital/insights/2017/pdf/global-investor-study-2017/schroders_spanish.pdf)



Spainsif (2019). 15 empresas españolas entran en el Dow Jones Sustainability Index. Obtenido el 6/03/2019 de <https://www.spainsif.es/15-empresas-espanolas-entran-en-el-dow-jones-sustainability-index/>

Spainsif (2018). Sustainable and responsible investment in Spain. Obtenido el 23/01/2019 de <https://www.spainsif.es/publicaciones/>

Spainsif (2016). La inversión socialmente responsable en España. Obtenido el 22/02/2019 de <http://www.mitramiss.gob.es/ficheros/rse/documentos/spainsif/estudio-spainsif-2016-web.pdf>

Sánchez, P., Rodríguez M., Ricart J, Capdeville S. & Gail E. (2002). La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas. Obtenido el 16/02/2019 de [https://www.researchgate.net/publication/4803050\\_Inversion\\_socialmente\\_responsable\\_evolucion\\_tendencias\\_e\\_implicaciones\\_para\\_la\\_direccion\\_de\\_las\\_empresas\\_La](https://www.researchgate.net/publication/4803050_Inversion_socialmente_responsable_evolucion_tendencias_e_implicaciones_para_la_direccion_de_las_empresas_La)

Santander Asset Management (2019). Fondos de inversión. Soluciones de inversion. Sostenibles. Obtenido el 22/03/2019 de <https://www.santanderassetmanagement.es/fondos/soluciones-de-inversion/sostenibles/>

Sarriés, N. (2019). BBVA dejó atrás el discurso de banco tecnológico para lanzarse a la apuesta de la sostenibilidad. Expansión. Obtenido el 22/03/2019 de <http://www.expansion.com/empresas/banca/2019/03/19/5c900223e5fdeaab4f8b45f6.html>

Ulrich, E. (2016). La evolución de la inversión sostenible. Entendiendo las inversiones según criterios ESG. Obtenido el 12/02/2019 de <https://espanol.spindices.com/documents/education/practice%20essentials-understanding-esg-investing-spa.pdf>

U.S. Securities and Exchange Commission (2018). Annual report pursuant to section 13 or 15 (d) of the securities exchange act of 1934. General Motors Company. Obtenido el

15/03/2019

de

[https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1467858/000146785819000033/gm201810k.  
htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1467858/000146785819000033/gm201810k.htm)

Vigeo Eiris Rating (2016). Green, Social and Ethical Funds in Europe. Obtenido el 18/03/2019 de <https://ecodes.org/documentos/Green-Social-and-Ethical-funds.pdf>

Wicks, A., Berman, J., Jones, TM. (1999). The structure of optimal trust: moral strategic implementations. Academy of management review. Obtenido el 4/03/2019 de [https://www.researchgate.net/publication/241278321\\_The\\_Structure\\_of\\_Optimal\\_Trust\\_Moral\\_and\\_Strategic\\_Implications](https://www.researchgate.net/publication/241278321_The_Structure_of_Optimal_Trust_Moral_and_Strategic_Implications)