

Prepint del capítulo: Fernández-Izquierdo, M.A.; Muñoz-Torres, M.J.; Escrig-Olmedo, E. Rivera-Lirio, J.,; y Ferrero-Ferrero. I (2019): Capítulo 9. La inversión socialmente responsable. Memento Responsabilidad Social Corporativa. Editorial lefevre. Disponible en: <https://www.efl.es/catalogo/mementos/memento-responsabilidad-social-corporativa>

10. INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

María Ángeles Fernández Izquierdo

María Jesús Muñoz Torres

Juana María Rivera Lirio

Idoya Ferrero Ferrero

Elena Escrig Olmedo

ÍNDICE

1. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y SU EVOLUCIÓN

- 1.1. Desarrollo del concepto de finanzas socialmente responsables (ISR)
- 1.2. Evolución y situación actual de la ISR en el mundo
- 1.3. Elementos tractores de la ISR

2. ESTRATEGIAS PARA LA TOMA DE DECISIONES EN INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

- 2.1. Screening negativo
- 2.2. Best-in-class
- 2.3. Integración de los criterios Ambientales Sociales y de Gobernanza - ASG
- 2.4. Fondos temáticos
- 2.5. El activismo de los accionistas
- 2.6. Inversiones de impacto

3. EL MERCADO ISR

- 3.1. Productos Financieros que incorporan la sostenibilidad en su diseño
 - 3.1.1. Fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables
 - 3.1.2. Vehículos de inversión en microfinanzas
 - 3.1.3. Fondos de capital-riesgo
 - 3.1.4. Bonos sostenibles
 - 3.1.5. Otros productos
- 3.2. Instituciones que participan en el mercado de productos financieros sostenibles
 - 3.2.1. Sistema bancario: banca ética y banca tradicional
 - 3.2.2. Índices Bursátiles Socialmente Responsables
 - 3.2.3. Agencias de Rating en Sostenibilidad
 - 3.2.4. Agencias de Sostenibilidad de Seguros
- 3.3. Principios, certificaciones e instituciones tractoras de la ISR
 - 3.3.1. Principios de Naciones Unidas sobre ISR - UNPRI
 - 3.3.2. Principios de Sostenibilidad en Seguros
 - 3.3.3. Códigos, Sellos y Certificaciones ISR
 - 3.3.4. Foros de impulso de la ISR

3.3.5. Plan de Acción de la Comisión Europea sobre Finanzas Sostenibles

4. PERFORMANCE FINANCIERA Y SOCIAL DE LA ISR

4.1. Elementos que conforman los modelos de valoración de la sostenibilidad en los mercados financieros

4.2. ¿Cómo se mide la sostenibilidad?: medidas de valoración de desempeño y rating

4.3 Valoración ajustada a riesgos: medición de riesgos FASG en el mercado

5. CONCLUSIONES

1. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y SU EVOLUCIÓN

El *Forum for Sustainable and Responsible Investment in US (USSIF)* (2014) define las inversiones sostenibles, responsables y de impacto, todas ellas englobadas tradicionalmente bajo el enfoque de la Inversión Socialmente Responsable (ISR), como “las inversiones que consideran criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) para generar beneficios financieros competitivos a largo plazo y un impacto positivo en la sociedad”. Por lo tanto, las inversiones socialmente responsables o inversiones sostenibles pueden ser consideradas como una alternativa de inversión que integra criterios de sostenibilidad (ambientales, sociales y de buen gobierno) a los tradicionales objetivos financieros de minimización de riesgos y maximización de rentabilidad.

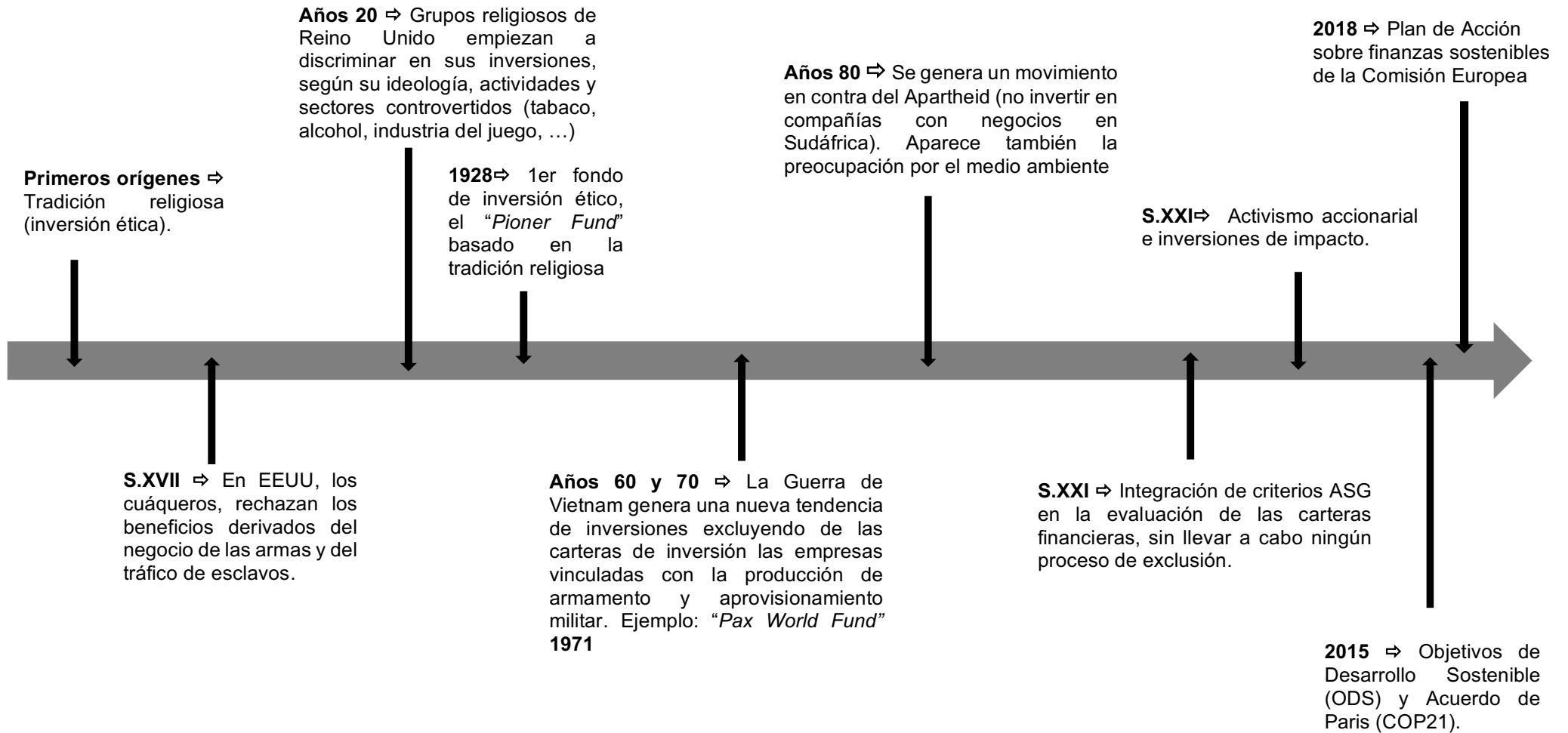
1.1. Desarrollo del concepto de finanzas socialmente responsables (ISR)

La inversión socialmente responsable es un concepto dinámico que va evolucionando a lo largo del tiempo. Se puede decir que la ISR tiene su origen en la denominada inversión ética surgida de grupos de religiosos que aplicaban filtros negativos para excluir determinadas inversiones. Sin embargo, no será hasta 1971, con el lanzamiento del “*Pax World Fund*”, destinado a inversores que no querían invertir sus capitales en inversiones vinculadas con la Guerra de Vietnam, y el posterior movimiento en 1980 de exclusión de activos que contribuyesen a la perpetuación del Apartheid en Sudáfrica de las carteras de inversión, que la inversión socialmente responsable empezara a adquirir importancia y a tomar cuerpo como alternativa de inversión para un grupo cada vez más importante de inversores.

En el siglo XXI el movimiento se ha institucionalizado y se ha pasado de estrategias basadas en la eliminación del universo de inversión de determinados sectores, a otras más sofisticadas que tienen como objetivo incluir en las carteras a aquellas empresas con mejores prácticas en términos de sostenibilidad.

Además, en la actualidad la ISR está facilitando el diálogo con las compañías, lo que permite actuar como elemento tractor de las estrategias de sostenibilidad y colaborar en el cambio al modificar sus decisiones y procesos, llegando incluso a ejercer un activismo accionario mediante el derecho a voto de los accionistas (Gráfico 1).

Figura 1: Origen y evolución de la ISR



Fuente: Elaboración propia

1.2. Evolución y situación actual de la ISR en el mundo

Uno de los factores que más ha potenciado la enorme evolución de la actividad financiera en los mercados en los últimos 25 años es la globalización. El aumento de los flujos financieros negociados en los mercados internacionales, así como el número de países que participan en estos mercados, ha propiciado una enorme expansión de las instituciones financieras, de su alcance y de la innovación financiera a nivel internacional.

Una de las claves principales en este proceso de globalización en los mercados financieros es la rapidez con la que la información se transmite entre ellos, lo que supone que cualquier reacción existente en un mercado principal se contagie a otros mercados de forma inmediata. De esta manera, los mercados se caracterizan por tener patrones de comportamientos similares, existiendo unos co-movimientos en los mercados internacionales que indican que la información principal se traslada de los mercados internacionales de Nueva York y Londres hacia el resto de los mercados.

El mercado financiero de la inversión socialmente responsable ha seguido también el mismo patrón de comportamiento. Surgió en EEUU, de movimientos religiosos y, más tarde, de movimientos de carácter ético y político. Posteriormente llegó a Europa donde hubo un gran impulso con la creación de una norma de carácter voluntario por parte de la Bolsa de Londres, en la cual se solicitaba que los fondos de pensiones informasen sobre los criterios ambientales y sociales que tenían a la hora de realizar sus inversiones. Esta ola expansiva se ha ido trasladando al resto de países, sobre todo de los denominados occidentales.

El tamaño estimado del mercado mundial de la ISR, según el informe de la Alianza Global de la Inversión Sostenible-GSIA (2016), alcanzó los 22,89 trillones de dólares americanos a principios de 2016. Esto representaba ya el 26,3% del total de los activos gestionados a nivel mundial. En 2018, el GSIA ya estimaba que el importe de fondos ISR a nivel mundial habría superado los \$30,7 trillones de dólares, con una tasa de crecimiento del 34% al compararlo con los datos del 2016 (GSIA, 2018). En términos generales todas las regiones vieron como aumentaban los activos gestionados bajo parámetros de ISR, siendo el mayor aumento el mostrado en la región de Japón y

Nueva Zelanda (Cuadro 1).

Cuadro 1: Crecimiento de las inversiones en activos de ISR

Detalle por regiones en %

Regiones	Crecimiento por periodo		CAGR 2014-2018
	Crecimiento 2014-2016	Crecimiento 2016-2018	
Europa	12%	11%	6%
Estados Unidos	33%	38%	16%
Canada	49%	42%	21%
Australia/ Nueva Zelanda	248%	46%	50%
Japón	6692%	307%	308%

Fuente: elaboración propia a partir de GSIA (2018)

No obstante, uno de los principales retos de la expansión de la ISR a nivel mundial radica en la complicada transferencia de conceptos, principios y valores de unos sistemas económicos y culturales a otros. Esto implica que los criterios de escrutinio elegidos entre unos y otros difieran de forma significativa, sin existir una correspondencia directa entre ellos. Así, por ejemplo, las culturas orientales presentan un elevado nivel de escrutinio con carácter ambiental o incluso sólo presentan criterios de selección de tipo religioso, como es el caso de la religión islámica, algo que difiere de las culturas occidentales.

En Europa la ISR ha tenido un crecimiento constante, aunque desigual. El cuadro 2 muestra el crecimiento por países de la ISR en la primera mitad de la década. Destacar de la Europa de los 13, que Francia lidera claramente el segmento de la ISR. El espectacular crecimiento de la ISR en Francia, que desde 2011 al 2013 supuso un 166%, contrasta con las cifras de España que, para las mismas fechas, disminuyó un 12%.

En la actualidad, entre los mercados que están experimentando un crecimiento en progresión geométrica, están países como el Reino Unido, Holanda, Noruega, Francia, Suecia y a menor escala países como Italia y Alemania.

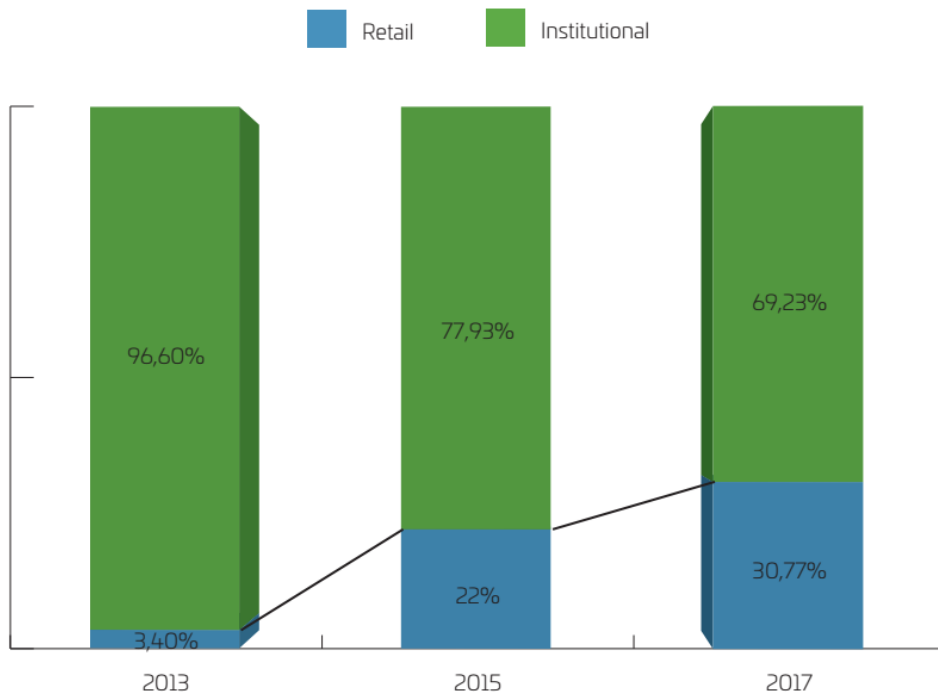
Cuadro 2. Crecimiento total de la ISR en Europa (13), con detalle por países

País (€ Mn)	2011	2013	CAGR
Austria	€ 56	€ 82	21%
Bélgica	€ 367	€ 816	49%
Finlandia	€ 322	€ 220	-17%
Francia	€ 623	€ 4,392	166%
Alemania	€ 4,523	€ 4,127	-4%
Italia	€ 1,051	€ 1,094	2%
Holanda	€ 19,914	€ 20,163	1%
Noruega	€ 676	€ 2,078	75%
Polonia	€0	€0	0%
España	€ 107	€ 82	-12%
Suecia	€ 396	€ 1,985	124%
Suiza	€ 11,079	€ 11,061	0%
Reino Unido	€ 8,932	€ 12,860	20%
Europa (13)	€ 48,046	€ 58,961	11%

Fuente: Spainsif (2014)

Los datos más recientes muestran que el mercado de la ISR en Europa continúa siendo principalmente institucional, representando aproximadamente el 70% del total de activos ISR. Sin embargo, el mercado retail poco a poco ha ido ganando peso pasando de representar el 3,4% en 2013, al 22% en 2015, al 30,77% en 2017 (Eurosif, 2018).

Figura 2: Desglose de activos SRI por tipo de inversor 2013-2017



Fuente: Eurosif (2018)

Por otro lado, reseñar que el número de fondos europeos que siguen criterios de inversión responsable es de 1.874, según el estudio “*The European Responsible Investing Fund Survey 2015*” elaborado por KPMG (diciembre de 2014). Sus activos ascienden a 372 billones de euros. Esto representa el 3,3% de los activos de la industria europea y suponen el 3,4% del número de fondos. Por regiones, Francia, Reino Unido, Suiza y Holanda representan el 68% del total de los fondos ISR según los datos del estudio “*Green, Social and Ethical Funds in Europe*” elaborado por Vigeo Eiris (2016).

En España no es hasta finales de la década de los noventa cuando aparecen los fondos socialmente responsables. En 1997 nace el primer fondo de inversión domiciliado y gestionado en España, que podríamos definir como “ético”, el *Iber Fondo 2020Internacional*, dirigido básicamente a aquellas personas e instituciones que exigen que sus inversiones sean respetuosas con los principios de la moral católica. No obstante, en 1994 habían empezado a comercializarse dos fondos domiciliados en Luxemburgo, el *Iber Fondo 2000* y el *BCH Horizons*. En 1997 se inicia la comercialización del fondo *Arco Iris* de *Ahorro Corporación*, que orienta su política de inversiones hacia empresas y tecnologías que respetan el medio ambiente, pero no es hasta mediados de 1999 cuando se experimenta un crecimiento significativo, habiendo en 2010 un total de 16 los fondos de ISR gestionados en España.

Sin embargo, cuando hablamos de fondos de pensiones y empleo es donde observamos el avance más significativo de este tipo de inversiones en nuestro país. Esta situación se ve favorecida por los últimos avances en el marco legislativo de apoyo a la ISR en España debiéndose destacar, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (LES) que exige que se divulgue cada año si los fondos de pensiones incorporan criterios medioambientales, sociales o de gobierno corporativo en su enfoque de inversión y, la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social, por la que las comisiones de control de los fondos de pensiones tienen que elaborar una declaración de sus principios de inversión. En el caso de los fondos de pensiones de empleo deberá hacer referencia a si se tienen en consideración criterios de inversión socialmente responsables, debiendo dejar constancia en el informe de gestión sobre la política ejercida en relación con tales criterios. Derivado de la LES y de la Ley de

Reforma del Reglamento de la Seguridad Social, materializado en la modificación, en el año 2014, del artículo 69 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, se referencia el deber de informar por parte de los Planes de Pensiones de Empleo de los criterios extra financieros aplicados en sus políticas de inversión.

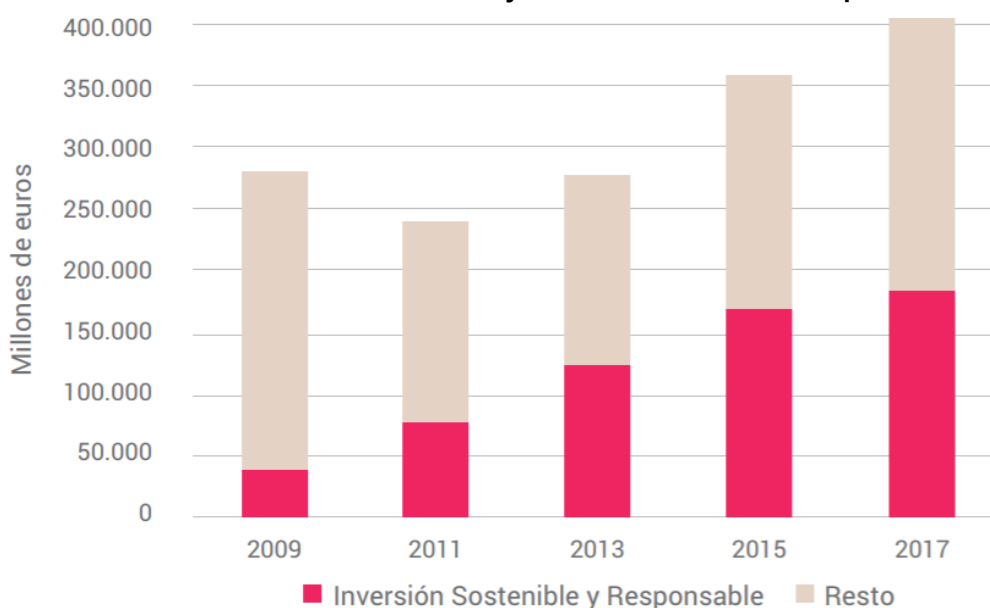
En línea con este enfoque, en los últimos años la Comisión Europea y numerosos estados miembros como España han intensificado sus esfuerzos para promover la adopción de políticas de sostenibilidad por parte de las empresas, ya que éstas se conciben como una oportunidad para que las empresas avancen hacia un modelo productivo más sostenible, equitativo y competitivo.

En octubre de 2014, el Consejo de Ministros aprobó la Estrategia estatal de responsabilidad social empresarial (EERSE), a llevar a cabo entre los años 2014 y 2020. Dicha estrategia propone diez líneas de actuación entre las que hay una específica dedicada a la ISR (Spainsif, 2016).

Gracias a éstas y otras iniciativas, los activos bajo gestión que siguen alguna de las estrategias ISR están experimentando un crecimiento constante en España, desde las primeras mediciones del año 2003 (Spainsif, 2018).

Aunque hasta 2013 en España el desarrollo de la ISR fue muy escaso, comparado con otros países europeos, entre los años 2015 y 2017 los activos bajo gestión ASG en España alcanzaron los 185.614 millones de euros, con un crecimiento en el periodo del 10%, un 2,4% superior al del conjunto de la economía española y un 3,7% superior al crecimiento del índice bursátil de referencia en España, el IBEX353. Este patrimonio, además, representa el 62% de los activos bajo gestión profesional de las entidades encuestadas (Spainsif, 2018).

Figura 3: Comparación entre los activos ASG y el total de activos bajo gestión de las Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones Españoles



Fuente: Spainsif (2018): Informe anual - La inversión sostenible y responsable en España

En 2016 los activos bajo gestión que contemplaban alguna estrategia ISR en sus políticas de inversión significaban el 47% del total del mercado de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones en España (Spainsif, 2016).

El mercado español de la ISR está por tanto dominado por grandes inversores institucionales que representan en torno al 97% de los activos gestionados con criterios ASG (Spainsif, 2016). Entre ellos, son los planes de pensiones de empleo los principales impulsores del mercado de la ISR en España.

En cuanto a la distribución del tipo de activos que componen las carteras ISR, se observa que en el 2017 el 53% del patrimonio gestionado bajo criterios ISR se invertía en renta variable mientras que el 35% se invertía en renta fija (Spainsif, 2018). Siendo los fondos de inversión ASG que invierten en renta variable los más numerosos, seguidos por los de renta fija y mixtos (Spainsif, 2018).

1.3. Elementos tractores de la ISR

Entre los diferentes factores que favorecen y potencian el crecimiento de la ISR en los últimos años podemos señalar los siguientes, de acuerdo con los informes de Eurosif (2016) y Spainsif (2013):

- La presión externa ejercida por determinados actores, como por ejemplo las ONGs, los medios de comunicación o los sindicatos.
- La demanda de los inversores institucionales a través de los fondos de pensiones.
- El desarrollo de una legislación favorable a la ISR por parte de algunos países (Reino Unido, Francia, Australia, Nueva Zelanda, etc.)
- Las iniciativas internacionales de apoyo a la ISR como los Principios para la Inversión Socialmente responsable (UN-PRI), los Principios para la Sostenibilidad en Seguros (Principios para unos Seguros Sostenibles. UNE-FI. (2012), etc.
- Los *Labels y Certificaciones* presentes ya en Francia, Austria, Australia, etc. Su influencia puede venir no solo por la vía tradicional de facilitar la identificación de estos productos por parte del ciudadano, sino por el efecto de imitación y seguimiento.
- Incentivos fiscales para determinadas inversiones temáticas, normalmente ambientales. También aquellas inversiones sociales ligadas a la comunidad, aunque poco comunes en España. En este sentido, existe una propuesta al Gobierno Francés en relación con los seguros de ahorro-vida y en Alemania, el Partido de los Verdes lo propone respecto a las pensiones laborales más comunes (pensiones “Riester”).
- La presión ejercida por los inversores individuales, que demandan cada vez más una mayor transparencia en el mercado financiero debido a los diferentes escándalos financieros (Parmalat, Shell, Nerón, etc.) que vienen a reflejar la importancia estratégica de aspectos de sostenibilidad como elementos de gestión de riesgos.

2. ESTRATEGIAS PARA LA TOMA DE DECISIONES EN INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

El objetivo primario de toda actividad económica no es otro que la satisfacción de las necesidades, en un sentido amplio, de todos los ciudadanos. En la práctica, tal y como recalca Futs (2002), cualquier inversión comporta algún tipo de implicaciones sociales, medioambientales, distributivas y éticas, que casi nunca se incluyen en los balances

financieros. En el análisis exclusivamente financiero no se encuentran incluidos estos efectos, de forma que al evaluar un proyecto de inversión únicamente bajo el prisma financiero del binomio rentabilidad-riesgo, se realiza un cómputo sesgado de la viabilidad de la inversión, al obviar en la toma de decisiones medida de rendimiento no económico y de no considerar los riesgos de manera integral.

Las inversiones socialmente responsables o sostenibles desde una perspectiva estratégica deben necesariamente establecer unas medias de evaluación y análisis de los desempeños empresariales, que van más allá de los criterios y técnicas económico-financieras clásicas, ya que deben incluir la preselección de la cartera de inversión desde unos parámetros de sostenibilidad. Para ello, incorporarán en sus estructuras aquellos elementos que les permitan introducir sus propios criterios y sus medidas de control. Los criterios de aplicación de estas políticas sociales, medioambientales o de gobierno corporativo han dado lugar a diferentes metodologías de preselección de activos, principalmente acciones emitidas por las empresas y, en consecuencia, a diferentes instrumentos y estrategias para la inversión con criterios de sostenibilidad. Esta estrategia de inversión permite diferenciar a la hora de seleccionar las acciones de una empresa tanto el “modo” en que ésta lleva a cabo su actividad como “la propia” actividad desarrollada.

Podemos resumir todas estas estrategias mediante la clasificación proporcionada por Eurosif (2012) donde cataloga en 7 las estrategias fundamentales para la incorporación de los criterios ASG en los procesos de inversión responsable. En el cuadro 3 se recogen esquemáticamente dichas estrategias, así como una definición escueta.

Cuadro 3: Estrategias de inversión socialmente responsable.

ESTRATEGIA	DEFINICIÓN
Exclusión de los holdings del universo de la inversión (screening negativo sectores)	Este enfoque excluye sistemáticamente a empresas, sectores o países del universo en el que se puede invertir si están implicados en ciertas actividades con base en criterios específicos.
Filtro basado en normas internacionales ASG (screening negativo normas)	Filtro de inversiones según su cumplimiento de los estándares y normas internacionales.

Selección de las estrategias de inversión (best-in-class)	Enfoque en el que se seleccionan o ponderan las inversiones principales o con mejores rendimientos dentro de un universo, categoría o clase con base en los criterios ASG (ambientales, sociales y de gobierno).
Inversión en fondos temáticos relacionados con la sostenibilidad	Inversión en temas o en activos vinculados al desarrollo de la sostenibilidad. Los fondos temáticos se centran en cuestiones específicas o múltiples relativas a los criterios ASG.
Integración de los factores ASG en el análisis financiero	Inclusión explícita de los riesgos y oportunidades ASG por parte de los gestores de activos en el análisis financiero tradicional y en las decisiones de inversión basadas en un proceso sistemático y en las fuentes de investigación adecuadas.
Activismo accionario y votación sobre cuestiones de sostenibilidad (engagement)	Actividades de activismo accionario e implicación activa mediante la votación de acciones y el compromiso con empresas sobre cuestiones ASG. Es un proceso a largo plazo que busca influir en los comportamientos o aumentar la transparencia.
Inversión de impacto	Las inversiones de impacto son inversiones realizadas a empresas, organizaciones y fondos con la intención de generar impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero. Se pueden hacer inversiones de impacto tanto en mercados emergentes como desarrollados.

Fuente: Eurosif (2012).

Para ilustrar el alcance de las diferentes estrategias en el mercado de la ISR, a continuación, analizamos con detalle el nivel de integración de las diferentes estrategias (Cuadro 4) en algunos países europeos.

Cuadro 4: Estrategias de ISR en Europa en 2018

Países Europeos/ millones de €	Best-in-class	Inversión temática en sostenibilidad	screening negativo normas	Integración de factores ASG	Engagement y Voto	Exclusiones	Inversiones de impacto
Austria	14023	992	9871 (15145)	3695 (32439)	12358 (35920)	76543 (14382)	1030
Bélgica	15570	8101	31654	97428	18502	249014	1151
Dinamarca	100	65	50080	16527	23820	211048	0
Francia	295178	20620	1845679	920055	23897	768128	1894
Alemania	22068	9184	50789 (554445)	49612 (984334)	92084 (881470)	1487161 (83336)	5232
Italia	58137	52861	105842	70425	135729	1449554	51960
Holanda	83449	7125	631721	627477	724809	724704	1391
Polonia	0	0	6841	2500	5431	7181	0
España	10364	12665	11327	67995	11750	176742	9171
Suecia	25419	1966	305833	297182	874724	720292	6422
Suiza	40889	18775	64435 (462094)	77069 (325923)	77925 (1386026)	2348797 (84228)	15041
Reino Unido	20536	16463	28391	2007847	2854400	2195394	15284

Nota: Para Austria, Alemania y Suiza, los datos entre paréntesis se refieren a la aplicación de una metodología diferente.

Fuente: Eurosif (2018)

El estudio de Eurosif (2018) confirma que las exclusiones continúan siendo la estrategia dominante en muchos países europeos, aunque estrategias más avanzadas como el *engagement*, *best-in-class* o la integración de cuestiones ASG están ganando terreno. De hecho, según datos del informe Eurosif (2018) se ha producido un crecimiento significativo de determinadas estrategias, como por ejemplo la estrategia de integración de cuestiones ASG, que ha sido la que más ha crecido con un 27% de tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR, según sus siglas en inglés).

Si analizamos el mercado de la ISR español a través de sus estrategias, observamos que las exclusiones son la estrategia con más volumen del mercado ISR en España, alcanzando el patrimonio gestionado bajo esta estrategia la cifra de 134.636 millones de euros (Spainsif, 2018).

Sin embargo, podemos observar una cierta evolución en el mercado de la ISR español ya que, según los datos del último informe de Spainsif (2018), tanto la estrategia *best-in-class* como la estrategia de integración de criterios ASG ha conseguido una alta tasa de crecimiento, con un 87% (CAGR).

Estos datos se interpretan en el sentido de que la ISR en España está evolucionando hacia un mercado más maduro, en el que los activos que anteriormente se contabilizaban en la estrategia de screening basado en normas, aplican ya el *best-in-class* y la integración de aspectos ASG.

2.1. Screening negativo

Durante las décadas de los años setenta y ochenta, en las primeras etapas de desarrollo de la ISR, primaban criterios negativos de preselección, excluyendo del universo de inversión sectores de inversión ligados a actividades controvertidas, contrarias a cuestiones ideológicas o sociales (por ejemplo, industria militar, las industrias vinculadas a la producción y distribución de energía nuclear, las consideradas contaminantes o destructoras del medio ambiente, las que realizan sus test con animales vivos, productos transgénico, etc.). Es la denominada estrategia basada en el screening negativo de sectores de inversión.

Por otro lado, este screening negativo también puede estar basado en la exclusión de empresas por comportamientos contrarios a estándares o normativas internacionales y derechos fundamentales de naturaleza social y/o ambiental.

2.2. Best-in-class

La evolución del concepto de la ISR condujo a la idea de considerar no sólo excluir determinadas actividades, sino también de incluir empresas “modélicas” (*best-in-class*). Este planteamiento, amparado bajo el concepto de discriminación positiva, tiene profundas implicaciones, ya que “premia” a las empresas que adoptan una serie de buenas prácticas, tanto en su gestión financiera como en temas medioambientales y/o sociales o de gobernanza. La preselección positiva de la cartera se basa en dos ámbitos fundamentalmente: el medioambiental y el social. En el ámbito medioambiental, a partir de la aplicación del concepto de *desarrollo sostenible* vinculado a la gestión empresarial; de esta forma, se identifican aquellas empresas que han adaptado su gestión a criterios de sostenibilidad: energía alternativa, transporte público, control de la contaminación ambiental, uso de energías alternativas, etc. En el ámbito social, se identifican las empresas con estrategias sociales más innovadoras, es decir, las que han optado por asumir un rol activo en la gestión de los impactos sociales de su actuación, o bien por otras políticas relacionadas con la responsabilidad social de las empresas.

En este sentido, el establecimiento de los criterios de selección para los mencionados filtros está sujeto a un conjunto de reglas y principios que pretenden clarificar y dar una mayor transparencia de los mismos, entre los cuales podemos destacar los siguientes (Joly, 1993):

- Principio de lo generalmente rechazado, se refiere a que no se debe invertir en empresas o sectores cuyas actividades entren en conflicto con los requerimientos morales de la sociedad: tráfico de drogas, pornografía infantil, etc.
- Principio de temas controvertidos, cuando una inversión entra en conflicto con los requerimientos morales de un grupo social importante, el fondo debe identificar y excluir estas inversiones: por ejemplo, energía nuclear, tabaco, tráfico de armas, etc.

- *Principio de prudencia*, se refiere a que se deben valorar todos los aspectos de las empresas, de modo que se puedan identificar todos sus resultados relevantes sobre medioambiente, sobre las personas, etc.
- *Principio de negligencia*, se refiere a que los gerentes de fondos socialmente responsables deben prestar atención a todas las consecuencias de sus decisiones; la ignorancia no puede servir de excusa.

2.3. Integración de los criterios Ambientales Sociales y de Gobernanza - ASG

Una estrategia basada en la integración de los criterios ASG, consiste en la inclusión de los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en el análisis financiero, integrando conjuntamente en la valoración estos criterios con los financieros podemos hablar de criterios FASG (financieros, ambientales, sociales y de gobernanza). Al igual que el resto de las estrategias, la inclusión de dichos criterios (sean los que sean) debe explicitarse en los folletos emitidos por las gestoras de los fondos.

Una de las principales motivaciones para la integración de criterios ASG (Spainsif, 2014) en el proceso de inversión, es la incorporación de factores de gestión activa, que se consideran fuentes de riesgo y de rentabilidad. En este contexto la inclusión de criterios ASG puede mitigar los riesgos y aprovechar las oportunidades derivadas de las cuestiones extrafinancieras.

Tener en cuenta todos estos riesgos de manera integral y gestionar de forma sostenible se propone como una solución para el cambio de modelo económico, incorporando al proceso de toma de decisiones variables extrafinancieras y sistemas de información transparentes. Bajo este escenario, la gestión y valoración riesgos FASG adquiere una gran importancia para la supervivencia de las empresas dentro del actual contexto financiero (Fernández y Muñoz, 2012).

2.4. Fondos temáticos

Los fondos temáticos son aquellos que invierten en temas o en activos vinculados al desarrollo de la sostenibilidad. Los fondos temáticos se centran en cuestiones relativas a los aspectos ASG contribuyendo, así, a hacer frente a desafíos sociales y/o

medioambientales como el cambio climático, la eficiencia ecológica y la salud. Así, por ejemplo, los fondos temáticos suelen invertir en empresas especializadas en energías renovables, agua y otros sectores.

En España la inversión en fondos temáticos ha aumentado ligeramente en los últimos años, aunque continúa siendo una de las estrategias de ISR menos utilizadas en el mercado español.

2.5. El activismo de los accionistas

Todo accionista tiene derecho a participar como copropietario en la toma de las decisiones de las compañías a través de su derecho al voto. A través de una estrategia basada en el activismo accionarial, los pequeños accionistas, de manera agrupada, pueden influir en la toma de decisiones de la compañía. Lo importante no es tanto que las propuestas reciban un apoyo de votos suficiente, como de atraer la atención de la dirección y del resto de accionistas hacia el aspecto sobre el que se genera el activismo.

De acuerdo con los resultados del informe publicado por Novethic (2011), las motivaciones de los diferentes inversores para realizar activismo accionarial son diversas; podemos citar motivaciones relacionadas con preservar o mejorar el valor a largo plazo de la compañía (principalmente inversores institucionales y gestores de inversión); con la gestión del riesgo reputacional (principalmente inversores institucionales); para defender los derechos humanos, la protección del medio ambiente, la reducción de la pobreza (principalmente ONGs); para mejorar las prácticas de ASG en las empresas o solicitar más información sobre cuestiones extrafinancieras, etc.

El activismo crítico de los accionistas y de los ciudadanos organizados en grupos de presión puede sensibilizar tanto a la opinión pública acerca de las líneas estratégicas de una empresa e influir en su toma de decisiones, como intentar convencer a la corporación de que cambie de política.

El diálogo directo con las compañías con el fin de impulsar o apoyar determinadas resoluciones, denominado también “diálogo constructivo”, es un paso más en la línea de fomentar las actitudes responsables. Algunos inversores sostienen que una

participación activa en las decisiones de una empresa es una forma más efectiva de modificar los comportamientos empresariales, que la mera acción aislada de invertir o desinvertir en determinadas empresas. Así, cuando la directiva de una empresa toma decisiones contrarias a los criterios de un colectivo o fondo socialmente responsable que practique el diálogo constructivo, éstos no se retiran de la inversión, sino que abren canales de comunicación entre los accionistas de la compañía para discutir la nueva política empresarial y en lo posible corregirla. En España, son los fondos de pensiones los grandes impulsores del activismo accionarial, ya que aún es escaso el número de gestoras de fondos de inversión que tienen definida una política de *engagement* accionarial en nuestro país.

2.6. Inversiones de impacto

La inversión de impacto se define como “la de aquellas inversiones de capital en empresas o fondos que generan bienes sociales y/o medioambientales junto a unos retornos para el inversor que pueden ir desde la simple devolución del capital a una rentabilidad igual a la del mercado” (De Munain Fontcuberta y Cavanna 2012).

Así pues, tal y como sintetizan De Munain Fontcuberta y Cavanna (2012) las inversiones de impacto tienen dos características básicas

- Buscan un retorno financiero –como mínimo del capital invertido– y, por lo tanto, no cabe encuadrar la inversión de impacto en el mundo de la filantropía o de las donaciones a fondo perdido. Por lo tanto, las inversiones de impacto siempre y sin excepción buscan un retorno financiero, como mínimo igual al del capital principal invertido.
- Las inversiones se dirigen expresamente a iniciativas capaces de producir un impacto social. Este objetivo social está explícitamente buscado y, por lo tanto, forma parte de la decisión de inversión.

El retorno financiero y el impacto social esperado definen el perfil de los inversores de impacto: el peso que cada una de ellas tenga en la motivación de las decisiones de inversión ofrecerá un criterio para segmentar los principales grupos dentro de los inversores de impacto. Tradicionalmente estos se han dividido en dos grupos de

inversores:

- a) Inversores con prioridad financiera (Finance First), que buscan optimizar retornos financieros con objetivos sociales o medioambientales. Este grupo está integrado por inversores comerciales que buscan vehículos financieros que les ofrezcan rentabilidades de acuerdo con el mercado, pero combinando fines sociales y medioambientales.
- b) Inversores con prioridad de impacto (Impact First), que buscan optimizar el impacto social y medioambiental con algún retorno financiero. La motivación de este grupo es el impacto social y medioambiental y están dispuestos a aceptar un retorno por debajo del mercado o incluso la simple devolución del principal.

Existe un amplio espectro de instituciones que se pueden considerar inversores de impacto: bancos de desarrollo, fundaciones privadas, fondo de inversión e institucionales, bancos comerciales, empresas, grandes fortunas, etc.

Eurosif (2013) incluye tres categorías de inversión de impacto: los vehículos de inversión en microfinanzas, las inversiones sociales y las inversiones en la comunidad.

Las inversiones en la comunidad, ya sean inversiones en las comunidades locales o no, ya sea directamente o a través de canales como bancos locales de desarrollo comunitario, cooperativas de crédito y los fondos del préstamo. El objetivo prioritario de sus inversiones son la accesibilidad de la vivienda, la creación de pequeñas empresas, el desarrollo de las instalaciones comunitarias, la creación de empleo y el empoderamiento de las minorías.

La inversión social en la comunidad (community investing) consiste en apoyar una determinada causa o actividad a través de las inversiones, quizás buscando una rentabilidad financiera, pero sobre todo una rentabilidad social. A diferencia de las donaciones, los inversores reclaman un pago al menos igual al de la inversión desembolsada. Un ejemplo de ello son las inversiones dirigidas a financiar proyectos o actividades específicas como los cultivos biológicos, la artesanía, el turismo y el desarrollo local y rural. En esta línea, existen experiencias de financiación dirigidas al comercio alternativo en países como Alemania, Holanda, Reino Unido e Italia, en las que, a través de la creación de instituciones sin ánimo de lucro, sociedades o

cooperativas, los socios aportan fondos destinados a financiar a pequeños productores y cooperativas en el tercer mundo.

El objetivo consiste en, a través de instrumentos financieros, como pueden ser los denominados vehículos de inversión en microfinanzas, alcanzar a individuos o colectivos pertenecientes a la comunidad donde opere la institución, para permitirles salir de la exclusión, ya sea social o financiera (pobreza, colectivos menos favorecidos). También puede tener como objetivo el apoyar una determinada actividad productiva ya que se observan sus ventajas de tipo social y/o medioambiental.

Las opciones más comunes son:

- **Fondos de capital riesgo ISR** (*Social Venture Capital*). Se basa en incorporar criterios sociales y ambientales en la gestión de los fondos de capital riesgo tradicionales. Su objetivo es facilitar capital y asistencia técnica a empresas cuya misión es ofrecer soluciones a problemas de tipo social o ambiental.
- **Inversión directa en la comunidad:** inyección de capital en individuos, comunidades, proyectos y empresas que no tienen acceso al capital, crédito y productos financieros en el mercado financiero tradicional. Por ejemplo, los productos ofrecidos por la denominada banca social o ética, que están diseñados incorporando un requerimiento social y medioambiental, los programas de microcréditos o los fondos de capital-riesgo que preseleccionan proyectos de inversión sostenibles.

3. EL MERCADO DE LA ISR

En el apartado anterior se han planteado distintas estrategias que permiten incorporar la sostenibilidad al proceso de toma de decisiones de inversión. Una de las etapas de dicho proceso de inversión pasa por la elección del instrumento financiero (producto) que se va a utilizar para vehicular la inversión.

Existen diferentes grados de compromiso social del inversor y distintas alternativas de inversión tanto particulares como colectivas. La conjunción de ambos conceptos da

lugar a una amplia gama de diferentes instrumentos financieros socialmente responsables.

3.1. Productos Financieros que incorporan la sostenibilidad en su diseño

3.1.1. Fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables

Los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables tienen como objetivo dirigir el ahorro hacia las organizaciones que, de acuerdo con un ideario del fondo, cumplan con los criterios de inversión socialmente responsables explícitos, desde cumplir con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados y/o permitir realizar estrategias de inversión socialmente responsables de forma activa (activismo o inversión en la comunidad) o integración de criterios ASG.

Los fondos socialmente responsables (FISR) basan la estructura de su cartera de inversiones en el cumplimiento, por parte de las empresas en las que invierten, de una serie de valores libremente elegidos que son analizados y evaluados por los propios fondos, tanto a través de información hecha pública por parte de las empresas, como a través de un seguimiento por parte de expertos independientes de las empresas objeto de análisis.

Los elementos que configuran un fondo de inversión con criterios de sostenibilidad son los mismos que estructuran un fondo de inversión tradicional, pero se les añaden los mecanismos que permiten realizar la preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios sociales, medioambientales o de gobierno corporativo, definidos en la política de inversión de cada fondo. La definición de estos criterios debe ir acompañada de los indicadores concretos a partir de los cuales se hacen operativos y permiten incluir o excluir empresas.

No obstante, cabe destacar también la importancia que tiene el ideario del fondo en la determinación de la composición de la cartera, dado que FISR con la misma estrategia pueden presentar carteras diferentes dependiendo de los porcentajes de carteras definidos para cada estrategia, de si la preselección se realiza de forma restringida o total, de cuales sean los criterios de sostenibilidad que se apliquen, etc.

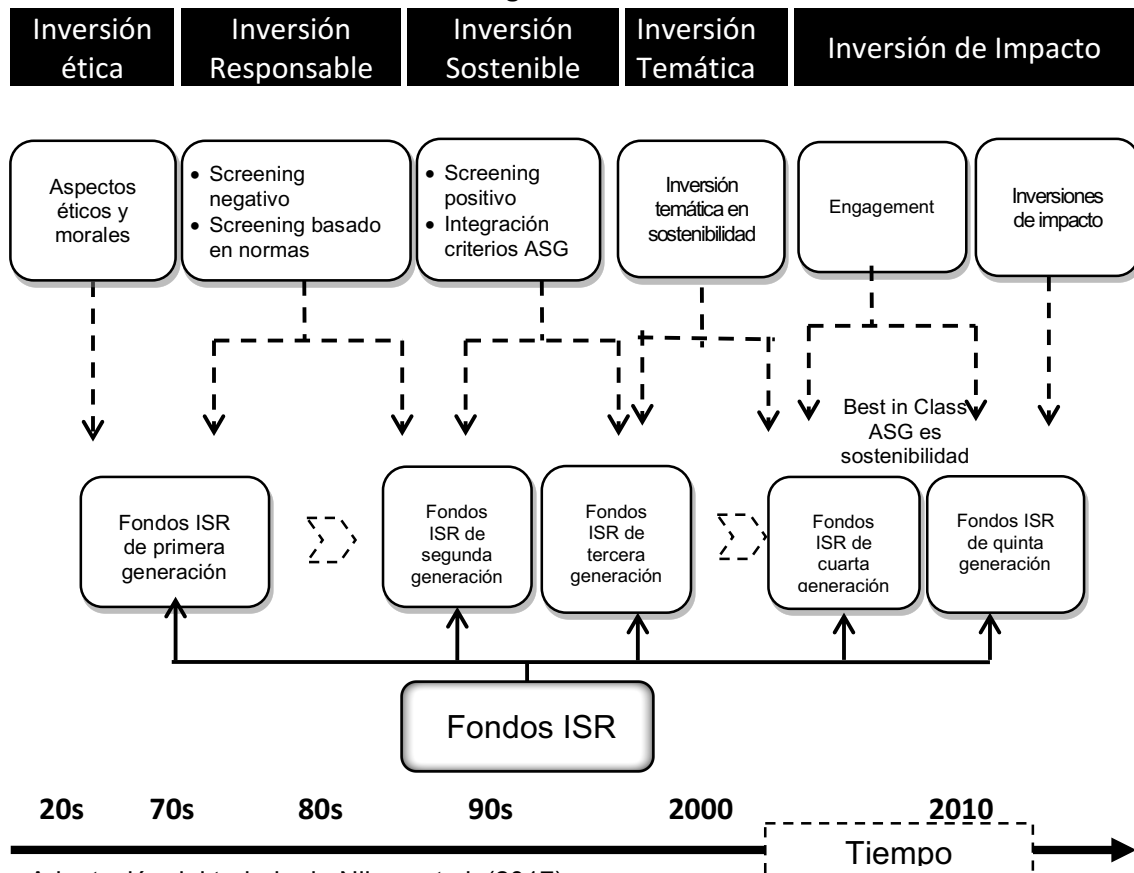
Figura 4: Diferencias entre fondos de inversión tradicionales y socialmente responsables

Fondos Tradicionales	Fondos Socialmente Responsables	
	Selección de criterios	
	Filtros	
	Listado de empresas	
Análisis de la gestora	Análisis de la gestora	
Selección de empresas	Selección de empresas	
Resultado	Resultado + Información Transparente	

Fuente: Fernández et al. (2010): Finanzas Sostenibles, Ed. Netbiblo

Ligada a la evolución de las estrategias de inversión socialmente responsable, han aparecido distintas tipologías de FISR tal y como se muestra en la figura 5.

Figura 5: Evolución de la ISR, fondos de Inversión y pensiones socialmente responsables y estrategias de ISR.



Fuente: Adaptación del trabajo de Nilsen et al. (2017)

La primera generación de FISR seguía exclusivamente estrategias de screening negativo. La siguiente generación de fondos aplicó estrategias de screening positivo o enfoque *best-in-class*. Ambas generaciones de fondos coexisten en la actualidad con fondos que desarrollan estrategias más avanzadas como son el activismo del accionariado y el dialogo constructivo, la integración de criterios ASG, los fondos temáticos o la inversión en la comunidad.

3.1.2. Vehículos de inversión en microfinanzas

Los Vehículos de Inversión en Microfinanzas (VIM) son productos financieros, intermediados por organizaciones o por gestores de fondos de inversión, especializados en microfinanzas que movilizan las inversiones y las canalizan en las instituciones de microfinanzas (IMF). Por tanto, sus activos provienen de fuentes públicas y privadas (inversores individuales e instituciones). Su cartera de clientes son las Instituciones de Microfinanzas (IMF) y, a través de estos, invierten en la comunidad, a particulares o a microempresas de ámbito familiar utilizando para ello productos financieros como los microcréditos.



3.1.3. Fondos de capital-riesgo

El capital riesgo social (también denominado social venture capital o venture capital for sustainability) canaliza los fondos de los inversores hacia organizaciones que generen un impacto social positivo en la sociedad. Este tipo de inversión pretende, por un lado, conseguir una rentabilidad financiera atractiva para el inversor y, por otro lado, proveer soluciones de mercado a cuestiones sociales y medioambientales.

Según Eurosif un fondo de capital riesgo social tiene las siguientes características principales:

- Los proyectos innovadores en los que invierte el fondo pueden cambiar la

naturaleza de la industria fomentando su sostenibilidad social y medioambiental.

- El impacto económico de las organizaciones financiadas por el fondo persigue el desarrollo de áreas deprimidas.
- Los procesos y operaciones de las organizaciones financiadas por el fondo deben basarse en una gestión responsable.
- Se entra en los Consejos, aportando financiación y conocimiento entre 5 y 10 años. Posteriormente, el inversor podrá vender sus acciones a otros accionistas, obteniendo con ello una plusvalía.

3.1.4. Bonos sostenibles

Los Bonos Sostenibles son aquellos bonos donde los fondos captados en la emisión se aplicarán exclusivamente para financiar o refinanciar una combinación de Proyectos Verdes y Proyectos Sociales. Los Bonos Sostenibles están alineados con los cuatro pilares principales de los *Green Bond Principles* GBP (Los Principios de los Bonos Verdes) publicados en 2014 y actualizados en 2018 y los *Social Bond Principles* SBP (pautas para la emisión de bonos de sostenibilidad) publicados en 2017, el primero es especialmente relevante para Proyectos Verdes y el segundo para Proyectos Sociales. Estos principios fueron desarrollados por la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (Icmagroup, 2018a; 2018b).

Las emisiones alineadas con los GBP y los SBP impulsan la transparencia y calidad de la información, al recomendar que los emisores informen sobre el uso de los fondos que obtienen de sus Bonos Verdes, y que faciliten el seguimiento de los fondos en proyectos ambientales y una estimación del impacto de la emisión.

Es posible distinguir dos tipos principales de Bonos Sostenibles:

- a) Bonos Sostenibles "basados en subvenciones": el emisor debe asignar una cierta cantidad de dinero a la financiación de un proyecto social o empresa (tradicionalmente una organización sin fines de lucro).
- b) Bonos Sostenibles "basados en préstamos": todo el producto se utiliza para financiar iniciativas sociales (con estructura de proyecto o de emprendimiento). El capital captado en la emisión será empleado por el emisor, puede ser un banco o

un inversor institucional, para la financiación de un objetivo seleccionando empresas y proyectos de marcado carácter social y ambiental.

También existe un mercado para los bonos temáticos de sostenibilidad, incluidos los vinculados a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), en algunos casos emitidos por organizaciones que están centradas en actividades sostenibles, pero que no están alineadas con los cuatro componentes básicos de los Principios (Icmagroup, 2018a).

3.1.5. Otros productos

Paralelamente a la oferta de productos de inversión colectiva de naturaleza socialmente responsable, es posible identificar otros productos que pueden ser utilizados por inversores individuales, ya sean productos vinculados a la denominada banca tradicional o bien a la banca ética, como son las cuentas corrientes y los depósitos a la vista o a plazo que se destinan directamente a financiar proyectos de cooperación viables económicamente, reembolsables y con pago de intereses.

Se trata de productos de ahorro e inversión en los que un tanto por ciento de los intereses es cedido por el titular a actividades sociales y de desarrollo, y un porcentaje del capital captado es destinado a inversiones o proyectos de carácter social.

3.2. Instituciones que participan en el mercado de productos financieros sostenibles

Es posible identificar diversas instituciones del mercado financiero vinculadas a la industria de la ISR. Como intermediarios del sistema financiero, juegan un papel fundamental en el desarrollo de la ISR, mediante la integración de la sostenibilidad en su gestión, en el diálogo activo con los inversores o en su cartera de productos.

3.2.1. Sistema bancario: banca ética y banca tradicional

La banca ética busca generar mediante su actividad un impacto positivo en la sociedad, dotando de transparencia su gestión y operaciones, y combatiendo la exclusión financiera mediante la inversión en proyecto con impacto social y ambiental, que buscan generar retornos económicos, pero también en términos ambientales, sociales y de gobierno corporativo.

En 1976 Muhammad Yunus crea primer banco ético, el Grameen Bank en Bangladesh. Lo innovador de esta entidad fue la eliminación de la necesidad de garantías tradicionales y la creación un sistema bancario basado en la confianza mutua, la co-responsabilidad, la participación y la creatividad en los productos comercializados. Al Grameen Bank se lo conoce por que proporciona principalmente crédito a los más desfavorecidos en las zonas rurales de Bangladesh, a través de la concesión de microcréditos.

En España operan actualmente dos grandes bancos éticos: Triodos Bank y Fiare Banca Etica. Triodos Bank fundado en 1980 en Holanda constituye un referente de banca ética en Europa. Cuenta con sucursales en varios países como Países Bajos, Bélgica, Reino Unido, España y Alemania, además de una agencia en Francia. Su misión no radica solamente en la búsqueda del beneficio económico, sino que también busca salvaguardar el medio ambiente y la sociedad. Esta triple aproximación queda reflejada en su propio nombre: Triodos, derivado de la expresión griega “tri hodos”, que significa ‘triple vía’. Para ello, a través de su actividad facilita la inversión que busca generar retornos no sólo económicos sino también para la sociedad y el medio ambiente y ofrece financiación a organizaciones y proyectos orientados a generar un impacto social positivo.

En España en 2018 contaba con un total de 211.812 clientes y un patrimonio bajo gestión de 15.543 millones de euros, lo que pone de manifiesto su relevancia dentro del sistema financiero español. Además, ha visto incrementada su cartera de préstamos en un 19% hasta alcanzar los 1.402 millones de euros y sus inversores, como refleja el aumento en el número de partícipes del plan de pensiones Triodos Renta Fija Mixta que gestiona 15,9 millones de euros.

Fiare Banca Ética surge de la unión de dos proyectos fundamentados en las finanzas éticas: Banca Popolare Etica (fundado en 1999 en Italia como banco cooperativo) y Fiare (con presencia desde el 2005 en España). Esta entidad basa su negocio en la financiación de proyectos del tercer sector y la economía social y solidaria, considerando principios como la transparencia, la participación y la democracia. Así, por ejemplo, los depósitos de los inversores con ideales de sostenibilidad, financian proyectos vinculados a la inserción social y laboral de personas, la agroecología, la eficiencia energética, la educación y la cultura y el comercio justo, etc.

Para ayudar a la gestión de proyectos de sostenibilidad surgen, bajo el amparo del Banco Mundial, los “Principios de Ecuador”. Estos principios son un marco de carácter voluntario para gestionar el riesgo de crédito, analizando, evaluando y gestionando los riesgos ambientales y sociales en las operaciones de financiación de grandes proyectos. En la actualidad 98 instituciones financieras en 37 países han adoptado los Principios de Ecuador. Así, por ejemplo, en España son diversas las entidades financieras que se han adoptado dichos principios. Recientemente, en 2017, el ICO (el Instituto de Crédito Oficial) ha integrado los Principios de Ecuador en sus procesos operativos y de gestión de operaciones.

Cuando un proyecto es propuesto para financiación deberá en primer lugar ser categorizado, siendo las siguientes tres categorías las establecidas en los Principios de Ecuador:

Categoría A – Proyectos con potenciales riesgos y/o impactos adversos significativos ambientales y sociales que son, diversos, irreversibles o sin precedentes.

Categoría B – Proyectos con potenciales riesgos y/o impactos adversos limitados ambientales y sociales, que son escasos en número, generalmente localizados en sitios específicos, mayormente reversibles y fácilmente abordables a través de medidas de mitigación; y

Categoría C – Proyectos que supongan riesgos y/o impactos ambientales y sociales mínimos o no adversos.

La banca tradicional también ha ido integrando paulatinamente la sostenibilidad en su día a día. Si en un primer momento era a través de sus fundaciones donde, mediante la práctica de acciones filantrópicas, buscaba contribuir a un mayor desarrollo en términos sociales y ambientales del entorno; en la actualidad es través de sus productos de inversión y financiación, en su gestión y definición de políticas donde se están integrando variables de índole extrafinanciero.

De este modo, tal y como señalan Muñoz-Torres et al. (2013), la sostenibilidad se está integrando en el sector bancario mediante dos vías:

- 1) Integrando en sus procesos de gestión y en sus políticas la sostenibilidad a través de la definición de buenas prácticas vinculadas a aspectos ambientales, sociales, de gobernanza, gestión de proveedores, de relación con los trabajadores o de acción social.
- 2) Incorporando en el negocio de intermediación bancaria y de inversión en mercados financieros productos de inversión y financiación con criterios de sostenibilidad definidos después de la aplicación de modelos de valoración y gestión de riesgos extrafinancieros. Entre los productos destinados a la captación del ahorro que están incorporando esa vertiente de sostenibilidad destacan los fondos de inversión socialmente responsable, que tienen en cuenta el impacto social y medioambiental de las actividades en las que invierten.

Para lograr integrar la sostenibilidad en el sector bancario será necesario asumir ciertos compromisos y definir políticas y procedimientos adecuados. Muñoz et al. (2010) señala como primordiales los siguientes:

- *Compromiso con la sostenibilidad en el seno del negocio principal.*
- *Compromiso con la responsabilidad, asumiendo al más alto nivel las consecuencias de los impactos de las propias transacciones y riesgos gestionados.*
- *Compromiso con la rendición de cuentas a los diferentes grupos de interés.*
- *Compromiso con la transparencia.*
- *Compromiso con los mercados y la gobernabilidad, lo que supone desalentar prácticas financieras inapropiadas y favorecer la implantación de regulaciones públicas que protejan intereses sociales.*

3.2.2. Índices Bursátiles Socialmente Responsables

El rápido progreso del mercado de la ISR ha conllevado el desarrollo de una gran industria bursátil socialmente responsable al servicio de las instituciones financieras de gestión de patrimonios públicos y privados. Destaca por su importancia la proliferación de índices bursátiles de sostenibilidad. Dichos índices son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos del mercado de la ISR. Cada índice bursátil se nutre de la información proporcionada por analistas de información extrafinanciera que evalúan la gestión de la sostenibilidad corporativa en función de sus propias metodologías de análisis y medición.

Este tipo de índices sirven de referencia para inversores particulares e institucionales que integran en su proceso de toma de decisiones de inversión variables ASG. Como índices bursátiles más representativos podemos señalar los siguientes:

- **MSCI ESG Indices** son una serie de índices diseñada para ayudar a los inversores a incorporar en sus decisiones de inversión aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Excluye a compañías que participan en las siguientes actividades: alcohol, juegos de azar, tabaco, armas militares, armas de fuego para civiles, energía nuclear, entretenimiento para adultos y organismos genéticamente modificados (OGM).
- **FTSE4Good** fue creado en Julio del 2001 por FTSE en colaboración con Ethical Investment Research Service (EIRIS) y UNICEF (Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia). En la actualidad, FTSE y los índices Russell se han unido para establecer un nuevo índice de sostenibilidad global.

La serie de índices FTSE4Good está diseñada para medir el desempeño de las empresas en términos sociales, ambientales y de gobierno. Sus criterios de selección de valores están basados en aspectos ambientales (por ejemplo, cambio climático, biodiversidad, polución, etc.), sociales (por ejemplo, responsabilidad del cliente, derechos humanos y comunidad, salud y seguridad en el trabajo, etc.) y de gobierno (gestión del riesgo, medidas anticorrupción, etc.)

Las empresas que fabrican los siguientes productos están excluidas del índice: tabaco, fabricantes de armamento, municiones de racimo, minas antipersonas, armas nucleares, químicas o biológicas y uranio.

Desde abril de 2008, se publica en España el índice FTSE4Good IBEX como parte de la familia de índices FTSE4Good y como un nuevo indicador de ISR compuesto por compañías españolas cotizadas en los mercados operados por BME.

- **Dow Jones Sustainability Index** fue creado en 1999, se trata de una familia de índices a nivel global (DJSI World), europeo (DJSI Europe), de Norteamérica (DJSI North America), Asia/Pacífico benchmarks (DJSI Asia Pacific) y de Corea (DJSI Korea). En ellos están representadas las compañías e industrias que han alcanzado mejores ratios de sostenibilidad e integración económica, social y

medioambiental según la agencia de rating RobecoSAM (sólo el 10% de las mejores 2500 compañías más grandes del Dow Jones Global Total Stock Market Index se incluyen en el DJSI World mientras que, en el DJSI Europe se incluyen el 20% de las mejores 600 mayores empresas europeas del Dow Jones Global Total Stock Market Index). El compromiso con la sostenibilidad y el desarrollo a largo plazo adquirido por estas empresas las obliga a ser muy disciplinadas en sus estrategias, mejorando sus ratios de rentabilidad y riesgo.

- **Vigeo Eiris Indices (Euronext Vigeo Eiris Index, Ethibel Sustainability Index Excellence Europe y Ethibel Sustainability Index Excellence Global).** Las empresas que constituyen estos índices son las sociedades cotizadas evaluadas por la agencia de rating Vigeo Eiris en términos desempeño ASG que han tenido mejores resultados. Los índices son revisados de manera semestral y las puntuaciones que obtienen las compañías en términos de sostenibilidad se ponderan. Las compañías excluidas del índice son aquellas cuyo nivel de compromiso es insuficiente, de acuerdo con las seis áreas clave evaluadas por Vigeo Eiris, o aquellas que muestran controversias recurrentes; están seriamente implicadas en denuncias recientes que siguen sin resolver y a pesar de ello no establecen medidas correctivas o adoptan una actitud de negación.

3.2.3. Agencias de Rating en Sostenibilidad

Las agencias de sostenibilidad o de *rating* ASG tienen como modelo de negocio la evaluación de la sostenibilidad de las organizaciones que someten a escrutinio. Esta evaluación la hacen desde la utilización de metodologías propias y diferenciadas entre agencias y a partir de datos que ellas misma recaban, bien directamente de las empresas analizadas mediante el envío de cuestionarios o a través del estudio de la información pública que éstas ofrecen. Además, suelen contar con el apoyo de contrapartes en los diferentes países, normalmente ONGs y otras organizaciones de la sociedad civil, que verifican y garantizan la calidad de la información analizada como fuentes externas.

La información sobre las diferentes categorías de impacto que analizan las agencias, está conectada con los ámbitos Ambientales, Sociales y de Gobernanza. Una vez evaluadas las empresas bajo escrutinio de acuerdo con las diferentes categorías de

impacto y con la selección de variables y ponderaciones que cada agencia considera dentro de su metodología, se elaboran los *ratings* y sus informes respectivos. Este amplio abanico de indicadores estudia las políticas, los sistemas de gestión y los resultados obtenidos por las empresas en materia social, medioambiental y de gobierno corporativo.

Estas agencias, además de realizar una función como consultoras, ofrecen a los inversores otros productos y servicios como bases de datos, *benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis de riesgos extrafinancieros, asesoría e incluso *rating* de sostenibilidad de países.

Como ejemplo del funcionamiento de las diferentes agencias, citaremos las más importantes, entre las que destacan MSCI ESG Research, RobecoSAM Sustainability Investing o Sustainalytics.

- **MSCI ESG Research** ofrece diversos servicios, sobre todo dirigidos a inversores institucionales: elaboración de ratings de sostenibilidad y el análisis de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno de miles de empresas en todo el mundo.
- **ROBECOSAM Sustainability Investing** es fruto, al igual que la mayoría de las agencias actuales, de un proceso de fusiones y adquisiciones en los últimos años. Realiza un análisis anual de prácticas de sostenibilidad de más de 2000 empresas a nivel mundial, alimentado a la familia de los Índices de Sostenibilidad Dow Jones. También se encarga otros servicios como la relación con grupos de interés, representación de accionistas y voto en juntas y servicios de inversión.
- **Sustainalytics** es una empresa líder en la investigación y análisis de criterios ASG a nivel global. Entre sus productos y servicios destacan: Sustainalytics Global Platform (rating de empresas con informes de las compañías), servicio de alerta, estudios sobre sectores, rating ASG de países, auditorías ASG, etc. El modelo de Sustainalytics se compone de más de 70 indicadores, ponderados con pesos específicos según el sector en el que operan las compañías. Además, participa en la elaboración del índice del mercado bursátil Jantzi Social Index. Esta agencia ha asesorado y participado en la creación del bono social de ICO en sus diferentes emisiones.

3.2.4. Agencias de Sostenibilidad de Seguros

La actividad principal del sector asegurador es gestionar riesgos y, en los últimos años, cada vez más aseguradoras han dado respuesta a las cuestiones ASG a diferentes niveles y escalas. Además, se han creado algunos productos dentro del sector (como los microseguros) que buscan alcanzar a colectivos desfavorecidos que no tienen fácil acceso a la financiación ni a los seguros; recuperar, como insisten en determinadas organizaciones de seguros acuñados “éticos”.

La Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible (Río+20), celebrada en junio 2012, tuvo como temas principales acordados por los miembros la Economía Verde, bajo el contexto de sustentabilidad y erradicación de la pobreza, y la definición de un marco institucional sobre desarrollo sostenible. En este contexto, surgió el lanzamiento de los Principios para la Sostenibilidad en Seguros (PSI por sus siglas en inglés). Elaborados por la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, los PSI constituyen un marco de referencia para el sector asegurador en todo el mundo en el intento de hacer frente a los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza.

Esta iniciativa trata de incorporar en la gestión del negocio, como riesgo y como oportunidad, aspectos medioambientales como el cambio climático, los daños a la biodiversidad y la degradación del ecosistema, la gestión del agua y la contaminación; aspectos sociales relacionados con la inclusión financiera, los derechos humanos, los riesgos para la salud derivados del desarrollo y el envejecimiento de la población; y aspectos relacionados con el gobierno corporativo, cumplimiento de la regulación, gestión ética, conflictos de intereses y transparencia. A fecha de noviembre de 2019 habían firmado los principios 67 multinacionales aseguradoras.

Son varias las iniciativas que van en la línea de potenciar el sector del aseguramiento ético/sostenible entre ellas destacan:

- Los labels, sellos y certificaciones. Aunque aún no son iniciativas muy extendidas, podemos encontrar el sello de ámbito europeo Ethsi (Ethical and Solidarity Based Insurance), certificación europea de calidad de gestión ética y solidaria para empresas aseguradoras. Este sello, otorgado por el Observatorio de las finanzas éticas, distingue el comportamiento ético de las aseguradoras midiendo aspectos

como la responsabilidad social y medioambiental, las inversiones éticas y la sostenibilidad. Pueden obtenerlo tanto gestores de seguros, como compañías y productos específicos. Para conseguir el sello los seguros deben tener carácter mutual, de claro enfoque hacia beneficiar a la comunidad en la que se engloba, además de tener valores como la equidad y la transparencia.

- Cooperativas de aseguramiento, entre la que encontramos a la española Caes (Cooperación para el aseguramiento ético y solidario) que trata de recuperar en la actividad de las corredurías de seguros (en concreto en las “marcas” Seryes y Arç) el sentido de mutualidad que los seguros han tenido históricamente, retornando al seguro como fuente de garantía mancomunada en caso de dificultades de algún miembro del grupo que forman la mutua.

3.3. Principios, certificaciones e instituciones impulsoras de la ISR

Los criterios ASG considerados y/o la normativa, directrices, recomendaciones o iniciativas de consenso internacional en las que se basan los criterios, son la información fundamental para la elección de los productos de ISR.

Un grado mayor de implicación en la gestión con criterios de ISR es la existencia de auditorías, certificaciones, verificaciones o sellos independientes que garanticen la inclusión de criterios de ISR.

Además, existen ciertos organismos de carácter internacional que se están encargando de difundir, en la medida de lo posible, el concepto de ISR, cuyas directrices sirven como orientación para las empresas que se deciden a transitar por este camino y para los inversores de cara a la elección de los productos financieros.

En este sentido, cabe destacar el activo papel que ha tomado la Comisión Europea en la promoción de la ISR. Ya en el Libro Verde para fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas (Comisión Europea, 2001) se citaba la ISR como uno de los mecanismos adecuados para aumentar la transparencia y responsabilidad social de las empresas. Con la aprobación en 2018 del Plan de Acción para las finanzas sostenibles se sitúa a la ISR como uno de los principales mecanismos con los que cuenta el sistema financiero para promover un desarrollo más sostenible (Comisión Europea, 2018).

Se detallan a continuación algunas de las instituciones e iniciativas más relevantes, tanto de carácter nacional como internacional.

3.3.1. Principios de Naciones Unidas sobre ISR -UNPRI

Los Principios para la Inversión Responsable (PRI) surgieron en 2005 como resultado de una serie de reuniones, mantenidas por una serie de expertos pertenecientes a la industria de la inversión, académicos, sociedad civil y diversas organizaciones gubernamentales e intergubernamentales. Estas reuniones, organizadas por el entonces Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, se desarrollaron bajo la coordinación de la Iniciativa Financiera del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI) y el Pacto Mundial de Naciones Unidas.

Los PRI reflejan los valores medulares del grupo de grandes inversores cuyo horizonte de inversión es generalmente prolongado, y cuyas carteras están de manera frecuente altamente diversificadas. Sin embargo, los Principios están abiertos al apoyo de todos los inversores institucionales, gestores de carteras de inversión y proveedores de servicios profesionales de inversión.

Los PRI han sido el principal catalizador a nivel mundial en la adopción de criterios de Inversión Socialmente Responsable en la toma de decisiones, tanto a nivel de propietario de activos como gestoras de activos y otros participantes del mercado financiero. Los seis Principios de la Inversión Responsable según UNPRI son:

- 1. Integración: Incorporaremos las cuestiones ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.*
- 2. Involucramiento: Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas.*
- 3. Transparencia: Pediremos a las entidades en que invirtamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ASG.*
- 4. Aceptación: Promoveremos la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global de la inversión.*
- 5. Cooperación: Colaboraremos para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los Principios.*

6. *Reporte: Informaremos sobre nuestras actividades y progresos en la aplicación de los Principios.*

3.3.2. Principios para la Sostenibilidad en Seguros

Como se ha comentado anteriormente, la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente elaboró los Principios para la Sostenibilidad en Seguros que constituyen un marco de referencia para el sector asegurador en todo el mundo en el intento de hacer frente a los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza. Los Principios para la Sostenibilidad en Seguros son:

- 1. Integraremos en nuestro proceso de toma de decisiones las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (cuestiones ASG) pertinentes a nuestra actividad de seguros.*
- 2. Colaboraremos con nuestros clientes y socios comerciales para concienciar sobre las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, gestionar el riesgo y desarrollar soluciones*
- 3. Colaboraremos con los gobiernos, los reguladores y otros grupos de interés fundamentales, con el fin de promover una acción amplia en toda la sociedad sobre los temas ambientales, sociales y de gobernanza.*
- 4. Rendiremos cuentas y mostraremos transparencia, divulgando pública y periódicamente nuestros avances en la implantación de los Principios.*

3.3.3. Códigos, Sellos y Certificaciones de ISR

En el ámbito europeo, el código “European SRI Transparency Code” fue puesto en marcha la primera vez en 2008, con el objetivo principal de aportar una mayor transparencia de información económica y claridad en las prácticas socialmente responsables para los inversores europeos. Eurosif y los diferentes Foros de Inversión Nacionales -Spainsif en España- son los impulsores de esta iniciativa, que en 2017 se actualizó para reflejar mejor la evolución continua del mercado europeo de SRI.

A finales de 2018, más de 800 adoptaron el Código de Transparencia de la ISR Europeo. También el código se ha hecho requisito obligatorio como identificativo de

productos de ISR en algunos mercados nacionales y asociaciones comerciales en Europa.

Otras experiencias relevantes y de interés son los sellos de Novethic (Francia) que los otorga un órgano independiente y se centran en la transparencia; o el que otorga el Comité Intersindical del Ahorro Salarial (Francia) que tiene en cuenta la relación calidad/precio, la gestión ISR y el buen gobierno.

Uno de los sellos más conocidos en nuestro país es la norma UNE 165001:2012 de “Responsabilidad social. Productos financieros socialmente responsables. Requisitos de los productos de inversión”, que especifica los requisitos que deben cumplir los productos financieros de inversión para ser calificados como socialmente responsables. Los productos pueden evaluados pueden ser: (1) instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión), (2) fondos de pensiones (personales y de empleo), (3) seguros de vida ahorro y, (4) entidades de capital riesgo (sociedades y fondos).

La norma contiene seis apartados de requisitos generales:

- **Nombre e ideario ISR:** que especifica los criterios ASG que la entidad responsable ha decidido aplicar al producto y determina que, aunque vienen dados por la normativa internacional de comportamiento al menos, uno de ellos, debe estar por encima de dicha normativa.
- **Comité ISR:** encargado de velar por el correcto funcionamiento del producto y que requiere una mayoría de miembros independientes de prestigio.
- **Filtro ISR:** sistema de aplicación práctica del ideario y de la política de inversión, que debe seguir una metodología donde las entidades candidatas a la inversión se analicen de forma global y comparativa.
- **Cumplimiento de los criterios ISR:** reflejo del compromiso ante los clientes.
- **Ejercicio de los derechos públicos:** la entidad responsable del producto ISR debe ejercer estos derechos.
- **Transparencia:** la norma define tres grupos de requerimientos, los aplicables a la gestión, los que están relacionados con los clientes y los que están relacionados con la sociedad.

A nivel español, Inverco, Asociación de instituciones de inversión colectiva y Fondos de Pensiones, aprobó en abril de 2014 la 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).

Dicha circular se sintetiza y define con dos criterios:

1. Cada inversor/gestora tiene sus propios criterios medioambientales, sociales y/o de gobierno corporativo, por lo tanto, cada IIC que utilice la denominación anterior, tendrá su propio ideario de ISR, que no tiene porqué ser coincidente con el resto de IIC.

2. No deben confundirse las IIC que apliquen criterios ASG con las IIC solidarias, ya que en estas últimas, la IIC, o en su defecto la Gestora, cede una parte de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales. Sin embargo, las IIC que apliquen criterios ASG deben aplicar en sus políticas de inversión determinados criterios establecidos en el folleto informativo para la selección de las inversiones.

En general, la valoración de los criterios FASG se realiza, generalmente, a través de los instrumentos concebidos desde las distintas organizaciones internacionales, foros de discusión y centros de investigación que están trabajando en la sistematización de estos criterios y que sirven para evaluar a las empresas y organizaciones desde la perspectiva del desarrollo sostenible.

En el cuadro 5 se agrupan los diferentes códigos, de conducta, sistemas de gestión y certificaciones, reporting y sistemas de auditoría agrupados en función los aspectos financieros, ambientales, sociales o de gobernanza que evalúan.

Cuadro 5: Instrumentos de gestión FASG

Herramientas e iniciativas	Aspectos			
	Financiero	Ambiental	Social	Gobernanza
...promovidas por instituciones internacionales				
Organization Environmental Footprint (OEF)		✓		
UNEP/ SETAC Life Cycle Initiative			✓	

OECD Guidelines for Multinational Enterprise	✓	✓	✓	✓
UN Global Compact	✓	✓	✓	✓
UNPRI	✓	✓	✓	✓
...promovidas por instituciones internacionales multi-stakeholder				
AA1000 Assurance Standard (Accountability)	✓	✓	✓	✓
CDP (Carbon Disclosure Project)		✓		
EMAS certification		✓		
ISO 1400X		✓		
OHSAS 18001			✓	
SA8000			✓	
ISO 26000	✓	✓	✓	✓
GRI Report Guidelines - G4 Sustainability Reporting Guidelines	✓	✓	✓	✓
International Integrated Reporting Framework	✓	✓	✓	✓

Fuente: Elaboración propia

3.3.4. Foros de impulso de la ISR

La *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) es una red de fundaciones, asociaciones y foros de inversión sostenible de Europa, US, Canadá, Asia y Japón y supone un movimiento global para el cambio en los mercados financieros mediante la integración de los criterios ASG en las estrategias de inversión.

El cuadro 6 recoge alguno de los foros de impulso de la ISR a nivel mundial, según grandes regiones, que a la vez son miembros de la *Global Sustainable Investment Alliance*.

La *US Social Investment Foundation*, con sede en Estados Unidos, está compuesta por un conjunto de instituciones y empresas que desarrollan sus actividades en el ámbito de la ISR, incluyendo analistas, asesores financieros, gestoras, bancos, fundaciones e instituciones de inversión colectiva.

En Europa, uno de los primeros foros de impulso de la ISR fue el *UK Social Investment Forum*, fundado en el Reino Unido en 1991 con el objetivo de fomentar la cooperación

de diferentes activistas en favor del desarrollo de una inversión más ética y socialmente responsables. Esta iniciativa contribuyó a la promulgación de la Ley 3 de Julio del 2000, que establecía la obligación de comunicar políticas de carácter social, ético y medioambiental que pudiesen estar desarrollando los fondos de pensiones, y supuso una medida legislativa pionera en el ámbito de la ISR.

**Cuadro 6. Foros de impulso de la ISR a nivel mundial.
Miembros de la *global sustainable investment alliance***

REGIÓN	NOMBRE
Europa	Eurosif
• Bélgica	Belsif
• Alemania/ Austria/Suiza	Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG)
• Italia	Forum per la Finanza Sostenibile (FFS)
• Francia	Forum pour l'Investissement Responsable (FIR)
• España	Spainsif
• Suecia	SWESIF
• Reino Unido	UK Sustainable Investment & Finance Association (UKSIF)
• Países Bajos	VBDO
Australasia	Responsible Investment Association of Australasia (RIAA)
Canadá	Responsible Investment Association Canada (RIA Canada)
USA	US SIF- The Forum for Sustainable & Responsible Investment
Japón	Japan Sustainable Investment Forum (JSIF)

Fuente: Elaboración propia

Asimismo, cabe destacar el Eurosif, Foro Europeo para la Inversión Socialmente Responsable, en el que participan los foros para la inversión socialmente responsable de distintos países de la Unión Europea. El principal objetivo de Eurosif es extender el conocimiento sobre la ISR y su práctica, así como crear los espacios de reflexión y debate multistakeholder para la definición e impulso de un marco regulatorio de la ISR.

Su equivalente en España, Spainsif, fue creado en mayo de 2009 por un grupo de entidades financieras y de servicios de inversión como foro y plataforma de desarrollo de la ISR en España. Actualmente está formada por 73 miembros de diversa naturaleza (sindicatos, organizaciones no gubernamentales, entidades financieras, entidades gestoras y proveedores de servicios).

De igual modo, la asociación para la inversión sostenible y responsable en Asia, ASrIA, tiene como finalidad la promoción de la ISR y la sostenibilidad corporativa en la región de Asia-Pacífico.

3.3.5. Plan de Acción de la Comisión Europea sobre Finanzas Sostenibles

En marzo de 2018, la Comisión Europea publicó su Plan de Acción para Financiar el Desarrollo Sostenible que introduce la sostenibilidad en la agenda política de los mercados de capitales.

Este Plan de Acción recoge las recomendaciones elaboradas por un grupo de expertos en finanzas sostenibles con la finalidad de reafirmar el compromiso de la Unión Europea con la lucha contra el cambio climático, siguiendo lo establecido en el Acuerdo de París y en la Agenda de Naciones Unidas para el desarrollo sostenible.

Para ello, propone cambios regulatorios para facilitar la transición a una economía baja en carbono y el mantenimiento de un sistema financiero estable. Con la adopción del Plan de Acción, las empresas que cotizan en bolsa podrían gestionar sus negocios de una manera más sostenible y con una perspectiva a largo plazo.

Este Plan de Acción presenta tres objetivos para financiar el desarrollo sostenible y propone diez líneas de acción para lograr estos objetivos (Cuadro 7).

Cuadro 7. Foros de impulso de la ISR a nivel mundial

Objetivos generales	Acciones
<i>reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo;</i>	<i>Acción 1: Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles.</i> <i>Acción 2: Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes</i> <i>Acción 3: Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.</i> <i>Acción 4: Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.</i> <i>Acción 5: Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.</i>
<i>gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales</i>	<i>Acción 6: Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.</i> <i>Acción 7: Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.</i> <i>Acción 8: Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.</i>
<i>fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.</i>	<i>Acción 9: Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.</i> <i>Acción 10: Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.</i>

Fuente: elaboración propia a partir de COM (2018)

Como se muestra en el cuadro 7, las líneas de acción se definen desde un enfoque de inversión, excepto la "Acción 2: Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes" que se define desde un enfoque de financiación. Para implementar las acciones clave, la Comisión Europea ha adoptado algunas medidas:

- Una taxonomía europea que permite definir qué es sostenible y representa un marco para facilitar la inversión sostenible en actividades ambientales.
- Nuevas obligaciones de divulgación para la inversión sostenible reflejadas en la Directiva Europea de Pensiones [Directiva (UE) 2016/2341 (IORP 2 - Pensiones)]. Esta regulación requiere que los inversores institucionales informen sobre los procedimientos que tienen implementados para integrar los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (riesgos ASG) en sus procesos de inversión y asesoramiento, y la medida en que se espera que estos riesgos tengan un impacto en los rendimientos financieros. Además, ahora tendrán que informar sobre cómo sus actividades están impactando el medio ambiente.
- La creación de un etiquetado europeo para la certificación de productos financieros verdes que facilite la inversión con criterios de sostenibilidad y un marco de referencia que propone una nueva categoría de puntos para permitir a los inversores conocer el impacto de sus inversiones en el carbono.
- La Comisión modificará la Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II) y la Directiva de Distribución de Seguros (IDD) para garantizar que se tengan en cuenta las preferencias de sostenibilidad en la evaluación de idoneidad.

4. PERFORMANCE FINANCIERA Y SOCIAL DE LA ISR

Un aspecto fundamental para el desarrollo del mercado de la ISR en los últimos años ha sido la definición de metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa que permitan dar soporte al diseño de los diferentes productos que se engloban bajo el paraguas de la ISR. En este epígrafe vamos a presentar los últimos desarrollos llevados a cabo en el campo de la evaluación de resultados en sostenibilidad y que son integrados por los agentes del mercado financiero en el diseño de productos y la selección de activos para las carteras de inversión ISR: Es posible identificar

diferentes iniciativas para la evaluación de aspectos ASG en ámbitos tanto académicos como de la práctica profesional.

4.1. Elementos que conforman los modelos de valoración de la sostenibilidad en los mercados financieros

El crecimiento del mercado de productos ISR ha ido acompañado de un crecimiento en el número de análisis relacionados con el tema desde diversas perspectivas, tanto académicas como profesionales. Todos estos análisis tienen como objetivo un conocimiento más profundo del fenómeno de inversión sostenible para poder ajustar los modelos de valoración, tanto de carteras como de activos.

La mayor parte de los trabajos se han centrado en analizar si la inclusión de criterios sociales, ambientales y de gobierno corporativo, supone sacrificar resultados desde una perspectiva financiera, tomando como referencia el binomio rentabilidad-riesgo. Para ello se analizan comportamientos de carteras y activos que incorporan la sostenibilidad y se emparejan con carteras o activos del mercado denominado tradicional o *mainstream*, mediante la medición de la *performance* social y ambiental de las empresas emisoras de títulos valores o en términos de mercado, mediante *performance* bursátiles. También se ha medido el impacto a corto plazo de las noticias y eventos relacionados con los aspectos ASG de las empresas y su impacto en la rentabilidad/riesgo del título en el mercado bursátil (Fernández-Izquierdo et al., 2009; Ortas y Moneva 2011). Otro aspecto que resulta interesante en el análisis del mercado ISR se relaciona con las motivaciones de los inversores socialmente responsables, ya sean a nivel individual o como inversor institucional.

Si nos centramos en el análisis de resultados entre la denominada *performance* social y la financiera de la empresa, la mayoría de los estudios han puesto de manifiesto la existencia de una relación positiva o neutra; aunque hay que destacar que en alguno de los estudios se observa que la causa de una relación “negativa” entre *performance* social y financiera se debe al impacto que determinadas acciones “negativas” (prácticas corporativas ilegales, droga, tabaco, etc.) ejercen sobre el mercado, y también sobre la forma en que las organizaciones comprenden e integran la gestión de la sostenibilidad.

Los resultados sugieren que pequeñas empresas se benefician del “premio” debido al rendimiento medioambiental tanto o más que las grandes empresas y que el desempeño ambiental parece tener la mayor influencia en las medidas de mercado (valoraciones bursátiles) que en los resultados financieros.

En el caso español, los trabajos de Moneva et al. (2007), Muñoz et al. (2008) y Rivera et al. (2017) concluyen que los resultados financieros de los sectores y empresas con mayor orientación estratégica hacia múltiples grupos de interés no es inferior a los sectores con orientación hacia el accionista y sobre todo, que aquellas empresas que han demostrado ser coherentes estratégicamente han tenido una mejor salida de la crisis económica.

También desataca el trabajo realizado por Surroca et al. (2010) en el que ponen de manifiesto que hay una relación bidireccional entre la valoración de intangibles como innovación, recursos humanos, reputación y cultura empresarial y la *performance* financiera. Además, remarca la importancia de los intangibles en industrias con altas tasas de crecimiento (ya sea por mejorar la reputación, ya sea por gestionar mejor los riesgos, así como para realizar inversiones sostenibles que proporcionen rentabilidad a largo plazo).

Respecto al estudio de la *performance* bursátil, la literatura existente sobre ISR en los mercados bursátiles es muy amplia, abarcando el estudio de fondos, índices y compañías socialmente responsables. Así, tal y como ponen de manifiesto Capelle-Blancard y Monjon (2012) en su trabajo sobre la popularidad de la ISR en periódicos y revistas científicas durante el periodo de 1982-2009, el estudio de la *performance* financiera de los fondos de ISR es ciertamente relevante.

Uno de los estudios más recientes, el de Revelli y Viviani (2015) para evaluar si la inclusión de aspectos ASG en la gestión de carteras puede mejorar o reducir la rentabilidad de mercado, partiendo del análisis de 85 estudios previos y 190 experimentos, indica que, a nivel mundial, no hay ningún coste real o beneficio para invertir en el mercado de la ISR, pero que el nivel de rendimiento depende claramente de las elecciones metodológicas de los investigadores o la capacidad de los gestores de fondos de ISR para generar rendimientos.

Respecto a las características de los inversores, como ya hemos comentado, son varios los estudios se han centrado en analizar las principales características y diferencias entre los inversores convencionales o tradicionales y los inversores socialmente responsables. Sin embargo, no es posible considerar a todos los inversores socialmente responsables como un grupo homogéneo, pues tienen distintos objetivos. Escrig-Olmedo et al. (2017), tras haber analizado los estudios más representativos sobre la tipología de inversores socialmente responsables, definen en su trabajo 3 tipos de inversores:

- Inversor convencional: que invierte con el objetivo principal de maximizar los rendimientos financieros. Los aspectos financieros y de gobernanza de las organizaciones son muy importantes para este tipo de inversor, mientras que las preocupaciones ambientales y sociales son menos importantes.
- Inversor socialmente responsable fuerte: que invierte en función de sus intereses sociales y personales valores. Perciben los aspectos ASG como muy importantes en el proceso de toma de decisiones de inversión sin obviar los criterios financieros, aunque estos no son prioritarios.
- Inversor socialmente responsable instrumental: que prioriza el buen desempeño financiero sin descuidar los aspectos ASG. Por lo tanto, este inversor considera los aspectos financieros como muy importantes en el proceso de inversión y los criterios ASG como importantes.

También existe abundante literatura sobre la caracterización sociodemográfica de los inversores socialmente responsables. Rosen et al. (1991) sugieren que, en comparación con los inversores convencionales, los inversores socialmente responsables suelen ser más jóvenes y con niveles de educación más elevados. Beal y Goyen (1998) o Tippet y Leung (2001) afirman que los inversores socialmente responsables suelen ser mayoritariamente mujeres jóvenes, con nivel educativo alto y que poseen carteras de inversión de menor tamaño y menos diversificadas que las de los inversores convencionales.

Para el caso español, Escrig-Olmedo et al. (2013) concluyen que el porcentaje de inversores individuales socialmente responsables en España es marginal. La mayoría de estos inversores son mujeres, inversores de mediana-alta edad, con estudios superiores e ingresos medios. La variable ocupación y nivel de estudios son las

variables más determinantes a la hora de tomar determinadas decisiones de inversión. Además, se observaba cierto grado de desconocimiento ante los productos financieros socialmente responsables.

Finalmente, hay relevante literatura que profundiza en el análisis de las diferencias en términos de rentabilidad y riesgo entre carteras de inversión convencionales y carteras de inversión socialmente responsables bajo un enfoque de largo plazo, con el empleo de distintos modelos de valoración y su adaptación a la medición de variables diferentes a las puramente financieras. Destaca la adaptación socioeconómica del modelo de Markowitz, o el modelo de mercado de un factor, el modelo de 3 factores de Fama y French (1993) o el modelo de 4 factores de Carhart (1997).

4.2. ¿Cómo se mide la sostenibilidad?: medidas de valoración de desempeño y rating

Las agencias de medición de sostenibilidad, también llamadas agencias de rating en sostenibilidad, han asumido un papel muy activo en la definición de metodologías y modelos de valoración que puedan servir de apoyo al inversor socialmente responsable en su proceso de toma de decisiones. En la mayoría de los casos, los resultados de la evaluación realizada por estas agencias se combinan con la evaluación financiera para la generación de índices bursátiles sostenibles. No obstante, no es posible identificar una metodología única generalmente aceptada, sino que cada agencia ha desarrollado sus propios mecanismos de análisis en torno al concepto de la sostenibilidad.

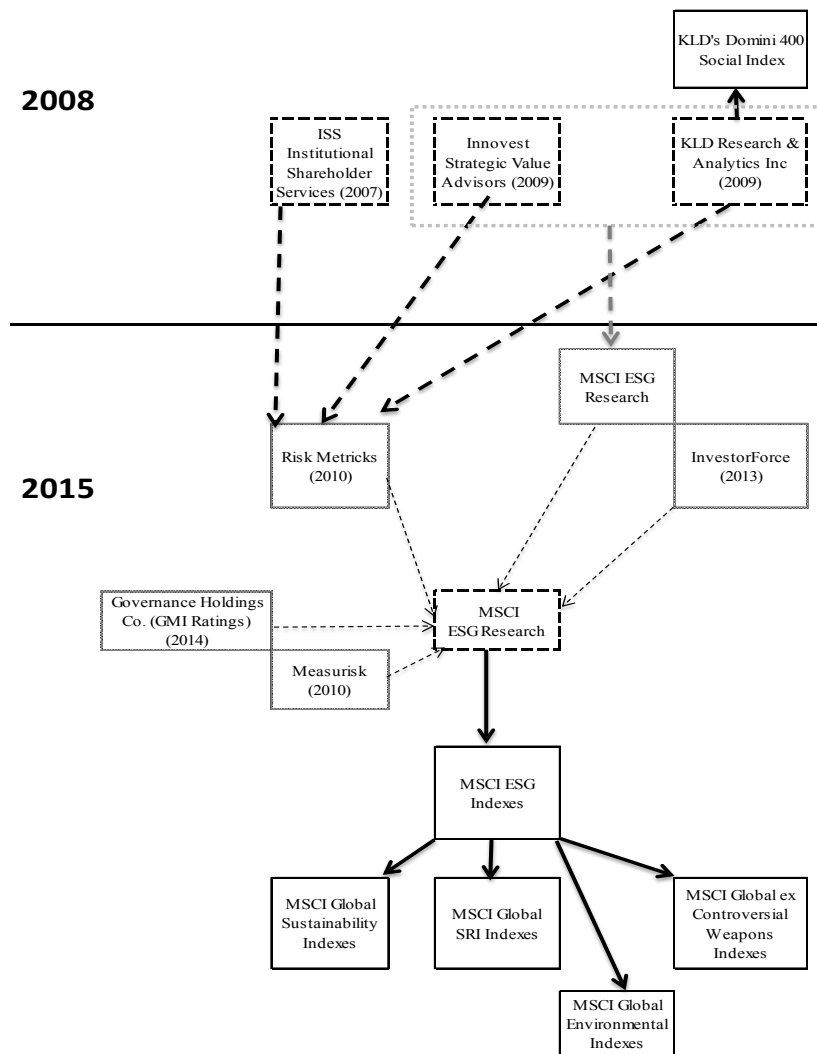
Las agencias de sostenibilidad constituyen una fuente importante de información para el inversor socialmente responsable. A pesar de ello, se ha constatado un bajo nivel de información y transparencia por parte de las agencias a la hora de explicar los criterios de análisis que utilizan, en especial, aquellos relacionados con la gestión del riesgo, por lo que el análisis directo de esta información por parte de los inversores resulta complejo. Sin embargo, los inversores tienen otros mecanismos disponibles para implementar la sostenibilidad en sus procesos de decisión: los índices de sostenibilidad, que facilitan la selección de inversiones, pero restringen la aplicación de criterios socialmente responsables propios del inversor.

Los rankings e índices de empresas, de acuerdo con su *performance* en términos de sostenibilidad, han adquirido una gran importancia y como resultado el número de agencias u organizaciones las cuales proporcionan ratings de sostenibilidad se ha incrementado rápidamente. A pesar de ello, no existe ninguna metodología estándar para la valoración de las compañías lo que conlleva que en ocasiones una misma empresa sea valorada de manera diferente en función del índice o la agencia.

El hecho que exista un número de agencias de análisis de sostenibilidad elevado y que éstas tengan metodologías tan diversas está conllevando procesos de fusiones y adquisiciones o alianzas por parte de las agencias que tienen mayor poder y peso en el mercado. Esto se produce porque se necesita potenciar una información a nivel global sobre las compañías, ya que estas no operan exclusivamente en el mercado local, y así optimizar la investigación al obtener más fuentes de información. En estos momentos, además, las agencias de análisis de la sostenibilidad se están integrando con agencias que analizan riesgos financieros. Así, podemos ver en la figura 6 el caso de *MSCI ESG Research* que ha adquirido diversos proveedores de datos ASG, como las agencias de análisis de sostenibilidad pioneras *KLD Research & Analytics*, *Innovest* y *RICR*, y otras de análisis de riesgos como *RiskMetrics*.

De este modo, a través de estos proveedores de datos y de los cuestionarios enviados a las empresas, las agencias de rating de sostenibilidad recopilan información sobre aspectos ASG. Después, hacen sus evaluaciones del *performance* ASG utilizando sus propias metodologías de investigación. Por último, proporcionan sus evaluaciones del resultado utilizando índices, clasificaciones u otro tipo de puntuaciones. Con el fin de evaluar la sostenibilidad corporativa de una manera objetiva deben tener estructuras independientes y ser transparentes sobre su proceso de evaluación

Figura 6. El caso de MSCI ESG Research



Fuente: Basado en Escrig-Olmedo et al. (2019)

Para profundizar en las metodologías de evaluación de las agencias de rating de sostenibilidad, se expone un ejemplo concreto de una agencia de rating de sostenibilidad, la agencia de rating RobecoSAM. Para cada uno de los 61 sectores industriales evaluados a través de su herramienta, realizan un análisis de materialidad financiera para identificar aquellos factores de sostenibilidad que impulsan el valor del negocio y que tienen el mayor impacto en los supuestos de valoración a largo plazo utilizados en el análisis financiero. Este análisis da como resultado una matriz de materialidad para cada industria, que sirve como base para determinar la aplicabilidad y los pesos de aplicados a los diferentes criterios al evaluar las empresas.

El enfoque de RobecoSAM se basa en información proporcionada por las empresas directamente a través de un cuestionario en línea, lo que le permite analizar la sostenibilidad a un nivel mucho más profundo que si se basase únicamente en la

divulgación pública. El cuestionario utiliza preguntas predefinidas de opción múltiple en las que a cada respuesta potencial se le asigna un número de puntos entre 0 y 100. Para preguntas en las que se permiten respuestas cualitativas, se traducen a una puntuación cuantitativa. Además, las empresas deben presentar documentación para justificar las respuestas que han proporcionado.

Como se ha visto, tanto los índices bursátiles sostenibles como las agencias de análisis de sostenibilidad evalúan las empresas en función de unos parámetros. La mayoría de los índices y agencias combinan tanto criterios negativos o de exclusión como positivos de valoración, aunque cada vez se concede más importancia a las buenas prácticas empresariales.

Según el estudio realizado por Muñoz-Torres et al. (2018), en el que se analiza los criterios y las metodologías de evaluación de la sostenibilidad utilizadas por las principales agencias de análisis de la sostenibilidad, se observa cierta heterogeneidad entre los diversos criterios.

Cuadro 8. Categorías de impacto utilizadas por las principales agencias de rating en sostenibilidad

Criterios ambientales positivos	Criterios sociales positivos	Criterios positivos de Gobierno Corporativo
<ul style="list-style-type: none"> - Intensidad de carbono/emisiones - Cambio climático - Control de impactos ambientales en el ciclo de vida general de los productos y servicios. - Ecodiseño/Desarrollo de productos y servicios ecológicos - Ecoeficiencia - Emisiones - Consumo/eficiencia energética - Informes Ambientales - Política Ambiental/Gestión - Gestión de Riesgos Ambientales - Residuos peligrosos - Materiales reciclados y reutilizados - Empaquetado - Gestión de la contaminación y recursos 	<ul style="list-style-type: none"> - Comportamiento empresarial - Derechos e intereses de los clientes - Relaciones comunitarias - Ciudadanía Corporativa / Filantropía - Gestión de la relación con el cliente -Satisfacción - Responsabilidad del cliente y responsabilidad del producto - Diversidad - Desarrollo y capacitación de Capital Humano - Criterios de Derechos Humanos - Integración de normas sociales/ambientales tanto en el proceso de selección de proveedores como en la cadena de suministro general - Gestión del trabajo - Proveedores locales - La ética del mercado 	<ul style="list-style-type: none"> - Prácticas anticompetitivas - Política antimonopolio - Política antitakeover - Sistemas de auditoría y control - Gestión de la marca - La ética empresarial y el fraude - Códigos de Conducta/Cumplimiento - Funciones y Comités de Gobierno Corporativo - Diversidad de la junta - Estructura de la junta - Prevención de la Corrupción y el Soborno - Remuneración de los miembros del equipo ejecutivo / política de compensación - Respeto de los derechos de los accionistas

<ul style="list-style-type: none"> - Protección de la biodiversidad - Abastecimiento de materias primas - Consumo de energía renovable/ materias primas renovables - Impacto en viajes y transporte - Gestión/reducción de residuos - Uso y gestión del agua - Criterios específicos de la industria 	<ul style="list-style-type: none"> - No discriminación y promoción de la igualdad - Privacidad y seguridad de los datos - Seguridad, calidad e impacto del producto - Protección de los niños - Exclusión del trabajo infantil y del trabajo forzoso - Condición de trabajo de calidad, salud y seguridad - Respeto de la libertad sindical y la libertad sindical - Inversión responsable - Derechos de los Pueblos Indígenas - Participación de las partes interesadas - Informes sociales - Gestión de la cadena de suministro - Atracción y retención de talento - Equilibrio entre la vida laboral y la vida personal - Criterios específicos de la industria 	<ul style="list-style-type: none"> - Gestión de Riesgos y Crisis - Transparencia (por ejemplo, transparencia fiscal) - Visión y estrategia - Criterios específicos de la industria
---	--	--

Fuente: Muñoz-Torres et al. (2019)

Sin embargo, si se comparan los criterios positivos utilizados por cada agencia de manera pormenorizada y su agrupación en categorías y la información e indicadores que contiene cada criterio de evaluación sobre la compañía que se analiza, existe bastante heterogeneidad. En términos generales, podemos observar que las agencias de rating ASG evalúan la *performance* considerando una perspectiva de "triple resultado". Además, la mayoría de las agencias de calificación ASG analizadas tienen en cuenta criterios específicos de la industria porque cada industria se enfrenta a diferentes desafíos sociales y ambientales.

En cuanto a los aspectos ambientales, los criterios de análisis más utilizados fueron: política/gestión ambiental (87,5%), uso y gestión del agua (87,5%) y la protección de la biodiversidad (87,5%). Además, en los últimos años, el aspecto que se ha incorporado sustancialmente al proceso de evaluación de las agencias de calificación ASG ha sido el Cambio Climático (75%).

En cuanto a los criterios del pilar social, los aspectos que se han considerado sustancialmente en el proceso de evaluación de todas las agencias de calificación ASG analizadas han sido: condición de trabajo de calidad, salud y seguridad, gestión laboral y derechos humanos. Estos ponen de relieve la importancia de los "empleados" como parte interesada clave para la empresa. Sin embargo, las cuestiones relacionadas con el comportamiento empresarial y la ética del mercado parecen menos importantes.

Por último, hay que destacar que los tres aspectos de gobierno corporativo considerados por la mayoría de las agencias de calificación ASG fueron: funciones y comités de gobierno corporativo (100%), prevención de la corrupción y soborno (87,5%) y transparencia (87,5%). Menos importante parece ser para las agencias de calificación ASG los criterios de estrategia de visión, códigos de conducta y gestión de marca.

Como hemos visto, hay múltiples aspectos que son evaluados y puntuados por las agencias de rating en sostenibilidad, sin embargo, no existe ninguna metodología estándar por parte de estas agencias e índices para la agregación y proceso de valoración final de las compañías. La técnica más extendida entre las agencias consiste en la agregación de puntuaciones de los diferentes criterios analizados. También existen otras técnicas como la realización de medias ponderadas o la utilización de desviaciones típicas respecto a la media. Estas metodologías de agregación, siendo sencillas, presentan diferentes problemas, como el de compensación entre resultados positivos en alguno de los pilares con otros no tan buenos en otros, o el denominado "efecto memoria" que aparece al no tener como referencia el tiempo ni valoraciones anteriores en el cálculo de los ratings sucesivos y no incorporar los posibles avances (o retrocesos) de la organización en términos de sostenibilidad

En este contexto, son varias las iniciativas que han aparecido para tratar de mejorar el proceso de calificación de la sostenibilidad y su transparencia. Las más importantes son Rate de Raters y Global Initiative for Sustainability Rating (GISR).

4.3 Valoración ajustada a riesgos: medición de riesgos FASG en el mercado

La crisis financiera de 2008 ha sido causada por múltiples factores, siendo destacable la falta de análisis, control y valoración del riesgo asociado a los activos financieros, así como a una falta de transparencia en los sistemas de información. Tener en cuenta todos los riesgos, de manera integral, y gestionar de forma sostenible se propone como solución para el cambio de modelo, incorporando al proceso de toma de decisiones variables extrafinancieras y sistemas de información transparentes. Bajo este escenario, la gestión y valoración riesgos FASG (financieros, sociales, ambientales y de gobierno corporativo) adquiere una gran importancia para la supervivencia de las empresas dentro del actual contexto financiero (Fernández y Muñoz, 2012).

Si examinamos los resultados del análisis de riesgos globales que realiza el Foro Económico Mundial cada año, y analizamos los 10 principales riesgos en términos de probabilidad y de impacto para el año 2019, se pone de manifiesto cuan importantes son los riesgos ASG y la necesidad de una gestión activa de estos por parte de las empresas y organizaciones.

Cuadro 9. Principales riesgos en términos de probabilidad e impacto para el año 2019

	Principales riesgos en términos de probabilidad	Principales riesgos en términos de impacto
1	AMB: Eventos meteorológicos extremos	GEOPOL: Armas de destrucción masiva
2	AMB: Fallo de la mitigación y adaptación al cambio climático	ECO: Fallo de la mitigación y adaptación al cambio climático
3	AMB: Desastres naturales	ECO: Eventos meteorológicos extremos
4	TEC: Fraude o robo de datos	SOC: Crisis hídricas
5	TEC: Ciberataques	ECO: Desastres naturales
6	AMB: Desastres ambientales creados por el hombre	ECO: Pérdida de biodiversidad y colapso de los ecosistemas
7	SOC: Migración involuntaria a gran escala	TEC: Ciberataques
8	AMB: Pérdida de biodiversidad y colapso de los ecosistemas	TEC: Fallos de la infraestructura de información crítica
9	SOC: Crisis hídricas	ECO: Desastres ambientales creados por el hombre
10	ECO: Burbujas de activos en una economía importante	SOC: Propagación de enfermedades infecciosas

Nota: RIESGOS: AMB: Ambientales, SOC: sociales, ECO: Económicos, TEC: Tecnológicos, GEOPOL: Geopolíticos

Fuente: World Economic Forum Global Risks Perception Survey 2018–2019.

La adecuada gestión del riesgo ha supuesto un importante desafío tanto para empresas como para inversores y la literatura refleja que los riesgos se gestionan de modo distinto por los inversores que por los gestores empresariales. Así, ante los riesgos no sistémicos, es decir, aquellos que afectan a un colectivo específico de organizaciones y no a todas en conjunto, los inversores responden mediante una

adecuada diversificación de sus carteras, de modo que es riesgo asociado a las posibles empresas afectadas se vea diluido en el conjunto de la cartera. En cambio, desde la perspectiva de los gerentes de las organizaciones, los riesgos han de gestionarse de manera activa, puesto que la supervivencia de sus organizaciones puede estar limitada a su capacidad de tomar las medidas necesarias para reducir dichos riesgos.

Bajo estas premisas, es de esperar que aquellos gestores con capacidad de gestionar adecuadamente todos los riesgos de la empresa puedan marcar la diferencia futura entre la quiebra de la empresa y su supervivencia. Del mismo modo, es de esperar que aquellos inversores capaces de incorporar en las valoraciones de sus inversiones un amplio conjunto de riesgos, más allá de los históricamente empleados, alcancen mejores resultados en el largo plazo, al gestionar adecuadamente no solo la rentabilidad y el riesgo financiero de sus carteras, sino también las rentabilidades y riesgos en los ámbitos sociales, ambientales y de gobernanza.

Desde la perspectiva de las organizaciones, los riesgos ambientales, sociales y de gobierno aparecen cuando, como consecuencia de su comportamiento, las empresas obtienen resultados no esperados, generalmente en forma de vulnerabilidad de la organización. En este contexto, y desde la perspectiva de gestión para un amplio abanico de grupos de interés, cabe esperar que la gestión activa de los impactos en sostenibilidad reduzca el riesgo financiero de las empresas, como consecuencia directa de la adecuada gestión de los riesgos ASG.

En esta línea, Fernández et al. (2014) proponen la integración del enfoque de sostenibilidad en el Marco de Gestión de Riesgo Empresarial (ERM por sus siglas en inglés), elaborado por el Comité de Organizaciones Patrocinadoras de la Comisión Treadway (COSO). En concreto, el estudio propone extender el modelo COSO (2004, actualizado en 2017) para conseguir que las organizaciones puedan integrar los criterios ASG con los financieros a través de los componentes del ERM a fin de alcanzar las tres categorías de objetivos (operacionales, comunicacionales y de cumplimiento normativo) en términos financiero-económicos, sociales, ambientales y de gobernanza. El Modelo ERM está totalmente alineado con el Marco de Control Interno (2013) que las organizaciones tienen como referencia para diseñar, implementar y evaluar los sistemas de control internos.

Figura 7. Marco Integrado de Control Interno y Modelo ERM

MARCO INTEGRADO DE CONTROL INTERNO



GESTIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL



Fuente: COSO (2013, 2017)

La utilización de los criterios FASG en la gestión empresarial es la mejor vía para gestionar una organización de forma sostenible y alineada con las demandas cada vez mayores de transparencia y rendición de cuentas, ya que, aquella organización que se gestione bajo criterios de sostenibilidad estará teniendo en cuenta una amplia gama de consecuencias de sus estrategias, políticas y procesos, sobre la empresa, sobre los demás y sobre sí misma. Estará, en condiciones de prever resultados que

no serían previsibles bajo otras formas de gestión. Podría, por tanto, anticipar riesgos y oportunidades que, de otro modo, no serían detectables, es decir, podría establecer un sistema de control de riesgo que le permitiera detectar y por lo tanto gestionar no sólo sus resultados “económicos” sino también otros impactos no tan “monetizables” o tangibles.

Una organización gestionada bajo parámetros de sostenibilidad asumiría por tanto los riesgos y los beneficios derivados de la incorporación a sus estrategias corporativas de activos como la reputación, entendida esta como la percepción de la organización por parte de sus grupos de interés, el capital intelectual, el reconocimiento de sus actividades sociales o la mejora en sus procesos relacionados con el medio ambiente. Así, el control del riesgo pasa por la superación de una gestión cortoplacista, que sólo se fija en resultados inmediatos y necesita de una reflexión profunda para conseguir políticas coherentes con su papel como ciudadano, que responde a las demandas de todos sus grupos de interés.

La incorporación de los criterios FASG se realiza, como se ha visto, a través de los instrumentos concebidos desde las distintas organizaciones internacionales, foros de discusión y centros de investigación que están trabajando en la sistematización de estos criterios y que sirven para evaluar a las empresas y organizaciones desde la perspectiva del desarrollo sostenible. Pero sobre todo este desarrollo se está impulsando en los mercados bursátiles, con el desarrollo de las inversiones y los fondos socialmente responsables, la creación de instituciones de control, la elaboración de diferentes ratings, la creación y difusión de índices bursátiles con criterios FASG, lo que está generando un contagio y una sensibilización hacia todos los ámbitos empresariales.

Uno de los ejemplos más significativos sobre la evolución del concepto de riesgo y de cómo paulatinamente pasa a incorporar, además de aspectos financieros, aspectos sociales, ambientales y de gobierno, se encuentra en las compañías aseguradoras. Las compañías de seguros y sus novedosos métodos de cálculo de primas (Ewald, 1991) han jugado también un papel trascendental en el estado actual de cómo los riesgos se perciben y gestionan y las técnicas empleadas por ellas pueden suponer una importante fuente de innovación a la hora de establecer las bases necesarias para

afrontar el problema de la medición y valoración de los riesgos FASG, así como también a la hora de definir mecanismos para su gestión.

En estas últimas décadas, han surgido acuerdos de suscripción entre instituciones aseguradoras y reaseguradoras para la asunción de los riesgos medioambientales. Así por ejemplo en España encontramos el POOL ESPAÑOL DE RIESGOS MEDIOAMBIENTALES, una Agrupación de Interés Económico constituida en 1994 para administrar un Convenio de co-reaseguro, para la suscripción conjunta de los riesgos medioambientales.

Este cambio en los modelos de establecimiento de riesgos por parte de las empresas del sector de seguros se debe fundamentalmente a tres motivos: (1) la necesidad individual de los titulares de actividades potencialmente contaminantes, ya que la rápida sensibilización de la sociedad en relación con el deterioro del medio ambiente incrementa el riesgo de sufrir una reclamación en caso de provocar un daño medioambiental no esperado; (2) por el interés de las autoridades, ya que el seguro constituye el elemento necesario para dotar a la regulación de las responsabilidades por daños medioambientales con un mecanismo de seguridad financiera y, a la vez, de eficaz incentivo a la prevención y (3) la normativa en medio ambiente nacional y comunitaria.

No obstante, en estos momentos, la valoración de riesgos con criterios FASG se realiza por parte del mercado bursátil a través las agencias de análisis de la sostenibilidad, según los principios y categorías de impacto generalmente aceptados. Así, por ejemplo, la metodología de *MSCI ESG Intangible Value Assessment (IVA)*, mide y analiza los riesgos y oportunidades ambientales y sociales de las compañías. Las conclusiones se expresan en un sistema de calificación de siete niveles 'AAA-CCC'. A través de una comparación en profundidad entre pares del sector, el modelo IVA determina si las empresas pueden tener un valor oculto o riesgos que no pueden ser revelados por los indicadores financieros convencionales.

5. CONCLUSIONES

La ISR es el proceso de inversión que combina objetivos de inversión financiera y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) en la toma de decisiones de inversión. Bajo estos parámetros las metodologías para evaluar la rentabilidad y el riesgo en la ISR se están expandiendo hacia todos los campos de la inversión, tanto para la realización de ratings, como en la gestión y comunicación de la información.

Las inversiones socialmente responsables deben necesariamente establecer unas medias y análisis de las actuaciones empresariales, que van más allá de los criterios y técnicas económico-financieras, ya que deben incluir la preselección de la cartera de inversión desde unos parámetros socialmente responsables. Para ello, incorporarán en sus estructuras aquellos elementos que les permitan introducir sus propios criterios y sus medidas de control.

En las primeras etapas de desarrollo de la ISR, durante las décadas de los años setenta y ochenta, la mayoría de los proyectos se concebían a partir de criterios negativos de preselección, por ello se hablaba de inversión ética. La evolución de la ISR condujo a la idea de considerar no sólo excluir determinadas actividades, sino también de incluir empresas “modélicas”. También, bajo este enfoque amplio de la ISR se incluyen hoy inversiones que, sin discriminar positiva o negativamente la cartera, tienen como fin mantener un diálogo con las compañías en las que invierten acerca de su impacto social y ambiental, tratando de influir en su comportamiento.

Además, por un lado, en los mercados ya se empiezan a utilizar estrategias de ISR más avanzadas que permiten integrar las cuestiones ASG de manera formal y sistemática en la toma de decisiones de los inversores y, por otro lado, se están produciendo inversiones de impacto, esto es, inversiones de capital en empresas o fondos que generan bienes sociales y/o medioambientales junto a unos retornos para el inversor que pueden ir desde la simple devolución del capital a una rentabilidad igual a la del mercado.

Gran parte de las inversiones socialmente responsables se canalizan hoy a través de Instituciones de Inversión Colectiva como fondos y sociedades de inversión mobiliaria y fondos de pensiones.

Uno de los factores que más ha potenciado la actividad financiera en los mercados es la globalización. El aumento de los flujos financieros negociados en los mercados internacionales, así como el número de países que participan en estos mercados, ha propiciado una enorme expansión de las instituciones financieras y de la innovación financiera a nivel internacional.

EEUU es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y está, por tanto, más desarrollado. Europa ha experimentado un crecimiento en progresión geométrica, con países como el Reino Unido, Francia, Suecia y a menor escala países como Italia y Alemania. Por su parte, la situación en España es de estancamiento si se compara con otros países de Europa. La ISR es en la actualidad todavía un mercado nicho o minoritario en los mercados financieros asiáticos.

Desde el punto de vista de la relación entre responsabilidad social y rentabilidad de los mercados financieros, nos encontramos que tanto la teoría clásica de selección de carteras como la teoría de eficiencia de los mercados parten de una serie de hipótesis que con el paso del tiempo se han visto que no se cumplen, lo cual ha dado lugar a dos nuevos enfoques teóricos en el análisis de los mercados financieros: el modelo socioeconómico de teorías de carteras y el desarrollo de teorías relacionadas con la sostenibilidad dentro de las denominadas Finanzas del Comportamiento.

Desde un punto de vista empírico, las medidas de *performance* social en el sentido de medición de criterios ASG no son homogéneas y no existe consenso al respecto, con lo cual su evaluación cuantitativa es extremadamente difícil. Sin embargo, a la hora de analizar la *performance* financiera existen multiplicidad de indicadores en función de la dimensión que se analice: beneficios, utilización de activos, crecimiento, liquidez, rentabilidad-riesgo o niveles de inversión-actividad.

En cuanto a la relación entre los resultados sociales y financieros de las empresas la mayoría de las investigaciones empíricas dejan entrever la existencia de una relación positiva o neutra.

En la actualidad han aparecido numerosos índices de sostenibilidad y agencias de análisis de sostenibilidad que estudian a las empresas en términos sostenibles, esto es, económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo sin existir una

información y metodología estándar en la valoración que estos índices y agencias ni en el análisis que efectúan.

Tener en cuenta todos los riesgos, de manera integral, y gestionar de forma sostenible se propone como solución para el cambio de modelo, incorporando al proceso de toma de decisiones variables extrafinancieras y sistemas de información transparentes.

BIBLIOGRAFÍA

- Beal D., Goyen M. (1998): Putting your Money Where your Mouth Is. A profile of Ethical Investors. *Financial Services Review*, 7(2), 129-143.
- Carhart M. (1997): On persistence in mutual funds performance. *Journal of Finance*, 52 (1), 57–82.
- Capelle-Blancard, G., Monjon, S. (2012): Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost. *Business Ethics: A European Review*, 21(3), 239-250.
- Comisión Europea (2001): Libro Verde. Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas, Comisión de las Comunidades Europeas, Bruselas.
- Comisión Europea (2018): Action Plan: Financing Sustainable Growth.
- COSO (2017): Gestión del Riesgo Empresarial Integrando Estrategia y Desempeño. Disponible en: https://auditoresinternos.es/uploads/media_items/coso-2018-esp.original.pdf [Acceso noviembre 2019].
- COSO (2013): Marco Integrado de Control Interno. Disponible en: <https://www.coso.org/Pages/default.aspx> [Acceso noviembre 2019].
- De Munain Fontcuberta, J. L. R., Cavanna, J. M. (2012): Mapa de las inversiones de impacto en España. *Fundación compromiso y transparencia*. diciembre 2012.
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. (2019): Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915.
- Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M.J., Fernández-Izquierdo M.A., (2013): Sustainable Development and the Financial System: Society's Perceptions about Socially Responsible Investing. *Business Strategy and the Environment*, 2 (6), 410-428.
- Escrig-Olmedo, E.; Rivera-Lirio, J.M.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo, M.Á. (2017): Integrating multiple ESG investors' preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach. *Journal of cleaner production*, 162, 1334-1345.

- Eurosif (2012): European SRI Study. Disponible en: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/05/eurosif-sri-study_low-res-v1.1.pdf [Acceso noviembre 2019].
- Eurosif (2016): European SRI Study. Disponible en: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf> [Acceso noviembre 2019].
- Eurosif (2018): European SRI Study. Disponible en: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf> [Acceso noviembre 2019].
- Ewald, F. (1991): 'Insurance and Risk', in *The Foucault Effect: Studies in Governmentality*, edited by Graham Burchell, Colin Gordon and Peter Miller. Chicago: The University of Chicago Press.
- Fama, E.F., French, K.R. (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fernández Izquierdo, M.A. (ed) (2010): Finanzas Sostenibles. Netbiblo, UNED, UJI.
- Fernández-Izquierdo M.A., Aragón, V., Matallín, J.C., Nieto-Soria, M.L. (2009): Do investors in Spain react to news on Sustainability and Corporate Social Responsibility (CRS)? *International Journal of Sustainable Economy*, 1 (3) (2009), pp. 227–244.
- Fernández, A., Muñoz, M.J (2012): “La incorporació a la gestió empresarial dels criteris FASG, com a mesura de control de rics integrals per superar la crisi”, Anuari. Revista de recerca humanística i científica, núm. XXII ISSN 1130-4235.
- Fernández-Izquierdo MA., Muñoz-Torres, MJ., Ferrero-Ferrero, I. (2014): Comprehensive Management and Financial and Extra-financial Risk Control to Overcome the Business Crisis. *European Company Law*, 11(2), 81–85
- Futs (2002): Informe sobre la banca ética a Europa. Grup de Fundacions.
- GSIA (2016): Global Sustainable Investment Review. Disponible en: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf [Acceso noviembre 2019].
- GSIA (2018): Global Sustainable Investment Review. Disponible en: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf [Acceso noviembre 2019].

- Icmagroup.org. (2018a): Green, Social and Sustainability bonds. Disponible en: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/> [Acceso noviembre 2019].
- Icmagroup.org. (2018b). Social Bond Principles (SBP). [PDF] Disponible en: <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/social-bond-principles-sbp/> [Acceso noviembre 2019].
- Joly, C. (1.993): Ethical demands and requirements in investment management. *Business Ethics: a European Review*, 2 (4), 71-177.
- KPMG (2015): European Responsible Investing Fund Survey 2015. Disponible: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/04/Brochure-European-Responsible-Investing-Fund-Survey-20150402.pdf> [Acceso noviembre 2019].
- Moneva, J.M., Rivera J.M., Muñoz, M.J. (2007): The Corporate Stakeholder Commitment and Social and Financial Performance. *Industrial Management and Data Systems*, 107 (1), 84 – 102.
- Muñoz, M. J., De la Cuesta, M., Pampillón, F., Fernández, A., Ruza, C., Escrig, E. (2010): Finanzas Sostenibles. Colección Sostenibilidad y Responsabilidad Social Corporativa. La Coruña: NETBIBLO.
- Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. Á., Rivera-Lirio, J. M., Escrig-Olmedo, E. (2019): Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 439-452.
- Muñoz-Torres, M.J., Fernández-Izquierdo, M.Á., Escrig-Olmedo E. (2013): Responsabilidad social corporativa e internacionalización bancaria: el caso de la banca española en Argentina, Brasil y Chile. *Harvard Deusto Business Research*, II (2), 143-164.
- Muñoz, M. J., Rivera, J. M., Moneva, J. M. (2008): Evaluating sustainability in organisations with a fuzzy logic approach. *Industrial Management & Data Systems*, 108(6), 829-841.
- Nilsen, H.R., Muñoz, M.J., Escrig, E. (2017): Investing in the Planetary Boundaries? Analyzing Sustainable Investments of Sovereign Wealth Funds in Europe. Working paper presentado en Daughters of Themis International Network of Female Business Scholars Workshop 2017.

- Ortas E., Moneva J.M. (2011): Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: multivariate evidence from DJSI-Stoxx. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 151, 395–416
- Revelli, C., Viviani, J. L. (2015): Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta - analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185.
- Rivera, J. M., Muñoz, M. J., Moneva, J. M. (2017) Revisiting the relationship between corporate stakeholder commitment and social and financial performance. *Sustainable Development*, 25(6), 482-494.
- Rosen B.N., Sandler, D.M., Shani, D. (1991): Social Issues and Socially Responsible Investment Behaviour: A Preliminary Empirical Investigation. *The Journal of Consumer Affairs*, 25(2), 221-234.
- Spainsif (2013): Informe Spainsif 2013 - Normativa Comparada Europea/ Regulación de la ISR retail. Novaster Disponible en: <https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2017/01/estudio-spainsif-2013.pdf> [Acceso noviembre 2019].
- Spainsif (2014): Informe Spainsif 2014 – El coste para las gestoras de activos de la implantación de la ISR. Disponible en: <file:///C:/Users/eescrig/Downloads/estudio-spainsif-2014.pdf> [Acceso noviembre 2019].
- Spainsif (2016): Estudio Spainsif 2016. La Inversión Socialmente Responsable en España. Disponible en: https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf [Acceso noviembre 2019].
- Spainsif (2018): Informe anual - La inversión sostenible y responsable en España. Disponible en: [file:///C:/Users/eescrig/Downloads/La-inversi%C3%B3n-sostenible-y-responsable-en-Espa%C3%B1a-Estudio-Spainsif-2018-%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/eescrig/Downloads/La-inversi%C3%B3n-sostenible-y-responsable-en-Espa%C3%B1a-Estudio-Spainsif-2018-%20(2).pdf) [Acceso noviembre 2019].
- Surroca J., Tribò, J.A., Waddock, S (2010): Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Tippet, J. (2001): Performance of Australia’s Ethical Funds. *The Australian Economic Review*, 34 (2), 170-178.

USSIF (2014): What is sustainable, responsible and impact investing? Disponible en <http://www.socialinvest.org/resources/sriguide/srifacts.cfm> [Acceso noviembre 2014].

Vigeo Eiris (2016): Green, Social and Ethical Funds in Europe 2016 release. Disponible en: http://www.vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2016/11/161020-Green-Social-and-Ethical-funds-in-Europe-2016_Final-Compatibilit...-1.pdf [Acceso noviembre 2019].

World Economic Forum (2019): Global Risks Report 2019, 14th Edition. Disponible en http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2019.pdf [Acceso noviembre 2019].