



INVERSIÓN
SOCIALMENTE
RESPONSABLE: LA
OPORTUNIDAD DE
LA
SOSTENIBILIDAD

Autor: Adrián Martí Segura

Tutor: María Rosario Balaguer Franch

Máster en Gestión Financiera y Contabilidad
Avanzada

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
2. Definición de ISR y RSC.....	5
2.1 Historia de los ISR.....	10
2.2 Relación entre ISR y la RSC.....	13
3. Parámetros de selección de fondos para carteras ISR.....	16
3.1 Criterios selección carteras sostenibles.....	18
3.1.1 Estrategias selección de carteras sostenibles.....	19
4. ISR para entidades gestoras.....	20
5. Índices de sostenibilidad de los ISR.....	22
6. Análisis comparativo IBEX 35 y FTSE4Good IBEX.....	25
7. Conclusiones.....	27
8. Bibliografía.....	29

Resumen

La Inversión socialmente responsable (en adelante, ISR) ha llegado a la vida de los fondos para quedarse, mostrando una evolución sin igual ya que en un periodo de aproximadamente 10 años ha pasado de ser prácticamente una opción residual dentro de las carteras de las grandes gestoras de fondos en España, a convertirse en uno de los principales atractivos y más buscados tipos de fondos por parte de los inversores.

El objetivo de este trabajo será analizar las variabilidades entre el índice IBEX 35 y el FSTE 4GoodIbex en un período concreto de tiempo para analizar el coste de la inversión responsable para los inversores, aunque antes explicaremos el concepto de la ISR, haciendo un viaje a su breve historia y a su relación con el concepto de la responsabilidad social corporativa; también explicaremos los parámetros que emplean las principales entidades gestoras a la hora de seleccionar los fondos, así como una breve visión de lo que supone los fondos ISR para las entidades gestoras y los índices bursátiles que agrupan a las empresas que cumplen con los criterios marcados por estos mismos.

Palabras clave:

Inversión socialmente responsable, responsabilidad social corporativa, buen gobierno corporativo, índices bursátiles.

Abstract

Socially responsible investment (from now on, SRI) has come to the life of funds to stay, showing an evolution without equal since in a period of approximately 10 years it has practically gone from being a residual option within the portfolios of the large fund managers in Spain, to become one of the main attractions and most sought after types of funds by investors.

The objective of this work will be to analyze the variations between the IBEX 35 index and the FSTE 4GoodIbex in a specific period of time to analyze the cost of responsible investment for investors, although first we will explain the concept of socially responsible investment, taking a trip its brief history and its relationship with the concept of corporate social responsibility; we will also explain the parameters used by the main management entities when selecting funds, as well as a brief overview of what SRI funds mean for management entities and the stock market indices that group companies that meet the criteria set by these same.

Key Words:

Socially responsible investment, corporate social responsibility, good corporate governance, stock indexes.

1. Introducción.

La ISR ha llegado a la vida de los fondos para quedarse, mostrando una evolución sin igual ya que en un periodo de aproximadamente 10 años ha pasado de ser prácticamente una opción residual dentro de las carteras de las grandes gestoras de fondos en España, a convertirse en uno de los principales atractivos y más buscados tipos de fondos por parte de los inversores.

El modelo de ISR junta los objetivos clásicos de inversión financiera tradicional con políticas medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo (en adelante, ASG) a la hora de tomar decisiones a la hora de invertir, de modo que esta diferenciación con la inversión llamada “tradicional” sea apreciable para el inversionista, de modo que si el inversor, además de buscar una rentabilidad económica busca que sus inversiones tengan un beneficio en alguno de los aspectos ASG (Azpeitia, 2019).

En este sentido, si analizamos la evolución de la cartera de negocio de los fondos ISR podemos observar que han pasado de gestionarse un volumen de activos financieros de este tipo de 35.700 millones de euros en el año 2009 a 210.644 millones de euros en 2018, lo que supone un incremento de un 490% en 10 años (a un incremento promedio de un 49% anual), demostrando el importante aumento del volumen de negocio experimentado por este tipo de fondos, como se muestra en el gráfico 1 que presentamos a continuación:

Gráfico 1: Activos ASG de entidades internacionales.



Fuente: Investigación propia basado en los datos de Spainsif (2019).

Como se puede observar en el gráfico desarrollado por Spainsif, se ha observado un incremento de 5 veces del total de activos gestionados categorizados como ISR en España con respecto a 10 años atrás, lo que, unido a una mayor conciencia en criterios de buen gobierno corporativo, sociales y medioambientales por parte de la sociedad en general, y de los inversores en particular, permita anticipar que la inversión en este tipo de fondos puede que haya llegado para quedarse y vaya, poco a poco, conviviendo y reemplazando a los fondos de inversión tradicionales.

En este trabajo vamos a abordar las distintas cuestiones referentes a la ISR y dar una visión lo más objetiva posible a su historia, su definición (unida al concepto de Responsabilidad Social Corporativa) y conceptos clave a tener en cuenta, los parámetros que emplean las entidades gestoras para llevar a cabo los criterios de exclusión y seleccionar los fondos, lo que suponen los fondos ISR para las entidades gestoras y la visión que se tiene de ellos por parte de los inversores.

2. Definición de ISR y RSC. Tipos y conceptos clave.

El concepto de ISR ha variado a lo largo de la historia de forma paralela con la cultura y la evolución de las distintas sociedades, de igual forma que es un concepto que ha ido avanzando a lo largo de estos años desde su origen.

Uno de los primeros organismos oficiales en hacerlo fue la Comisión Europea (2001), que definió la ISR como “Los fondos ISR invierten en empresas que cumplen con determinadas normas sociales y criterios ambientales. Los criterios pueden ser negativos, excluyendo así tabaco, alcohol e industrias armamento. Los criterios también pueden ser positivos, incluso desde el punto de vista social y medioambiental.”

Según Spainsif (2019), se define la ISR como “una inversión que considera tanto criterios financieros (rentabilidad-riesgo –al igual que la inversión tradicional-) como criterios extra-financieros (los denominados criterios ASG -medioambientales, sociales y de buen gobierno-) en los procesos de análisis y toma de decisiones de inversión, así como también en el ejercicio de la propiedad activa (ejercicio de los derechos políticos inherentes a determinados activos financieros), sin tener por ello una menor rentabilidad”.

Siguiendo la misma línea, UKSIF (2020) define la ISR de la siguiente manera: “Las finanzas sostenibles son aquellas que relacionan la inversión y las finanzas con el impacto

en aspectos ASG. La decisión de considerar ASG pueden ser por razones financieras, éticas o ambas.”

Por su parte Eurosif (el Foro Europeo de la Inversión Socialmente Responsable), en el año 2020 se buscó una definición a nivel europeo que integrara la visión común de los países miembros y se definió la ISR como un enfoque de inversión orientado a largo plazo, que integra factores ASG en el proceso de investigación, análisis y selección de valores dentro de una cartera de inversiones. Combina análisis fundamental y compromiso con una evaluación de los factores ASG para capturar mejor los rendimientos a largo plazo para los inversores y beneficiar a la sociedad al influir en el comportamiento de las empresas.

A nivel internacional, el foro de inversión socialmente responsable de EEUU (USSIF) los define como “una disciplina de inversión que considera los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) para generar retornos financieros competitivos a largo plazo e impacto social positivo.”

En el apartado de autores de prestigio académico, Camino y López en 1995 definieron la ISR como una “política de inversión que combina valores éticos y medioambientales con aquellos esencialmente financieros”.

Siguiendo con la misma línea, Balaguer y Albareda (2006) en su estudio “Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España” se refieren a la ISR como una “forma de inversión consciente por parte de inversores que valoran positivamente las empresas más responsables y sostenibles e impulsan, desde el mercado financiero, que las empresas adopten políticas y estrategias de responsabilidad social y medioambiental”.

Añadiendo otra visión más, nos encontramos con el artículo publicado en la revista CIRIEC de abril de 2007 de Dopacio, Valor y García denominado “Los productos socialmente responsables y su actividad comercializadora por los proveedores de servicios financieros de la economía social: sociedades cooperativas de crédito y cajas de ahorro” en el que se define “Los fondos de inversión o fondos de pensiones éticos invierten en empresas que cumplen con los criterios positivos y/o excluyentes reflejados en el ideario del fondo para, de esa manera, contribuir a mejorar las condiciones de vida de la sociedad y favorecer el desarrollo sostenible.”

Por otro lado, Fernández y Muñoz (2010) en su publicación “Finanzas sostenibles” definen la ISR como “aquella que incorpora consideraciones éticas, sociales o medioambientales a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por los agentes inversores externos [...] Esta filosofía de inversión permite a los ahorradores ser congruentes con su modo de pensar”.

Otra definición la podemos encontrar en el artículo “Finanzas para una economía humana sostenible: hacia la banca ética” (Ochoa, 2013) y que las define como “son aquellas que a los tradicionales criterios financieros añaden criterios sociales y medioambientales permitiendo a las personas o entidades inversoras combinar objetivos financieros con valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, derechos humanos, paz y medio ambiente. Los mercados financieros, a través de la ISR, son una de las principales palancas de cambio y transformación en el comportamiento responsable de las empresas.”

Por último, Plana (2020) nos ofrece una definición del concepto como que “es la forma de inversión que integra tanto criterios financieros como criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones referidas al procedimiento de inversión, con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible”.

A continuación, se expone la siguiente tabla 1, en donde se encontrará un resumen de las definiciones realizadas por los principales organismos oficiales y algunos de los principales autores académicos.

Tabla 1. Definiciones del concepto ISR.

Organismos oficiales	Spainsif (2019)	Una inversión que considera tanto criterios financieros [...] como criterios extra-financieros [...] en los procesos de análisis y toma de decisiones de inversión, así como también en el ejercicio de la propiedad activa [...], sin tener por ello una menor rentabilidad
	UKSIF (2020)	Las finanzas sostenibles son aquellas que relacionan la inversión y las finanzas con el impacto en aspectos ASG. La decisión de considerar ASG pueden ser por razones financieras, éticas o ambas.
	Eurosif (2020)	Enfoque de inversión orientado a largo plazo, que integra factores ASG en el proceso de investigación, análisis y selección de valores dentro de una cartera de inversiones. Combina análisis fundamental y compromiso con una evaluación de los factores ASG para capturar mejor los rendimientos a largo plazo para los inversores y beneficiar a la sociedad al influir en el comportamiento de las empresas.
	USSIF (2020)	Una disciplina de inversión que considera los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) para generar retornos financieros competitivos a largo plazo e impacto social positivo
	Comisión Europea (2001)	Los fondos ISR invierten en empresas que cumplen con determinadas normas sociales y criterios ambientales. Los criterios pueden ser negativos, excluyendo así tabaco, alcohol e industrias armamento . Los criterios también pueden ser positivos, incluso desde el punto de vista social y medioambiental.
Autores académicos	Camino y López (1995)	Política de inversión que combina valores éticos y medioambientales con aquellos esencialmente financieros.

	Albareda, L. y Balaguer, M.R. (2006)	Forma de inversión consciente por parte de inversores que valoran positivamente las empresas más responsables y sostenibles e impulsan, desde el mercado financiero, que las empresas adopten políticas y estrategias de responsabilidad social y medioambiental
	Dopacio, C.A., Valor, C. y García J.C. (2007)	Los fondos de inversión o fondos de pensiones éticos invierten en empresas que cumplen con los criterios positivos y/o excluyentes reflejados en el ideario del fondo para, de esa manera, contribuir a mejorar las condiciones de vida de la sociedad y favorecer el desarrollo sostenible.
	Fernández, M.A. y Muñoz, M.J. (2010)	Aquella que incorpora consideraciones éticas, sociales o medioambientales a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por los agentes inversores externos [...] Esta filosofía de inversión permite a los ahorradores ser congruentes con su modo de pensar.
	Ochoa, J. (2013)	Aquellas que a los tradicionales criterios financieros añaden criterios sociales y medioambientales permitiendo a las personas o entidades inversoras combinar objetivos financieros con valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, derechos humanos, paz y medio ambiente.
	Plana, A. (2020)	La ISR es la forma de inversión que integra tanto criterios financieros como criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones referidas al procedimiento de inversión, con el objetivo de provocar un impacto positivo en materia de desarrollo sostenible.

Fuente: Investigación propia basada en las definiciones de los autores.

Como podemos observar, y a pesar de ser muchos autores y organismos distintos, todos coinciden en los conceptos como “medioambiente”, “sostenibilidad” o “ética”, por lo que podríamos afirmar que su principal idea es la relación entre las inversiones financieras con el entorno social y la naturaleza.

2.1 Historia de la ISR

La ISR como concepto podemos encontrar su origen en el siglo XVII en los llamados “Padres Peregrinos”, entre los que se encontraban cuáqueros y metodistas, que emigraron hacia el nuevo mundo durante ese siglo, establecieron una serie de normas y premisas donde dejaban claro a sus fieles donde debían invertir sus ahorros, basándose en los criterios que ellos mismos dictaron acorde a sus creencias, lo que excluía de sus carteras aquellas empresas que tuvieran relación con la industria del alcohol, las armas o el tabaco; de esta manera, se impusieron los primeros aspectos excluyentes a la hora de invertir y se sentaron las bases para lo que hoy conocemos como ISR. (Domini, 2001). Durante la década de los años 20, surge en Boston el *Pioneer Fund*, lanzado por Pioneer Investments, el cual proponía a sus inversionistas inversiones en empresas que no tuvieran relación con actividades denominadas “inmorales” como la pornografía, el juego, la bebida y el tabaco (Lorente, 2019).

Durante la década de los 60 y 70 fue cuando se desarrolló el concepto de ISR tal y como lo conocemos hoy en día, sin tanta relación a lo meramente religioso, debido a que durante estas dos décadas la concienciación de los movimientos sociales y de activismo en EEUU llevaron a plantear que la inversión era también un arma más a la hora de implantar nuevas políticas empresariales y sociales, de tal forma que, por ejemplo, debido a la guerra en Vietnam se plantearon escenarios en los que las carteras de inversión no contarían con empresas de la industria armamentística, y se implantó la idea en el mundo inversor de que no únicamente se debía buscar rentabilidad en las inversiones, sino que se debía buscar que el dinero sirviera para incentivar o castigar aquellas empresas que tuvieran políticas (o no) de buen gobierno corporativo.

El primero fondo de inversión ético fue el *Ansvar Aktiefond Sverige*, creado en 1965 en Suecia; 3 años después se crearía el *Pax World Fund*, en EEUU, por parte de los metodistas, el cual sacaría de sus inversiones toda aquella industria que tuviera algo que ver con el *apartheid* o con la industria militar. (Alemany, 2016).

En el Reino Unido, en 1984, la compañía de seguros *Friends Provident* creó el *Stewardship Fund*, el cual sigue vigente a día de hoy, mediante el concepto denominado *filosofía Stewardship funds*¹. Las 3 normas en las que se basó la creación de estos fondos, y que a día de hoy siguen vigentes son:

1. La exclusión de aquellas empresas que dañen al medio ambiente y/o la sociedad y no cumplan ciertos estándares éticos.
2. El apoyo a aquellos negocios que realicen una aportación positiva a la sociedad.
3. El fomento de la mejora de las prácticas comerciales mediante la propiedad compartida y el dialogo.

También la filosofía explica que no únicamente es importante a la actividad que se dedican estas empresas, sino de la forma que realizan esta actividad y como contribuyen a la sociedad; se mantiene que los propietarios o accionistas de las empresas pueden presionar para forzar a las mismas a tener unas buenas prácticas corporativas, a no causar daño social y mitigar o disminuir en su máxima capacidad el daño medioambiental.

En los Países Bajos se creó en la década de los 90 el primer fondo ISR (denominado *Hert Andere Beleggingsfond*) siguiendo las directrices de grupos ecologistas y religiosos, aunque la historia de la banca sostenible y socialmente responsable en este país se remonta previamente a la década de los 60 con la creación de ASN Bank y más tarde en 1980, con la creación de Triodos Bank², el cual actualmente en España cuenta con más de 20 oficinas operativas y es uno de los bancos líderes en inversión sostenible y préstamos y financiación ética.

A continuación, se presenta la tabla 2 como resumen de los primeros fondos y las primeras gestoras de fondos responsables.

¹ La filosofía Stewardship funds implica que las familias puedan invertir su dinero y proteger su inversión, al mismo tiempo que intentan contribuir a la sostenibilidad en el planeta.

² En 1980 se funda Triodos Bank NV en los Países Bajos, con 540.000 euros de capital social inicial y la plena autorización del Banco Central de los Países Bajos.

Tabla 2. Historia de la ISR.

Período	País	Entidad	Historia
Siglo XVII	EEUU	Cuaqueros y metodistas	Exclusión inversiones relacionadas con la industria del alcohol, las armas o el tabaco
Década 20	EEUU	Pioneer investments	Proponía a sus inversionistas inversiones en empresas que no tuvieran relación con actividades denominadas “inmorales” como la pornografía, el juego, la bebida y el tabaco
Década 60	Suecia	Aktie-Ansvar AB	Ansvar Aktiefond Sverige: primero fondo ético.
Década 60	EEUU	Pax Global	Pax Global Fund se crea como respuesta a las movilizaciones sociales del país.
Década 80	Reino Unido	Friends Provident	Primer fondo ético en GB.
Década 90	Países Bajos	Hert Andere Beleggingsfond	Siguiendo las directrices de grupos ecologistas y religiosos
Década 90	España	Banco Santander	Selección de fondos mediante criterios de exclusión.

Fuente: Investigación propia

Estos fueron algunos de los primeros fondos sostenibles y gestoras de ISR en el mundo occidental, los cuales sirvieron como punto de partida a los fondos ISR y la forma de gestionarlos que tenemos a día de hoy.

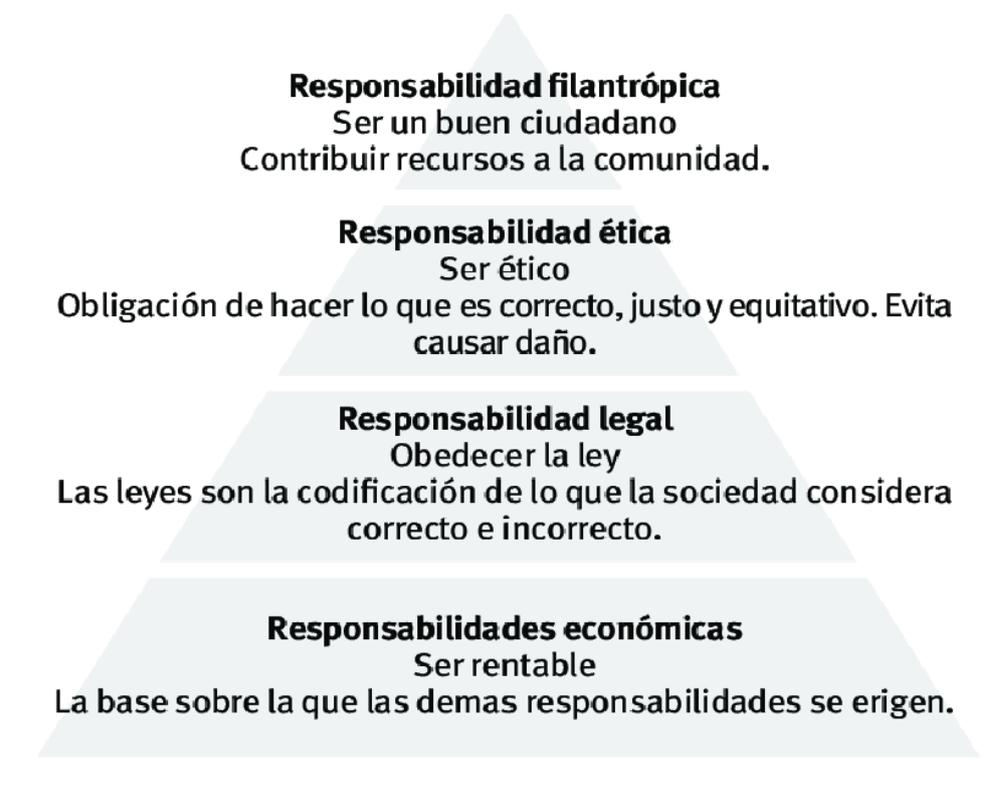
2.2 Relación entre ISR y la RSC

En el año 1953, el concepto “Responsabilidad Social Corporativa” es lanzado por primera vez por el autor Howard R. Bowen, en la obra “Social Responsibilities of the Businessmen”, en la que se apelaba a las empresas a no únicamente realizar la producción pensando en los bienes y servicios que proveían, sino tener en cuenta a la sociedad que les rodeaba para devolverle aquello que había obtenido de ella.

El concepto de RSC nace a raíz de la expansión del concepto de “globalización” durante la década de los 90, lo que llevo a la sociedad y a los distintos organismos internacionales a exigir a las corporaciones privadas una serie de requisitos y obligaciones a cumplir.

En 1991, Archie Carroll desarrolló la llamada “Teoría de la pirámide”, como observamos a continuación en la Figura 1:

Figura 1. Pirámide de Responsabilidad Social Empresarial.



Fuente: Carroll A. (1991).

Esta teoría plantea 4 niveles de responsabilidades a nivel social de las empresas, empezando por la económica y legal (que son, como dice la figura 1, las requeridas por la sociedad) y la ética y filantrópica (niveles esperados y deseados, respectivamente).

La Comisión Europea en 2001 definió la responsabilidad social en las empresas como “no solo cumplir con las expectativas legales, sino también yendo más allá del cumplimiento e invirtiendo “más” en capital humano, el medio ambiente y relaciones con los grupos de interés. La experiencia con la inversión en tecnologías y prácticas comerciales ambientalmente responsables sugiere que ir más allá del cumplimiento legal puede contribuir a la competitividad de una empresa.”

En España, una de las definiciones más ampliamente utilizadas de la RSC es la del Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa “La Responsabilidad Social Corporativa (RSC) es una forma de dirigir las empresas basado en la gestión de los impactos que su actividad genera sobre sus clientes, empleados, accionistas, comunidades locales, medioambiente y sobre la sociedad en general.”

Podríamos afirmar que la RSC es la forma en la que las empresas no únicamente tienen en cuenta los beneficios a obtener, sino el impacto que ella misma pueda ocasionar tanto en sus grupos de interés primarios (clientes, proveedores, empleados y accionistas) como en sus grupos secundarios (poblaciones, entes públicos, naturaleza).

Tal y como se indica en el Observatorio (2020), la RSC la rigen 5 principios básicos:

1. Cumplimiento de la legislación nacional e internacional vigente.
2. Globalidad y transversalidad de la empresa tanto en las áreas de negocio como en las áreas donde se realiza.
3. Compromisos éticos objetivos y coherencia entre los compromisos adquiridos.
4. Gestión de los impactos económicos, sociales y medioambientales de la empresa.
5. Satisfacción de las expectativas y necesidades de los grupos de interés y no únicamente de los accionistas.

A raíz de estos principios, podemos determinar unas directrices que deben cumplir las empresas, tales como el compromiso a través de su actividad, mantener una conducta ética aceptable desde el punto de vista social, la adaptabilidad a su aplicación a todos los entornos y personas a los que afecte y su correcto desempeño ambiental.

En cuanto a la magnitud en la que se valora el grado de implicación de una empresa en la RSC, no existe una homogeneización a nivel global aceptada por organismos internacionales tal y como sí existe en otros ámbitos de la empresa, como la contabilidad con sus principios contables de cada país, por ejemplo; a pesar de ello, existen dos métodos para intentar valorar el compromiso que tiene una empresa con las políticas de RSC: el “*Ranking de Sustentabilidad Empresarial PROhumana*” y la “*CSR Scale*” de Duygu Turker.

La RSC no es una quimera idealista ni se persigue que las empresas se guíen por ella simplemente por su propia conciencia, sino que el seguimiento de los principios de la RSC trae consigo innumerables beneficios para las empresas que lo practican, tales como, por ejemplo: mejora la imagen de la compañía ante sus *stakeholders*, los trabajadores de la misma se sientan valorados y a su vez, más productivos, conseguirán una diferenciación visible con su competencia, etc.

Es importante diferenciar la “filantropía corporativa” de las políticas de RSC: la filantropía son aquellas donaciones, actos o trabajos sin fines lucrativos a personas desfavorecidas o a organizaciones que lo necesitan, llevados a cabo por la empresa y que son ajenos a su línea de negocio, es decir, que los realizan mediante fundaciones u organizaciones que se financian con los beneficios de la empresa, pero que no tienen nada que ver con su negocio; la RSC se diferencia de la filantropía en que las acciones realizadas por la empresa siguiendo políticas de RSC se enmarcan dentro de la línea de negocio de la empresa.

En esa diferencia anteriormente marcada, se encuentran las ISR, ya que estas podrán diferenciarse de dos tipos, estando más directamente relacionadas con la RSC o no: la inversión llamada “ética”, la cual mediante criterios de exclusión de empresas de sus carteras (exclusión de industria armamentística o militar, por ejemplo) o fomento de inclusión de otras (empresas con políticas ASG) está directamente enlazada con la RSC, ya que estas empresas deberán tener una estricta política de RSC y cumplir con muchos de los objetivos que les marquen las gestoras si quisieran que sus empresas fueran tratadas dentro de las carteras ISR; el otro tipo de inversión es la “solidaria”, por la cual ya no se restringen las actividades que realizan las empresas para entrar en este tipo de inversiones, sino que los beneficios y/o parte de las inversiones que se realizan en estos fondos son destinados a ONG’s o entidades de carácter social para que estas mismas lo autogestionen.

3. Parámetros de selección de fondos para carteras ISR.

Una vez encontradas las diversas definiciones, historia y tipos de fondos que existen ISR, vamos a centrarnos ahora en los criterios de selección que algunas de las principales gestoras de fondos emplean para formar sus carteras de fondos sostenibles.

Por un lado, según nos indican Ferruz, Muñoz y Vicente (2010) en su artículo de estudio del mercado estadounidense, se distinguen claramente 3 tipos de vías a la hora de seleccionar criterios para considerar o no ISR: la primera (y la más utilizada por las gestoras) sería mediante la aplicación de filtros por los que las empresas deberán pasar, ya sean negativos (exclusión de industria tabacalera, juegos de azar y militar) o positivos (empresas que respeten los derechos de los trabajadores, que empleen energía limpia y renovable y que protejan el medio ambiente, por ejemplo); la segunda sería que los propios inversores utilizaran su poder como accionistas mediante su influencia en los órganos de gobierno corporativos para aplicar políticas ASG; la tercera y a su vez la menos común de todas es la de la invertir el capital en zonas desatendidas por las instituciones financieras, de forma que esta estrategia las haga prosperar y promueva el desarrollo económico.

Por otro lado, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) lanzó una circular el día 8 de abril de 2014 llamada “Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)”, en la que detallan los criterios a seguir por las entidades gestoras a la hora de seleccionar sus carteras de inversión acordes a los criterios ASG.

Inverco afirma que no existe una definición ISR universalmente aceptada y que, en términos generales, es un proceso de selección de inversiones que conlleva una amplia variedad de aspectos desde criterios negativos y de exclusión de compañías, hasta otros criterios positivos en los que los factores ASG forman la base de los procesos de selección. El propio portal determina que, para que las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) puedan optar a una denominación ISR o ASG debe de aplicar ciertos parámetros:

- Se asume que una IIC realiza una política de inversión siguiendo criterios ISR cuando aquellos componentes de su cartera cumplen con criterios ASG, y este

cumplimiento se vea reflejado en la documentación informativa que la IIC entrega al inversor.

- La institución deberá realizar un estudio en donde determinará que activos y de que diverso tipo invertirá (renta fija, variable, activos monetarios...). Para este estudio realizará una unión entre las dos variables más claras: el análisis financiero (análisis de variables puramente económicas) y el extrafinanciero (de políticas ASG); en el análisis extrafinanciero la IIC se fijará sobre todo en las políticas de ASG atendiendo a la naturaleza de la actividad de las empresas que compondrán su cartera, como políticas medioambientales (la contaminación o la huella de carbono de la actividad), sociales (relación con los proveedores/clientes) y de gobierno corporativo (sedes en países con poca política de respeto por los DDHH o condiciones de trabajo para los empleados); también se fijará, en el caso de las instituciones públicas que pudieran componer su cartera, en el respeto de aquellas al medioambiente (reducción o bajo consumo de agua o papel), a nivel social en los niveles educativos del territorio o los derechos laborales, y a nivel de gobierno corporativo en el nivel de libertad de expresión y de prensa y el nivel de corrupción que pueda haber.
- La IIC deberá facilitar la información de la política ISR que sigue mediante 3 vías: el documento de datos fundamentales del inversor (DFI), el folleto informativo en donde detallará los criterios ASG aplicados y la estructuración y mediante informes periódicos trimestrales o semestrales.

3.1 Criterios selección carteras sostenibles.

Si queremos buscar un organismo oficial que nos sirva como referencia a la hora de conocer cuáles son los criterios determinados para identificar a un fondo como ISR o no, a nivel nacional encontraríamos a Spainsif, el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable.

En el año 2001 fue creado el Foro Europeo de Inversión Sostenible (Eurosif) por los distintos foros que existían a nivel nacional en Francia, Italia, Alemania y Países Bajos con el objetivo de promover la sostenibilidad a través de los mercados financieros (Eurosif, 2020).

Eurosif tiene como actividades primordiales la investigación y realización de estudios que garanticen la integración de principios ambientales, sociales y de buen gobierno

corporativo en los principales agentes financieros europeos; a su vez realiza una labor de portavocía en la comunidad de las inversiones sostenibles en la UE, realiza eventos y programas de formación a nivel europeo y busca, a su vez, la creación de nuevos foros en aquellos países en donde la inversión sostenible no ha calado.

En el año 2009 se constituyó Spainsif, uniéndose a su vez a Eurosif. Fue formada por 32 organizaciones independientes con los objetivos de promover y aumentar el peso de las ISR sobre el resto de productos de inversión, realizar investigaciones y formación para dar a conocer el mundo ISR y a su vez prestar de canal de comunicación entre los distintos agentes del mercado financiero para ayudar a crecer las inversiones responsables.

3.1.1 Estrategias selección de carteras sostenibles.

Vamos a resumir a continuación distintas metodologías utilizadas tanto por agencias de calificación como por entidades inversoras para analizar el grado de sostenibilidad e implicación en políticas ASG (Castro, 2019).

- Exclusión de inversiones o tipos de inversiones basado en criterios específicos ASG, como por ejemplo industria armamentística o pornografía. Este suele ser la estrategia más común y utilizada.

- Screening positivo: Al contrario que en la anterior estrategia, esta decide buscar aquellas que cumplen mejor con criterios ASG y de responsabilidad La gestora podía optar por elegir aquellas empresas líderes dentro de una determinada categoría o que han tenido mejor rendimiento (Best-in-class) o, por el contrario, buscar aquellas que hayan mejorado más sus políticas sostenibles (Best-effort).

- Screening basado en normativas internacionales: estas normas y estándares son fijadas por los organismos internacionales más destacados (ONU, OCDE, etc.) y presuponen que tanto las entidades privadas como públicas las siguen, por lo que un incumplimiento de las mismas implicaría una exclusión de la selección, si bien la gestora podría intentar establecer algún tipo de diálogo con el organismo antes de una exclusión definitiva.

- Integración en el análisis financiero de criterios de buen gobierno, es decir, restricción en las decisiones de inversión en las empresas mediante la utilización del voto en las juntas de accionistas. Normalmente las entidades gestoras buscarán emplear métodos de comunicación directos con las empresas para presionarles a seguir estrategias ASG y políticas sostenibles.

- Calificación temática de las inversiones, de tal forma que la agrupación y formación de las carteras se realiza siguiendo tendencias y desafíos sociales y ambientales de nuestro día a día, como por ejemplo carteras dedicadas a la lucha contra el cambio climático, la investigación médica o la movilidad sostenible.

- Inversión de impacto es el método por el cual se invierte en empresas con un objetivo marcado claro y que solucionen problemas sociales tales como el favorecer el suministro de agua potable en zonas donde no llega o generan un suministro de energía que no genere contaminación.

Estas son algunas de las estrategias más comunes empleadas por las entidades gestoras a la hora de seleccionar sus carteras, pero también pueden emplear otras muy diversas como la agrupación por mercados regionales, siempre buscando la manera más eficiente de optimizar sus carteras y obtener la mayor rentabilidad bajo unos criterios mínimos de sostenibilidad.

4. ISR para entidades gestoras.

Los fondos ISR han ido ganando terreno cada día más durante las dos últimas décadas, siendo cada vez más numerosos y atractivos en las carteras de fondos de las gestoras más importantes, tanto a nivel nacional como en el resto del mundo.

De acuerdo al estudio anual realizado en el año 2019 por Spainsif, y tal y como indican “en España [...] los activos gestionados con criterios ASG suponen el 49% del total de activos gestionados por entidades nacionales en España” y cómo podemos apreciar en el siguiente gráfico, ha supuesto un crecimiento notable:

Gráfico 2. Comparación entre los activos bajo gestión ASG y el total de activos bajo gestión de las Instituciones de Inversión Colectiva.



Fuente: Investigación propia basada en el informe Spainsif 2019.

A nivel global, y según el informe del año 2018 de Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, en adelante), se recoge que los activos financieros gestionados con criterios ASG supusieron un total de 30.683 miles de millones de dólares, es decir, un incremento de un 34,34% con respecto al informe publicado en 2016, como podremos apreciar en la siguiente tabla 3.

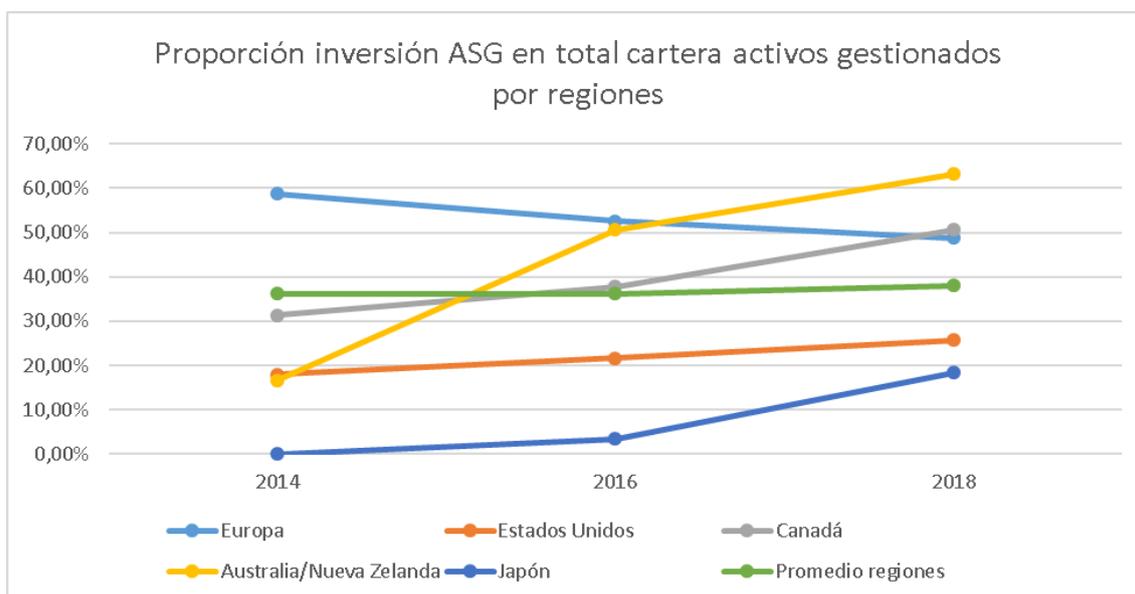
Tabla 3. Activos gestionados bajo criterios ASG por regiones mundiales.

	2014	2016	2018
Europa	\$10.775	\$12.040	\$14.075
Estados Unidos	\$6.572	\$8.723	\$11.995
Canadá	\$729	\$1.086	\$1.699
Australia/Nueva Zelanda	\$148	\$516	\$734
Japón	\$7	\$474	\$2.180
Total	\$18.231	\$22.839	\$30.683
Incremento periodo anterior		25,28%	34,34%

Fuente: Investigación propia basada en los datos del informe Global Sustainable Investment Alliance de 2018.

Para contextualizar si este incremento en la gestión de activos financieros sostenibles se ha basado en un incremento del total de activos gestionados, o por si el contrario ha supuesto un incremento únicamente en activos gestionados bajo criterios ASG. En el mismo estudio realizado se muestra un descenso en el porcentaje de ISR sobre el total de activos gestionados en Europa, pasando de un 52,6% en 2016 a un 48,8% en el año 2018; sin embargo, en el resto de territorios analizados se muestra un crecimiento relativamente significativo, destacando principalmente Canadá y Oceanía, con un crecimiento de un 33,86% y un 25%, respectivamente tal y como podemos apreciar en la Gráfica 3. En cuanto a la implantación en EEUU, observamos también que a pesar de crecer sostenidamente la ISR sobre el total de activos gestionados, todavía únicamente queda representado en un 25% sobre el total de los activos gestionados en ese país, lo que nos puede dar una idea aproximada de la dificultad que presentan estos fondos de asentarse y expandirse en un territorio aparentemente hostil a la sostenibilidad e inversión responsable.

Gráfica 3. Proporción de inversiones sostenibles en relación con el total de activos gestionados.



Fuente: Investigación propia datos del informe Global Sustainable Investment Alliance de 2018.

El promedio observado a nivel global se ha mantenido estable en estos 4 años, con un crecimiento poco acusado, es debido principalmente a que un 46% de los activos ASG son gestionados en Europa, cuyo porcentaje sobre el total de activos financieros ha descendido en este período, lastrando los incrementos en las otras 4 principales regiones.

A pesar de todo, podemos atribuir el crecimiento (y posterior asentamiento) de los fondos que siguen criterios ASG a la pérdida por parte de los inversores del pensamiento o creencia de que la inversión en fondos ISR era poco más que una “obra de caridad” o una donación, ya que había quedado instaurado una especie de tópico el cual decía que los fondos ISR eran menos rentables que los que no tenían responsabilidad social. Como comenta Azpeitia (2019) en el estudio que él mismo realiza, los fondos ISR que él mismo compara apenas obtienen una diferencia de medio punto porcentual negativa en comparación con los fondos no ISR del estudio, por lo que podemos afirmar que, a pesar de las obvias restricciones que estos fondos aplican, finalmente las diferencias cuantitativas son prácticamente inapreciables.

5. Índices de sostenibilidad de los ISR.

Para analizar los movimientos bursátiles en los principales mercados del mundo, existen distintos índices bursátiles, que son aquellas medidas estadísticas que permiten estudiar las fluctuaciones o variaciones de una o varias magnitudes, en relación al espacio o al tiempo.

Los índices más conocidos son el IBEX35 (España), el Dow Jones Index (Empresas industriales de EEUU), Standard & Poors 500 (500 más importantes de la Bolsa de Nueva York), el Eurostoxx 50 (Mayores empresas zona euro), el Dax 30 (Alemania) o el FT100 (Reino Unido). Estos índices son índices de referencia mundiales y a su vez son subyacentes en multitud de productos derivados.

En el caso del IBEX35, este índice no distingue ni realiza ninguna diversidad por sector y su única variable que tienen en cuenta es la liquidez de las acciones de las compañías que lo componen, aunque siempre con cierta exigencia de nivel de capitalización; por estas razones, y aprovechando el crecimiento que venían dando los ISR se lanzó el índice FTSE4Good Ibex en el año 2008, lanzado por Financial Times y Bolsas y Mercados Españoles.

Este índice ético recoge en sus criterios de selección de compañías (FTSE, 2013) la inclusión de aquellas compañías ya incluidas en el IBEX 35 que cumplan con criterios ASG más ciertos criterios de negocio (excluidas las sociedades de inversión en renta variable) y restricciones en capital flotante; cada 6 meses se revisa que entidades son excluidas y cuales entran en su lugar y en el desarrollo de los criterios de inclusión participan ONG's, académicos independientes, empresarios y organismos inversores

(Espinós, 2019). En el proceso de selección, se realiza un primer filtro de eliminación o exclusión en el que se retiran las empresas con negocio en la industria tabacalera, militar o nuclear; en el segundo filtro se realiza lo contrario, es decir, buscar aquellas que tengan unas mejores políticas medioambientales, de igualdad en el ámbito laboral y a favor de los derechos humanos y que se trabaje contra el cambio climático.

Este índice sirve tanto para los inversionistas, ya que así pueden conocer de primera mano cómo cotizan las empresas que tienen buenas políticas ASG y revisar cuáles tienen o no un comportamiento más o menos éticos, como para las propias empresas ya que el figurar en este índice les sirve para enmarcarse dentro de las empresas comprometidas socialmente. A continuación, se muestra la tabla 4 con los componentes del IBEX35 y del FTSE4Good IBEX.

Tabla 4. Empresas en el IBEX35 y FTSE4Good IBEX.

IBEX35	FTSE4Good IBEX
Acciona	-
Acerinox	-
ACS	-
Aena	-
Almirall	-
Amadeus	-
ArcelorMittal	ArcelorMittal
Banco Sabadell	Banco Sabadell
Bankia	-
Bankinter	Bankinter
BBVA	BBVA
-	BME
CaixaBank	CaixaBank
Cellnex Telecom	-
Cie Automotive	-
Colonial	-
Enagás	Enagás
ENCE	ENCE
Endesa	-
-	Ercros
-	FCC
Ferrovial	Ferrovial
-	Fluidra
Grifols	-
IAG	-
Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	-

Mapfre	Mapfre
-	Mediaset
Meliá Hotels	Meliá Hotels
Merlin Properties	-
Naturgy Energy	Naturgy Energy
-	OHL
-	Promotora Informaciones
-	Prosegur
Red Eléctrica	Red Eléctrica
Repsol	Repsol
Santander	Santander
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa
Telefónica	Telefónica
Viscofan	-

Fuente: investigación propia a partir de los datos de la web investing.com a fecha 16 de septiembre (2020).

El grupo FTSE4Good, creado por el Financial Times, tiene creados a su vez otros diversos índices para cada país, continente e incluso mercados y global que sirven también para que todas las empresas del mundo puedan contar con un índice al que poder entrar y que los inversores puedan con esto saber que empresas en el mundo pueden invertir y que estas sigan unos criterios éticos adecuados.

5.1. Dow Jones Sustainability Index.

El otro índice bursátil de sostenibilidad más importante que podemos encontrar es el Dow Jones Sustainability Index (en adelante DJSI). Formado en la bolsa de Nueva York por 318 compañías en septiembre de 1999, es la principal referencia mundial en términos de índices bursátiles sostenibles (Marichalar B., 2014).

Una vez al año, la institución RobecoSAM se encarga de seleccionar a las empresas que formarán parte de este índice siguiendo distintos criterios sobre 3 dimensiones distintas (social, económica y medioambiental), y estos criterios son puntuados en un cuestionario entregado a todas las empresas de unas 100 preguntas sobre las 3 dimensiones. A su vez, como en la mayoría de índices sostenibles, hay varios filtros de exclusión como la exclusión de la industria armamentística, alcohol y tabaco, apuestas y energía nuclear.

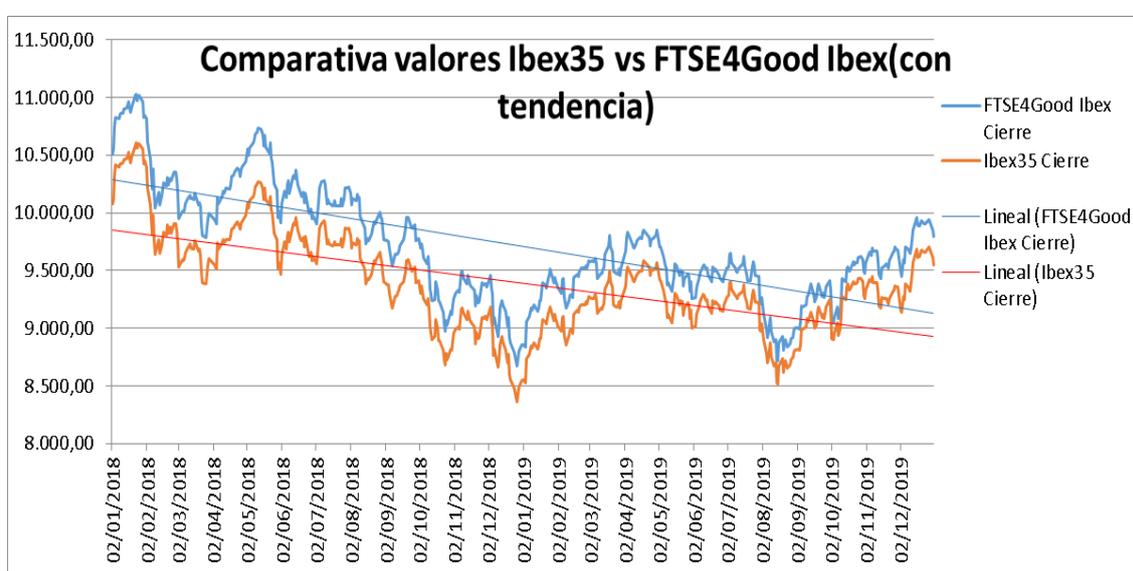
A día de hoy 15 empresas españolas (Amadeus, BBVA, Banco Santander, Bankinter, CaixaBank, Enagas, Endesa, Ferrovial, Energy, Naturgy Energy Group, Iberdrola, Inditex, Indra, Mapfre y Red Eléctrica) que forman parte de este índice (EuropaPress, 2019).

6. Análisis comparativo IBEX 35 y FTSE4Good IBEX.

Una vez explicados los índices principales de forma teórica, vamos a realizar una comparativa de los puntos índices de ambos en los años 2018 y 2019, para comprobar si los criterios de exclusión llevados a cabo por el índice sostenible merman ese índice a la hora presentar mejores resultados que su homólogo tradicional.

A día 02/01/2018 el precio de cierre del Ibex 35 fue de 10.079,10 puntos, mientras que el del FTSE4Good Ibex fue de 10.505,80 puntos, habiendo una diferencia entre ellos de un 4,06% y 426,7 puntos; a continuación, se observará en el gráfico 6 la evolución de los mismos hasta el 31/12/2019, que fue el último período analizado:

Gráfico 6. Comparativa valores Ibex35 vs FTSEGood Ibex.



Fuente: Investigación propia basado en los datos de la Bolsa y Mercados Españoles.

En el gráfico podemos observar la tendencia descendente de ambos índices en estos dos últimos años, si bien se aprecia un descenso más moderado del Ibex35 que del FTSE4 Good Ibex, reduciéndose la diferencia entre ambos a un 2,47% y 241,8 puntos básicos, una reducción de la diferencia de un 43,57%. La diferencia promedio entre ambos índices ha sido de 320,5 puntos y 3,28%.

Con estos datos, podríamos afirmar que el índice Ibex35 es un índice más estable que el sostenible, pero para hacer esta afirmación completa debemos averiguar por qué el índice FTSE4Good Ibex se ha comportado peor, por lo que vamos a analizar 4 empresas que únicamente formen parte del Ibex 35 (que serán Cellnex Telecom, ACS, AENA y Bankia)

y 4 que únicamente integren el índice FTSE4Good Ibex (Fluidra, BME, Prosegur y FCC), asumiendo *ceteris paribus* del resto de compañías que integran ambos índices y que afectarían de forma neutra una subida o una bajada en su cotización ya que afectaría a ambos índices por igual.

A continuación, en la tabla 5, se mostrará una evolución de los valores bursátiles anteriormente citados y su evolución en estos dos años citados:

Tabla 5. Comparativa valores bursátiles que componen Ibex35 vs FTSEGood Ibex.

		Promedio %Var diario	Variación Valores de 01/01/18-31/12/19
FTSE4Good Ibex	Prosegur	-0,10%	-46,07%
	BME	0,07%	23,93%
	FCC	0,06%	26,54%
	Fluidra	0,03%	11,21%
Ibex 35	Cellnex	0,14%	85,18%
	ACS	0,04%	12,57%
	AENA	0,01%	-1,11%
	Bankia	-0,13%	-52,76%

Fuente: investigación propia basado en los datos de la Bolsa y Mercados Españoles.

En el caso de las empresas que analizamos, podemos observar que en ambos índices hay una empresa que ha sufrido un descenso muy acusado en su cotización (Prosegur en el caso del FTSE4Good Ibex, Bankia en el caso del Ibex 35) y que han lastrado el incremento en la cotización que suponían las otras; por otro lado, podemos observar que Cellnex casi ha duplicado su valor bursátil en 2 años, beneficiando así la variación del resto del índice, como podemos observar en la tabla 6 que se muestra a continuación:

Tabla 6. Variación promedio 4 valores analizados de cada índice.

	Variación Promedio 4 valores
FTSE4Good Ibex	3,90%
Ibex 35	10,97%

Fuente: investigación propia basado en los datos de la Bolsa y Mercados Españoles.

Con esta tabla resumen observamos que, analizando los 4 valores de cada índice en conjunto, vemos que la variación de los valores que componen el Ibex 35 han tenido una

mejor evolución que sus homólogos sostenibles, reafirmando lo que observábamos en el gráfico 6 que los valores que componían el Ibex 35 han tenido un mejor comportamiento que los valores que componen el FTSE4Good Ibex, por lo que podemos afirmar, ahora sí, que en este caso ha existido un coste financiero en elegir el índice sostenible sobre el tradicional.

7. Conclusiones.

En resumen, los fondos ISR han llegado al mundo de la gestión de activos financieros para quedarse, y avanza unido a la mayor concienciación que desde la sociedad tenemos acerca de aspectos de los que antes no nos preocupábamos tanto como el cuidado del medioambiente, la protección y los derechos tanto de los trabajadores como de las comunidades y la importancia de la relación entre las empresas y las políticas de gobierno que llevan a cabo a la hora de dejar una huella en la sociedad.

La importancia también de las gestoras de fondos de seleccionar (o excluir) de sus carteras aquellos fondos que no cumplen con criterios ASG fuerzan a su vez que las empresas quieran aplicar ellas mismas estos criterios, dado que, si no se adaptan al nuevo escenario inversor que está viniendo, muchas de ellas se quedarán atrás, y con ellas millones de euros y de empleos.

Los propios inversores, como se ha explicado anteriormente, también ejercen poder y presión sobre las empresas, de forma que cada vez un mayor porcentaje de las carteras de las grandes gestoras tanto nacionales como globales debido a la mayor preferencia de estos en fondos que no únicamente cumplan con unos objetivos económicos, sino que también sirvan para mejorar tanto sus comunidades, políticas de empleo como medio ambiente y gobernanza empresarial.

Por otro lado, según hemos podido analizar en el apartado 6 del trabajo, todavía existe un llamado “coste” por buscar invertir de una forma socialmente responsable, aunque las diferencias no sean tan significativas como se creen, y las inversiones socialmente responsables no tengan un objetivo puramente financiero, sino que busque otros componentes, tales como la sostenibilidad, la buena gobernanza y el cuidado de la naturaleza.

En este momento que se está viviendo a día de hoy, en el que debido al COVID-19 casi la totalidad de la población mundial se está viendo recluida, se están perdiendo miles de

vidas y millones de empleos se están viendo destruidos, debemos seguir señalando que los fondos de ISR, las empresas que los integran, las gestoras que los forman y los inversores que participan, tienen más importancia que nunca, ya que el mundo que nos encontraremos al pasar esta pandemia deber ser un mundo más justo, basado en unas prácticas sostenibles, un consumo responsable y unas políticas constructivas que se centren en la premisa de querer dejar el planeta mejor de lo que nos lo encontramos, para así dejar de consumirlo y volver a aprender a convivir en él, de igual forma que hay que esperar que este nuevo “estilo” de vida refuerce el pensamiento que sin una inversión responsable, en un futuro no habrá un planeta en el que invertir.

8. Bibliografía

- Albareda, L. y Balaguer, M.R., 2006 “Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España”.
- Alemany, J., 2016. “Las finanzas éticas”.
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, 2020. “Circular ISR”, artículo publicado en la web inverco.es, consultada el 5 de mayo de 2020. <http://www.inverco.es/20/21/24>.
- AVIVA Group, 2020. “The Stewardship Funds Philosophy and Investment Policies”, página web corporativa de AVIVA, consultada el 2 de abril de 2020, <https://www.aviva.co.uk/retirement/fund-centre/stewardship/>.
- Azpeitia, M. 2019. “Fondos de inversión. El precio de la responsabilidad social”.
- Camino D., y López J. 1995. “Un análisis de la inversión ética en España”, Boletín de Estudios Económicos.
- Castro, C. 2019. “Análisis de inversión en fondos sostenibles”.
- Domini, A., 2001. Socially Responsible Investing: Make Money While you Make a Difference, Dearborn Financial Publishing, Chicago.
- Dopacio, C.A., Valor, C. y García J.C., 2007. “Los productos socialmente responsables y su actividad comercializadora por los proveedores de servicios financieros de la economía social: sociedades cooperativas de crédito y cajas de ahorro”, artículo publicado en la revista CIRIEC en su número 57.
- Espinós, M.D., 2019. “El concepto de empresa ética o sostenible y su importancia en el diseño de productos de inversión socialmente responsables”.
- EuropaPress, 2019. “Un total de 15 empresas españolas aparecen en el índice de sostenibilidad DJSI World 2019, la misma cifra que en 2018”, artículo publicado en la web corporativa EuropaPress, consultada el 15 de septiembre de 2020. <https://www.europapress.es/epsocial/responsables/noticia-total-15-empresas-espanolas-aparecen-indice-sostenibilidad-djsi-world-2019-misma-cifra-2018-20190914131133.html>.

- European Commission, 2001. “Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility”.
- European Sustainable Investment Forum, 2020. “Mission”, artículo publicado en la página web corporativa Eurosif consultada el 1 de mayo de 2020. <http://www.eurosif.org/mission/>.
- Fernández, M.A. y Muñoz, M.J., 2010 “Finanzas Sostenibles”.
- Ferruz, L., Muñoz, F. y Vicente, R., 2010 “El mercado de los fondos éticos en EE.UU. Criterios de selección”.
- FTSE, 2013. “Normas técnicas del índice FTSE4Good Ibex”.
- García, N. y Vicario, R., 2019. “¿Qué son los criterios ESG en una inversión socialmente responsable?” artículo publicado en la web eleconomista.es, consultada el 1 de mayo de 2020.
- Lorente, M.J., 2019. “inversión con compromiso”, página web corporativa de M.J. Lorente, consultada el 1 de abril de 2020, <http://mjlorente.es/arama/inversion-con-compromiso/>.
- Marichalar, B., 2014 “Índices bursátiles sostenibles y otros criterios para “medir” la sostenibilidad en la empresa”.
- Ochoa, J. 2013. “Finanzas para una economía humana sostenible: hacia la banca ética”.
- Plana, A. 2020. “Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR)”.
- Spainsif Foro Español de Inversión Socialmente Responsable, 2019. “¿Cómo se integran los criterios ASG en la cartera?”, artículo publicado en la web spainsif.es, consultada el 2 de abril de 2020.
- Spainsif Foro Español de Inversión Socialmente Responsable, 2019. “Estudio 2019”. Enlace publicado en la web spainsif.es, consultada el 15 de mayo de 2020.
- Spainsif Foro Español de Inversión Socialmente Responsable, 2019. “Plan estratégico 2019-2021”. Enlace publicado en la web spainsif.es, consultada el 15 de mayo de 2020.
- UK Sustainable Investment and Finance Association, 2020. “What is Sustainable Finance?”. Enlace publicado en la web uksif.org, consultada el 3 de junio de 2020.

- USSIF The Forum for Sustainable and Responsible Investment, 2020. “Sustainable Investing Basics”, página web corporativa del USSIF, consultada el 24 de abril de 2020, <https://www.ussif.org/sribasics>.
- Vázquez, O., 2004. “Qué es RSC”, página web corporativa del Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa, consultada el 15 de marzo de 2020, <https://observatoriorsc.org/la-rsc-que-es/>.