

Cuadernos de la  
Cátedra CaixaBank de  
Responsabilidad Social  
Corporativa

Nº 43  
Enero de 2020

# La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares

**Joan Fontrodona**

**Philip Muller**

**Sergio Marín García**

Cátedra CaixaBank de  
Responsabilidad Social Corporativa

# La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares

**Joan Fontrodona**

**Philip Muller**

**Sergio Marín García**

Cátedra CaixaBank de  
Responsabilidad Social Corporativa

DOI: <https://dx.doi.org/10.15581/018.ST-531>

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| 1. INTRODUCCIÓN   | 04 |
| 2. ¿QUÉ ES LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE?             | 06 |
| 2.1. DEFINICIÓN DE ISR  | 06 |
| 2.2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA ISR                        | 07 |
| 3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE          | 08 |
| 3.1. EXCLUSIÓN  | 09 |
| 3.2. INTEGRACIÓN ASG  | 09 |
| 3.3. ACTIVISMO ACCIONARIAL                                    | 10 |
| 3.4. <i>SCREENING</i> BASADO EN NORMAS                        | 10 |
| 3.5. <i>BEST-IN-CLASS</i>                                     | 11 |
| 3.6. INVERSIONES TEMÁTICAS                                    | 11 |
| 3.7. INVERSIÓN DE IMPACTO                                     | 12 |
| 4. EL MERCADO ISR EN ESPAÑA                                   | 12 |
| 5. INVERTIR CON CRITERIOS DE SOSTENIBILIDAD Y RESPONSABILIDAD | 14 |
| 5.1. LOS TRES OBSTÁCULOS PARA EL EJERCICIO DE LA ISR          | 15 |
| 5.2. UNA DEFINICIÓN SOSTENIBLE DE LOS OBJETIVOS DE INVERSIÓN  | 18 |
| A. ISR Y FINALIDAD DE LA INVERSIÓN                            | 18 |
| B. ISR Y CUANTÍA DE LA INVERSIÓN                              | 19 |
| C. ISR Y DURACIÓN DE LA INVERSIÓN                             | 20 |
| D. ISR Y RIESGO DE LA INVERSIÓN                               | 21 |
| 5.3. CÓMO EVALUAR LA SOSTENIBILIDAD DE UN FONDO ISR           | 22 |
| CONCLUSIÓN  | 24 |
| BIBLIOGRAFÍA  | 25 |
| ANEXO I   | 29 |

## 1. INTRODUCCIÓN

**Los llamados criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) desempeñan, en la actualidad, un papel determinante en las decisiones de inversión de buena parte del mercado financiero.**

**Prueba del mayor peso que poco a poco ha ido teniendo la ISR en el mercado financiero global es el creciente apoyo internacional por parte de los propietarios de activos y entidades gestoras a los Principios de Inversión Responsable (PRI) [...].**

La industria financiera ha tomado conciencia a lo largo de la última década de la necesidad de promover un cambio de mentalidad entre los inversores e incorporar criterios socialmente responsables a su actividad. Esta nueva sensibilidad queda reflejada en la creciente importancia que las distintas instituciones financieras e inversores institucionales otorgan a los criterios sostenibles y responsables. Los llamados criterios ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno) desempeñan, en la actualidad, un papel determinante en las decisiones de inversión de buena parte del mercado financiero. El tipo de inversión que se guía por criterios ASG se denomina “inversión sostenible y responsable” (ISR)<sup>1</sup>, y se diferencia de otros estilos de inversión por la incorporación de estos criterios en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión.

Prueba del mayor peso que poco a poco ha ido teniendo la ISR en el mercado financiero global es el creciente apoyo internacional por parte de los propietarios de activos y entidades gestoras a los Principios de Inversión Responsable (PRI), una iniciativa promovida por el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP, por sus siglas en inglés). Cuando la UNEP publicó estos principios en el año 2006, contaba con 63 entidades signatarias, que sumaban 6,5 billones de dólares en activos bajo gestión. A fecha de hoy, son más de 2.300 las entidades que se han adherido a estos principios, lo que representa un total de 85 billones en activos bajo gestión (PRI, 2019). Si atendemos a los datos publicados por la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), organización que reúne a las principales organizaciones de inversión sostenible en el mundo, a comienzos del 2018 la ISR alcanzaba un volumen global de 30,7 billones de dólares, con un crecimiento del 34% respecto al volumen de activos gestionados según los criterios ASG en el 2016 (GSIA, 2018).

El aumento del interés de los inversores, institucionales e individuales, en la ISR coincide con la explosión de iniciativas fomentadas por la comunidad internacional que buscan impulsar políticas sociales y medioambientales que favorezcan la transición hacia una economía sostenible. Entre los eventos más relevantes destaca el Acuerdo de París del 2015 sobre el cambio climático, respaldado a finales del 2019 por 195 países signatarios, y la publicación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, que reúnen 17 objetivos para alcanzar un crecimiento económico sostenible. No se entendería el auge de la ISR sin atender a este esfuerzo, público y privado, nacional y global, por fomentar el desarrollo sostenible. En este contexto, la ISR ofrece la manera de trasladar el espíritu y los propósitos de estas grandes cumbres sobre crecimiento y sostenibilidad a la industria financiera. De ahí que, tras la cumbre de París y el lanzamiento de los ODS, distintos organismos hayan definido una hoja de ruta para adaptar estas directrices al sector bancario y financiero.

La Comisión Europea, por ejemplo, lanzó en el primer trimestre del 2018 el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles, cuyos principales objetivos son reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo; gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medioambiente y los problemas sociales; y fomentar la transparencia y el “largoplacismo” en las actividades financieras y económicas (Comisión Europea, 2018). La preocupación de este organismo por la promoción de un sistema financiero sostenible se refleja también en el establecimiento de un comité de expertos

<sup>1</sup> La inversión responsable ha recibido diversas terminologías a lo largo de los años: “inversión responsable” (IR), “inversión socialmente responsable” (ISR), etc. A efectos de este cuaderno, la expresión “inversión sostenible y responsable” (ISR) engloba las alternativas anteriores, siempre y cuando hagan referencia a un estilo de inversión que incorpore los criterios ASG al análisis financiero.

en ISR (denominado “High-Level Expert Group on Sustainable Finance”, en adelante HLEG), que publicó en enero del 2018 el informe que guio a la Comisión Europea en la redacción de su Plan de Acción. Por su parte, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) lanzó el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (European Fund for Strategic Investments, o EFSI) para invertir en sectores estratégicos como infraestructuras, educación o energías renovables.

El mercado de la ISR se adentra ahora en una fase de maduración, y la integración de criterios ASG se traduce cada vez más en políticas inversoras concretas. Las tasas de crecimiento del volumen de activos parecen consolidarse, las diversas estrategias generales de inversión sostenible han adquirido una mayor sofisticación, y las principales entidades y gestoras ya ofrecen algún tipo de vehículo de inversión basado en criterios ASG. Las líneas de mejora prioritarias se sitúan actualmente en el ámbito de la transparencia y la materialidad. Desarrollar una economía sostenible y, a la vez, eficiente exige que los diversos agentes económicos tengan acceso a información fiable, relevante y útil en el ámbito medioambiental, social y de gobierno. Esta exigencia plantea grandes retos al mercado y a la práctica habitual de las empresas, en particular a la relación con los inversores. En concreto, se hace preciso que las empresas se sumen a la tendencia de incluir en sus informes los resultados de su actividad no financiera, o que dediquen un informe separado para informar de forma veraz y transparente sobre su actividad en este punto, para que, de esta forma, los inversores puedan tener en cuenta estos aspectos en sus decisiones de inversión.

En el contexto español, por ejemplo, el Gobierno publicó en el 2017 el Real Decreto Ley 18/2017, que obliga a compañías de más de 500 trabajadores o que facturan más de 40 millones de euros al año a publicar de forma periódica la información relativa a sus modelos de negocio, el impacto de su actividad sobre el medioambiente, los recursos humanos, o sus resultados en materia de derechos humanos y la lucha contra la corrupción (Deloitte, 2017). Tanto esta nueva regulación como las homólogas publicadas a nivel europeo exigen a la dirección de la compañía la preparación de un Estado de Información No Financiera (EINF) que contenga, como mínimo, información relacionada con la dimensión social, medioambiental, ética y de buen gobierno (EY, 2018, p. 12). La Comisión Europea, por su parte, ha propuesto una taxonomía para actividades económicamente sostenibles. Se trata de un sistema de clasificación que ofrece información práctica a organismos públicos, inversores y reguladores sobre cómo invertir en actividades económicas que ayuden a mitigar el cambio climático, reducir la huella de carbono, proteger los recursos naturales, etc. (Comisión Europea, 2018).

Ya tuvimos ocasión de abordar la ISR en el Cuaderno 22 de la Cátedra (Alejos, 2014). Durante estos últimos años, el mercado de la ISR ha experimentado cambios sobre los que merece la pena llamar la atención. Por otro lado, y teniendo en mente la rápida penetración de la inversión sostenible, queremos que este cuaderno acerque la teoría y la práctica de la ISR a un público sin un conocimiento especializado previo, pero con interés en invertir capital según los criterios ASG. Dentro de este grupo pueden encontrarse inversores minoristas, empresas familiares, fundaciones, gestores de patrimonios, etc. Para ello, dedicaremos los dos primeros apartados a explicar brevemente en qué consiste la ISR y repasar cuáles son las principales estrategias que existen para poner en práctica esta filosofía de inversión. El siguiente apartado ofrece una panorámica del mercado de la ISR en España. En el último, queremos proponer unas pautas de actuación básicas que debe tener presente todo aquel que quiera iniciarse en la ISR, además de recoger algunos de los principales recursos y herramientas con los que contrastar información relativa a los fondos ISR.

**El mercado de la ISR se adentra ahora en una fase de maduración, y la integración de criterios ASG se traduce cada vez más en políticas inversoras concretas.**

**Desarrollar una economía sostenible y, a la vez, eficiente exige que los diversos agentes económicos tengan acceso a información fiable, relevante y útil en el ámbito medioambiental, social y de gobierno.**

## 2. ¿QUÉ ES LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE?

No existe una nomenclatura única para referirse a la “inversión socialmente responsable”. La Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), el European Sustainable Investment Forum (Eurosif) o la iniciativa Principles for Responsible Investment (PRI) de las Naciones Unidas emplean la expresión “inversión sostenible y responsable”. También encontramos esta expresión en los documentos publicados por Spainsif<sup>2</sup>, órgano encargado de promover la ISR en el ámbito español.

El inversor particular que quiera invertir de forma sostenible deberá acostumbrarse a la variedad de expresiones y acrónimos con que cabe referirse a la ISR, al menos hasta que la taxonomía propuesta por la Comisión Europea en el 2018 se extienda y consolide<sup>3</sup>. Esta ausencia de una nomenclatura única no debe, sin embargo, llevar a confundir la ISR con otras formas de inversión similares o con actividades solidarias relacionadas con la responsabilidad social corporativa (RSC). La ISR posee una definición y unas características precisas que permiten identificarla y distinguirla con facilidad.

### 2.1. DEFINICIÓN DE ISR

Las principales asociaciones del sector definen la ISR como una filosofía o estilo de inversión a largo plazo que integra criterios ambientales, sociales y de gobernanza en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión (Spainsif, 2018; Eurosif, 2018b; GSIA, 2018; USSIF, 2019). Este estilo de inversión combina el análisis financiero fundamental, que evalúa el índice rentabilidad-riesgo asociado a una inversión, con el análisis extrafinanciero de los denominados “criterios ASG”.

Esta primera definición permite diferenciar la ISR de otras actividades relacionadas con la RSC. La ISR es una inversión y, como tal, busca obtener un retorno para los inversores que pretenden mejorar la sociedad mediante la actividad de las empresas en las que han invertido. Es esta búsqueda de rentabilidad lo que distingue, por ejemplo, la ISR de la filantropía (Fontrodona, Levy, Sanz y Casas, 2016, pp. 10-11). La filantropía se caracteriza por ser una actividad sin ánimo de lucro gobernada por una dinámica de no reciprocidad: en la acción estrictamente filantrópica no hay expectativas de recuperar de algún modo lo que se dona o entrega (Novo, 2008). La ISR, en cambio, contempla desde el primer momento la obtención de rentabilidad pasado un periodo de tiempo determinado. Así mismo, la ISR se diferenciaría de los fondos solidarios, en los que se suele ceder una parte o la totalidad de la comisión cobrada a los partícipes para donarla a distintas actividades benéficas, proyectos de desarrollo, etc. La ISR presenta las características de una inversión financiera al uso, con el añadido de que incorpora en el proceso de análisis y selección de activos criterios de tipo medioambiental, social y de buen gobierno. También trata de obtener una rentabilidad mediante la inversión en empresas comprometidas con la mejora y sostenibilidad de la sociedad.

Como veremos, las principales estrategias de ISR se centran en la inversión en empresas que cotizan en los distintos mercados bursátiles, cuya rentabilidad financiera es de fácil medición y seguimiento. Sin embargo, junto a la inversión en estos mercados se han desarrollado en los últimos años formas adicionales de ISR, como la inversión de impacto, que mide el retorno de la inversión también en términos sociales, o los bonos verdes —fondos emitidos por los bancos para la financiación de proyectos sostenibles—.

<sup>2</sup> De forma homóloga a Eurosif, Spainsif es la plataforma nacional de referencia en materia de inversión sostenible y responsable. En ella es posible encontrar estudios anuales y semestrales sobre la evolución del mercado español en ISR, índices de fondos sostenibles, tendencias e información sobre los principales encuentros celebrados en nuestro país sobre esta temática.

<sup>3</sup> Se analizarán con más detalle los rasgos principales de esta taxonomía en el apartado 5.

**Las principales asociaciones del sector definen la ISR como una filosofía o estilo de inversión a largo plazo que integra criterios ambientales, sociales y de gobernanza en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión.**

La ISR propone tener en cuenta el ámbito medioambiental, social y de gobierno a la hora de analizar y seleccionar los activos en los que se invierte. En cada uno de estos ámbitos encontramos una variedad de medidas o iniciativas relevantes para la mejora de cada uno de ellos en particular. Algunos de los aspectos más frecuentes que se contemplan cada uno de estos ámbitos suelen ser los siguientes:

- 1. Criterios ambientales:** edificación ecológica, cambio climático, reducción de la huella de carbono, energías renovables, emisiones, deforestación, gestión del agua, etc.
- 2. Criterios sociales:** respeto de los derechos humanos, erradicación de la explotación infantil, mejora de las condiciones laborales, inclusión y diversidad, seguridad laboral, etc.
- 3. Criterios de gobierno:** diversidad en los consejos de administración, políticas anticorrupción, códigos de conducta, políticas de remuneración, etc.

Aunque el ámbito de acción sea extenso, la consideración de todas estas cuestiones debe estar acompañada de los estudios de materialidad pertinentes por parte de cada organización. Esto permitirá identificar con mayor facilidad qué dimensiones del ámbito ASG son más relevantes en cada sector, qué impacto tiene cada compañía en cada uno de ellos, etc.

## 2.2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LA ISR

La ISR, tal y como la conocemos en la actualidad, es un fenómeno reciente. Sin embargo, a lo largo de la historia pueden rastrearse varias iniciativas que se proponían hacer un uso responsable del dinero, o en las que directamente se censuraban y prohibían ciertas formas de negocio o inversión. Debido al marcado carácter ético de algunas de estas propuestas, no resulta extraño que los precedentes históricos de la ISR tengan un origen religioso (Schwartz, 2003). La ley judía, por ejemplo, cuenta con preceptos y mandatos sólidos y concretos que acotan el uso del dinero y el tipo de actividad empresarial en que debe invertirse. De forma similar, en la tradición católica se hallan reflexiones sobre la dimensión social de la inversión y la responsabilidad de los empresarios para contribuir a la mejora de la sociedad.

Fue a partir del siglo XX cuando la ISR recibió el mayor impulso social y político, sobre todo a partir de los años sesenta (Alejos, 2014, p. 9). La guerra de Vietnam y el movimiento por los derechos civiles de Estados Unidos tuvieron una gran influencia sobre la comunidad inversora y contribuyeron a la creación, en 1971, del primer fondo de inversión socialmente responsable en Estados Unidos, el Pax World Funds. La ISR también desempeñó un papel importante en la lucha contra el *apartheid* en Sudáfrica. Desde la década de los setenta hasta la de los noventa, grandes compañías desviaron sus inversiones en ese país en señal de protesta. La huida de capital extranjero contribuyó a que el 75% los empresarios locales redactaran una declaración solicitando el fin de la segregación.

Desde la década de los noventa hasta nuestros días, la ISR ha adquirido un papel cada vez mayor como instrumento para promover la sostenibilidad medioambiental y luchar contra el cambio climático. Algunos de los factores que explican este crecimiento son (Eccles y Klimenko, 2019):

- **Tamaño de las sociedades de inversión.** La industria financiera se encuentra altamente concentrada. Los cinco principales gestores de activos controlan el 22,7% del volumen total de activos bajo gestión. El tamaño de estas entidades hace que sus carteras de inversión apenas tengan cobertura contra los riesgos de

[...] a lo largo de la historia pueden rastrearse varias iniciativas que se proponían hacer un uso responsable del dinero, o en las que directamente se censuraban y prohibían ciertas formas de negocio o inversión.

Fue a partir del siglo XX cuando la ISR recibió el mayor impulso social y político, sobre todo a partir de los años sesenta.

**La ISR ha demostrado ser una inversión igual de rentable que otras formas de inversión tradicionales, convirtiéndose así en una verdadera alternativa para los inversores.**

la economía global. En consecuencia, las grandes firmas se han visto “obligadas” a apostar por la sostenibilidad como estrategia para evitar las consecuencias de un fenómeno sistémico como el cambio climático.

- **Rendimiento económico.** La ISR ha demostrado ser una inversión igual de rentable que otras formas de inversión tradicionales, convirtiéndose así en una verdadera alternativa para los inversores. El desarrollo de la industria de la ISR ha motivado la aparición de distintos índices bursátiles de sostenibilidad como el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) en Estados Unidos, el FTSE4Good en el Reino Unido o el Jantzi Social Index en Canadá.
- **Demanda creciente.** Los propietarios de activos e inversores están demandando cada vez más estrategias de inversión sostenibles a sus gestores y entidades. La sostenibilidad se ha convertido en un factor de peso en la mente de los inversores, lo que ha propiciado que, en los últimos años, las entidades financieras lanzaran al mercado nuevos productos para satisfacer esta demanda.
- **Obligación fiduciaria.** De forma paralela a las iniciativas de los organismos internacionales en materia de sostenibilidad, los organismos reguladores están poniendo en marcha nuevas propuestas legislativas que obligarán a las empresas y entidades a informar sobre sus avances e inversiones en el ámbito ASG.

### 3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE

La GSIA estableció, en su informe publicado en el 2012, una clasificación de siete estrategias distintas de inversión sostenible (GSIA, 2012). Desde entonces, dicha clasificación ha sido adoptada por las principales asociaciones del sector y es la que suele emplearse para medir la evolución del mercado. La ISR atañe principalmente a la inversión en mercados bursátiles; de ahí que, de las siete estrategias, cinco de ellas sean únicamente pertinentes para las inversiones en estos mercados.

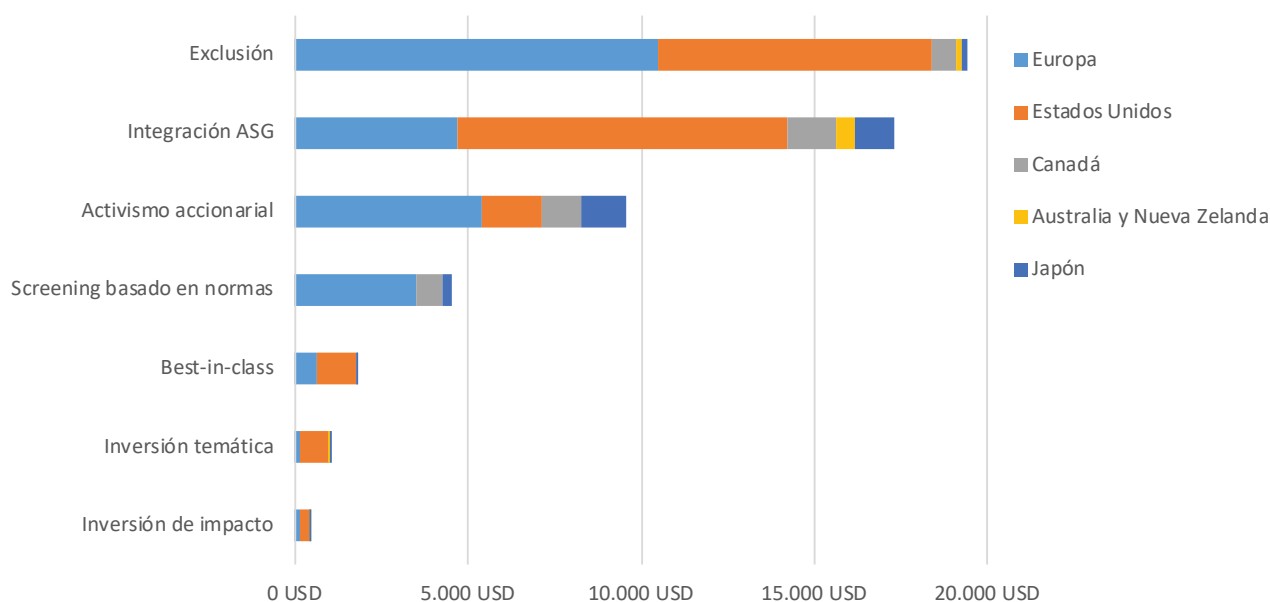
**Las tres estrategias de inversión sostenible con un mayor protagonismo en el 2018 a nivel global fueron la exclusión, la integración ASG y el activismo accionario.**

Las tres estrategias de inversión sostenible con un mayor protagonismo en el 2018 a nivel global (véase la **Figura 1**) fueron la exclusión, la integración ASG y el activismo accionario. Entre las tres suman 47 billones de dólares en activos gestionados<sup>4</sup>, es decir, más de la mitad del total de activos invertidos con criterios ASG en el mundo (GSIA, 2018, p. 25). En cambio, las cuatro menos usadas consistieron en el *screening* basado en normas, la estrategia *best-in-class*, la inversión temática y la inversión de impacto. A continuación, se explicará brevemente en qué consiste cada una y se expondrán, en este mismo orden, de mayor a menor, la cantidad de activos gestionados.

<sup>4</sup>La GSIA (2018, p. 25) señala que un gestor puede aplicar más de una estrategia a un mismo grupo de activos. Esto explica que puedan darse cifras distintas, según se tengan en cuenta o no estas duplicidades. La suma de todas las estrategias asciende a 55,1 billones de dólares; en cambio, si se tienen en cuenta las duplicidades, la cifra sería de 30,7 billones.



**Figura 1. Número de activos, en billones de dólares, divididos por estrategia ASG y región**



Fuente: Basado en GSIA, 2018.

### 3.1. EXCLUSIÓN

Se trata de una de las estrategias de ISR más antiguas y, en la actualidad, las más extendida en el mercado: según el último informe publicado por la GSIA, esta estrategia aglutina unos 19,8 billones de dólares en activos gestionados. A la vez, la exclusión representa una de las estrategias más sencillas a la hora de incorporar los criterios ASG al proceso de inversión. Consiste en identificar entre las empresas en las que se desea invertir a aquellas cuya actividad es contraria a la política de inversión de la entidad en cuestión. Las políticas de inversión varían de una entidad a otra, pero será común que se excluyan compañías armamentísticas, tabacaleras, de energía nuclear, manipulación genética, pornografía o explotación infantil.

Los criterios de exclusión no se limitan únicamente a empresas cotizadas, sino que pueden extenderse también a Gobiernos y organismos internacionales para decidir invertir o no en deuda pública. En este caso, se suelen tener en cuenta factores como la presencia de un régimen dictatorial, la ratificación de los acuerdos medioambientales, el nivel de corrupción institucional, el apoyo de la pena de muerte o la energía nuclear (Spainsif, 2018). La exclusión se trata, por tanto, de una estrategia de mínimos: se dejan fuera de la cartera aquellas compañías cuya actividad suponga un detrimento directo a la sostenibilidad en el ámbito medioambiental, social o de gobierno.

### 3.2. INTEGRACIÓN ASG

Esta estrategia consiste en la “integración explícita y sistemática, por parte de los gestores, de los factores ASG en el análisis financiero” (GSIA, 2018, p. 7) que precede a la selección de activos para una cartera de inversión. Dicha integración exige de forma especial la identificación de los elementos de materialidad dentro del ámbito ASG para cada uno de los sectores de las empresas en los que el fondo quiere invertir, además del análisis del

**[...] la exclusión representa una de las estrategias más sencillas a la hora de incorporar los criterios ASG al proceso de inversión.**

**Los criterios de exclusión no se limitan únicamente a empresas cotizadas, sino que pueden extenderse también a Gobiernos y organismos internacionales para decidir invertir o no en deuda pública.**

**A día de hoy, la integración ASG es la segunda estrategia más utilizada por detrás de la exclusión, con 17,5 billones de dólares de activos bajo gestión.**

impacto potencial en el desempeño de cada compañía. A día de hoy, la integración ASG es la segunda estrategia más utilizada por detrás de la exclusión, con 17,5 billones de dólares de activos bajo gestión.

La integración ASG es una estrategia al alcance de aquellas entidades e instituciones que “han acumulado el conocimiento y la experiencia suficientes en la definición y medición de los criterios ASG” (Spainsif, 2018, p. 27), pues, como se ha indicado, el desarrollo de unos indicadores eficientes para evaluar el desempeño de una compañía en este ámbito requiere de un conocimiento especializado del sector en que dicha compañía opera, de la empresa en particular y de los ámbitos en los que las cuestiones ASG aparecen con una especial incidencia en dicho sector.

### **3.3. ACTIVISMO ACCIONARIAL**

Esta estrategia de ISR consiste en el ejercicio de los derechos políticos por parte de los inversores en las compañías en las que invierten a través de distintos mecanismos y formas de diálogo. Una de las formas más habituales que tienen los inversores de velar por la salvaguarda de los criterios ASG es la del voto en las juntas generales de accionistas. La conciencia entre la comunidad inversora del papel de los criterios ASG en la práctica empresarial es cada vez mayor, de ahí que en estas juntas surjan con más frecuencia preguntas relacionadas con dichos criterios o que se vote en contra de determinadas decisiones tomadas por el Consejo de Administración.

**Junto con el ejercicio del voto, el activismo accionarial suele recurrir también a mecanismos de *engagement* o diálogo activo con las empresas.**

Junto con el ejercicio del voto, el activismo accionarial suele recurrir también a mecanismos de *engagement* o diálogo activo con las empresas. En esta estrategia, los inversores buscan abrir un canal de diálogo entre ellos y la empresa con el objetivo de discutir las políticas sociales de la compañía, enmendar algunas decisiones o sugerir mejoras en este campo. Esta forma de diálogo puede darse, sobre todo, con reuniones entre grupos de accionistas y el Consejo de Dirección de la compañía, aunque el USSIF también indica que se puede desarrollar con campañas de correo.

El voto y el *engagement* son unas prácticas muy extendidas en Estados Unidos, donde se han elaborado principios para apoyar el voto de los accionistas (por ejemplo, la guía *Proxy Voting for Sustainability* de la Coalition for Environmentally Responsible Economies [CERES]). En Europa, los dos países con mayor número de activos gestionados con esta estrategia son el Reino Unido y Suecia. Por lo demás, Eurosif (2018b, p. 22) también señala que esta estrategia ha crecido un 213% en Italia desde el 2015. El activismo accionarial es actualmente la tercera estrategia más empleada en el mundo y engloba un total de 9,8 billones de dólares en activos gestionados.

### **3.4. SCREENING BASADO EN NORMAS**

Esta estrategia nació en los países del norte de Europa y se presenta como una versión más elaborada de la estrategia de exclusión. En este caso, no se busca únicamente que las empresas no atenten directamente contra una serie de principios básicos, sino que se exige también que cumplan con una serie de normas y acuerdos internacionales en materia de protección ambiental, derechos humanos, condiciones laborales o anticorrupción. Mediante este tipo de estrategia, las entidades financieras buscan alinear sus carteras con la hoja de ruta de los principales organismos internacionales en materia de sostenibilidad.

En este sentido, la normativa y los acuerdos que más se tienen en cuenta a la hora de realizar el *screening* suelen ser las directrices de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para empresa multinacionales, el Pacto Mundial de las

Naciones Unidas, la Declaración tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), y los Principios Rectores sobre las empresas y los derechos humanos de las Naciones Unidas.

### 3.5. BEST-IN-CLASS

A diferencia de las dos estrategias de *screening* negativo (la exclusión y el *screening* basado en normas), la estrategia *best-in-class*, al igual que la estrategia integración ASG, introduce un enfoque positivo a la hora de analizar y seleccionar las empresas en las que se va a invertir. En lugar de proceder a excluir a aquellas cuya actividad genera un impacto negativo sobre alguna de las dimensiones consideradas en los criterios ASG, esta estrategia procede a seleccionar aquellas compañías con mejor desempeño en el ámbito ASG dentro de los distintos sectores y mercados.

Implementar esta estrategia requiere de un esfuerzo mayor por parte de los inversores e instituciones (Spainsif, 2019a, p. 23), pues exige establecer de antemano un listado de temas relacionados con la ASG, ordenados según una jerarquía, que sirva para calificar el desempeño en este ámbito de las empresas que se analizan. A su vez, el análisis sectorial exige una correcta identificación de las cuestiones ASG relevantes para esa industria. Sin embargo, los estudios de materialidad no son todavía una práctica común en todas las industrias, mientras que la información publicada es demasiado genérica o simplemente incompleta.

Con todo, los inversores que deseen apostar por esta estrategia pueden encontrar numerosos recursos a su alcance. Como quedó mencionado, existe un mercado bastante desarrollado de índices bursátiles de sostenibilidad (Dow Jones Sustainability, MSCI o Morningstar). En estos índices es posible encontrar a las empresas con mejor desempeño en distintos ámbitos ASG clasificados por región, industria o temática. Por otro lado, para aquellas instituciones que deseen tener acceso a información más pormenorizada sobre el desempeño ASG de las empresas, existen proveedores de información como MSCI, Sustainalytics o Vigeo Eiris que disponen de datos más específicos sobre el sector. Por último, siempre cabe la posibilidad de crear –en aquellas entidades con suficientes recursos para ello– un equipo *ad hoc* de análisis ASG dedicado exclusivamente a extraer y analizar información sobre las empresas seleccionadas.

### 3.6. INVERSIONES TEMÁTICAS

Este tipo de estrategia consiste en la inversión en compañías relacionadas con la sostenibilidad desde una misma temática. Se trata de una estrategia que busca invertir en sectores específicos para crear mercados sostenibles y generar rentabilidad a los inversores. Es decir, se invertiría, por ejemplo, en empresas centradas en la gestión responsable del agua, el tratamiento de residuos, la reducción de emisiones contaminantes, etc.

La inversión, según de este tipo de estrategia, suele llevarse a cabo a través de fondos de inversión en renta variable especializados en un sector o área en concreto. Ahora bien, la sola inversión sectorial no es suficiente para que un fondo entre dentro de la categoría de inversión sostenible. La inversión temática es una forma de ISR en la medida en que las empresas que componen la cartera se encuentran alineadas con los criterios ASG y promueven la sostenibilidad en sus respectivos entornos. Esta estrategia es la que mayor crecimiento ha experimentado desde el 2016, un 269%, aunque en términos absolutos engloba solo 1 billón de dólares en activos bajo gestión.

**[...] la estrategia *best-in-class*, al igual que la estrategia integración ASG, introduce un enfoque positivo a la hora de analizar y seleccionar las empresas en las que se va a invertir.**

**La inversión temática es una forma de ISR en la medida en que las empresas que componen la cartera se encuentran alineadas con los criterios ASG y promueven la sostenibilidad en sus respectivos entornos.**

**La inversión de impacto representa la estrategia más novedosa y adopta un enfoque adicional al del resto de estrategias. Busca obtener un rendimiento financiero para el inversor a la vez que pretende crear un impacto social positivo.**

### 3.7. INVERSIÓN DE IMPACTO

La inversión de impacto representa la estrategia más novedosa y adopta un enfoque adicional al del resto de estrategias. Busca obtener un rendimiento financiero para el inversor a la vez que pretende crear un impacto social positivo. La Global Impact Investing Network (GIIN) la define como “aquellas inversiones llevadas a cabo, de forma directa o a través de intermediarios, con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero” (GIIN, citado en Fontrodona, Levy, Sanz y Casas, 2016, p. 9). Para lograrlo, se establecen una serie de parámetros e indicadores relacionados con los objetivos sociales y medioambientales, con el fin de poder así medir y evaluar el impacto generado en estos ámbitos gracias a las inversiones realizadas.

A diferencia de las demás estrategias, la inversión de impacto cuenta con un número más amplio de vehículos de inversión. Junto con la inversión en empresas cotizadas, esta estrategia recurre a otros activos como los préstamos, la participación directa en el capital de una empresa o productos híbridos (Fontrodona, Levy, Sanz y Casas, 2016). Los proyectos que suelen ser objeto de este tipo de inversión son de distinta índole: educativos, sanitarios, medioambientales, etc. Esta estrategia también ha experimentado un gran crecimiento desde el 2016, un 79%, pero su volumen de activos aún no alcanza el medio billón de dólares, siendo la estrategia ISR menos empleada<sup>5</sup>.

## 4. EL MERCADO ISR EN ESPAÑA

Las dos principales fuentes disponibles para cartografiar el sector de la inversión sostenible y responsable en España consisten en los informes de Spainsif, que analizan su evolución a nivel nacional, y los de Eurosif, que describen el desarrollo del mercado español desde la perspectiva de las finanzas sostenibles en Europa<sup>6</sup>.

Spainsif se fundó en el año 2009 y comenzó a publicar informes bienales sobre la inversión sostenible y responsable a nivel nacional a partir del 2010<sup>7</sup>. En el 2019, este informe adquirió un carácter anual para proporcionar al inversor una información lo más actualizada posible y, por tanto, el informe del 2019 analiza el desarrollo del sector solo en el 2018. También persigue este mismo objetivo el informe semestral de productos ISR, titulado *Objetivos Fondos ISR*, que publica la misma institución también desde el 2019. La diferencia principal entre este documento semestral y el informe anual reside, además de en su periodicidad, en que solo analiza la evolución de los fondos de inversión ISR indexados en su Plataforma de Fondos, y no la de todo el mercado ISR español en su conjunto.

De acuerdo con el último informe de Spainsif, la ISR creció en España un 13,5% entre los años 2017 y 2018. En total, los activos gestionados con criterios ASG en España en el 2018 suman 210.644 millones de euros y representan el 37% del total de activos del país. De ellos, 191.278 millones de euros pertenecen a activos gestionados por entidades nacionales, y el resto (19.366 millones de euros), por instituciones extranjeras. Aunque estos 19.366 millones

<sup>5</sup> Existen varias iniciativas a nivel global para incentivar el crecimiento de la inversión de impacto en todo el mundo. Entre ellas destaca el Global Steering Group (GSG) for Impact Investment, que se fundó en agosto del 2015, y que cuenta con el apoyo de veintiún países, además de la Unión Europea (UE). En junio del 2019, de hecho, se creó Spain NAB, el Consejo Asesor Nacional de España del GSG, con el objetivo de potenciar alianzas e iniciativas que afiancen la inversión de impacto a nivel nacional.

<sup>6</sup> En el ámbito privado, el Instituto de Innovación Social de ESADE y su Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España ofrecían un análisis anual del desarrollo y principales características del mercado ISR en nuestro país. El último documento que publicó este Instituto data del 2011. Por lo demás, en mayo del 2019, se fundó el Observatorio Español de la Financiación Sostenible, que incluye entre sus objetivos la publicación de un informe anual sobre la recaudación de fondos destinados a la financiación de proyectos sostenibles en España. Este Observatorio prevé publicar el primero de estos informes en el 2020.

<sup>7</sup> En total, debería haber cinco informes que correspondieran al periodo comprendido entre el 2010 y el 2018. Sin embargo, son solo cuatro porque no llegó a publicarse ninguno en el 2014.

solo representan el 3,4% del total a nivel nacional, los fondos de inversión extranjeros ejecutan estrategias ASG más avanzadas en sus carteras y ofrecen un mayor rango de soluciones ISR (Spainsif, 2018, p. 30). Por lo demás, si solo se toma en consideración el número total de activos gestionados en España por entidades nacionales (393.774 millones de euros), puede afirmarse que casi la mitad de ellos (un 49%) se gestiona con criterios ASG.

A nivel de estrategias ASG puestas en práctica para gestionar activos de forma sostenible, España reproduce las principales corrientes observables en Europa (véase la **Tabla 1**). Las tres estrategias más usadas a nivel nacional consisten en la exclusión, con 141.633 millones de euros en activos, seguida por la integración ASG (19.352 millones) y el activismo accionario (15.083 millones), que comprende tanto el *engagement* como el *voting*. Si se atiende al crecimiento de cada estrategia, en cambio, se observa que las tres estrategias que más crecieron en España en el 2017 y el 2018 fueron el activismo accionario (con una tasa de crecimiento del 27%), la inversión en fondos temáticos ASG (22%) y la integración ASG (19%). Las tres forman parte de lo que Spainsif (2019a, p. 11) denomina “estrategias avanzadas”, frente a las de “mínimos”, como la exclusión o el *screening* basado en normas. Esta lenta consolidación de estrategias que exigen una mayor cultura ASG por parte de entidades financieras replica, con pequeñas variaciones, las características del mercado europeo entre el 2015 y el 2017 (Eurosif, 2018b, p. 16), donde las tres estrategias principales fueron la exclusión, el activismo accionario y la integración ASG, y las tres con la tasa de crecimiento más alta consistieron en la integración ASG, el *best-in-class* y el activismo accionario.

**Tabla 1. Activos gestionados por entidades nacionales según estrategia ISR (en millones de euros) con tasa de crecimiento**

| Estrategia ASG                    | 2018    | 2017    | %   |
|-----------------------------------|---------|---------|-----|
| Exclusión                         | 141.633 | 134.636 | 5   |
| Integración ASG                   | 19.352  | 16.290  | 19  |
| Activismo accionario              | 15.083  | 11.880  | 27  |
| <i>Screening</i> basado en normas | 12.078  | 16.290  | -10 |
| <i>Best-in-class</i>              | 2.717   | 8.882   | -69 |
| Inversión de impacto              | 227     | 311     | -27 |
| Inversión temática                | 188     | 154     | 22  |
| TOTAL                             | 191.278 | 185.614 | 3,1 |

Fuente: Spainsif, 2019a.

Los 362 fondos ISR comercializados en España, tanto nacionales como extranjeros, indexados en la Plataforma de Spainsif, invirtieron entre el 2017 y el 2018 de forma mayoritaria en renta variable, con un 65% de activos, frente a la renta fija (24%). Los datos recabados sobre estos fondos en el primer semestre del 2019 confirman esta tendencia (Spainsif, 2019a). Por lo demás, se mantiene el reparto geográfico de estas asignaciones, o destino final de la inversión sostenible en España, con el mercado europeo (57% del total de activos) y doméstico (27%) a la cabeza.

**[...] si solo se toma en consideración el número total de activos gestionados en España por entidades nacionales (393.774 millones de euros), puede afirmarse que casi la mitad de ellos (un 49%) se gestiona con criterios ASG.**

**A nivel de estrategias ASG puestas en práctica para gestionar activos de forma sostenible, España reproduce las principales corrientes observables en Europa.**

**Respecto al tipo de inversor que invierte de forma sostenible y responsable, en el 2015 los inversores particulares solo representaban el 3% del total a nivel nacional, mientras que en el 2018 alcanzaron un 15%.**

**En cuanto al marco legal español, la Ley 11/2018, del 28 de diciembre, obliga a las empresas de más 500 trabajadores o que hayan facturado más de 40 millones de euros netos en el ejercicio anterior a presentar un informe sobre su EINF.**

Respecto al tipo de inversor que invierte de forma sostenible y responsable, en el 2015 los inversores particulares solo representaban el 3% del total a nivel nacional, mientras que en el 2018 alcanzaron un 15% (Spainsif, 2019a, p. 31). En Europa, en cambio, el inversor minorista representa un 30,8%, frente al 69,2% del inversor institucional (Eurosif, 2018b, p. 76). Aunque su presencia diste de alcanzar la europea, una de las principales conclusiones del periodo analizado en España es que cada vez un mayor número de inversores particulares demanda soluciones ISR.

En cuanto al marco legal español, la Ley 11/2018, del 28 de diciembre, obliga a las empresas de más 500 trabajadores o que hayan facturado más de 40 millones de euros netos en el ejercicio anterior a presentar un informe sobre su EINF. Esta obligación facilita conocer el grado de sostenibilidad de empresas, una información fundamental a la hora de plantearse invertir con criterios ASG en ellas. Ya se presente como el *Informe de Sostenibilidad* o el de RSC, el EINF normalmente se publica junto con la memoria anual de la compañía y debe estar disponible en su página web. La ley anima a que este informe siga modelos internacionales, como el Global Reporting Initiative (GRI) o el modelo ISO 26000, de la Organización Internacional de Normalización; también detalla que la información que se presente debe ser “precisa, comparable y verificable” (art. 1).

Por lo demás, en julio del 2019 el Gobierno aprobó la Proposición de Ley sobre Cambio Climático y Transición Energética, que contempla la incorporación de varias medidas que buscan propiciar el desarrollo de la ISR tras la firma del Acuerdo de París. Aunque la legislatura finalizó antes de que la ley llegara a debatirse en el Parlamento, resulta interesante mencionar aquellas medidas del texto que se refieren directamente a la sostenibilidad del sector financiero.

El título IV, que regula la fiscalidad, pretende desincentivar la inversión en productos que conlleven la emisión de gases de efecto invernadero y que fomenten “la depreciación del capital ambiental” (BOCG-13-B-48-1, 2019, p. 17) con la creación de nuevos impuestos que las graven. Además, la Propuesta de Ley encarga a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que establezca una etiqueta de “bonos verdes” que especifique de forma clara los requisitos que debe reunir un producto financiero para poder comercializarse como “sostenible”. Por último, la Propuesta de Ley prohíbe al Estado y a cualquier institución que dependiera de él a invertir en empresas “que se dediquen a la exploración, extracción, refinado, procesado o distribución de combustibles fósiles” (art. 46).

Estas tres medidas se hacen eco del mencionado Plan de Acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea, que se analizará con más detalle en el siguiente apartado; sobre todo, la relativa a la creación de una etiqueta verde que ayude a los inversores a localizar fácilmente productos financieros sostenibles.

## **5. INVERTIR CON CRITERIOS DE SOSTENIBILIDAD Y RESPONSABILIDAD**

Una norma básica para todo aquel que quiera comenzar a invertir consiste en no invertir en algo que no comprende. Aplicable a cualquier forma de inversión, y válido también para cualquier perfil de inversor, este principio resulta especialmente acertado cuando lo que se persigue es iniciarse en la inversión sostenible y responsable. Las asociaciones encargadas de fomentar el crecimiento y la madurez del mercado ISR a nivel global, europeo y nacional, de hecho, advierten con frecuencia de la barrera que supone para el desarrollo de este tipo de inversión que el inversor carezca de información fiable (USSIF, 2019; Spainsif, 2019a; Eurosif, 2018b).

Este último apartado pretende ofrecer pautas de actuación dirigidas a un inversor particular que quiera invertir de forma sostenible. En primer lugar, se advertirá de los tres principales obstáculos que dificultan el ejercicio de la ISR a inversores de este tipo. Después, analizaremos qué añade la incorporación de criterios ASG a la hora de definir las cuatro variables que marcan los objetivos de cualquier tipo de inversión: su finalidad financiera, su cuantía, el periodo de tiempo en que se mantendrá la inversión y la exposición al riesgo que el inversor está dispuesto a asumir (ESMA, 2012, p. 3). Por último, señalaremos en qué información debe fijarse todo aquel que quiera comprar participaciones en un fondo de inversión ISR.

## 5.1. LOS TRES OBSTÁCULOS PARA EL EJERCICIO DE LA ISR

Muchos estudios y encuestas<sup>8</sup> han intentado responder a por qué los inversores particulares no invierten más en ISR cuando es un hecho demostrado que un gran número de ellos cuenta con preocupaciones e inquietudes sociales y ambientales que desearía ver plasmadas en sus carteras de inversión. Los motivos que se señalan son múltiples y todavía no se ha alcanzado un consenso académico sobre por qué al final algunos inversores optan por soluciones ISR y otros no (Paetzold y Busch, 2014, p. 349). Es razonable suponer que, gracias al impulso de la Comisión Europea por conseguir que la ISR sea accesible a todos, este desfase entre el deseo de invertir con criterios sostenibles y su puesta en práctica real disminuya de manera considerable los próximos años.

Todas las causas que se aduzcan hoy para explicarlo y combatirlo también deberán ser revisadas en un futuro cercano. Dicho esto, indicamos ahora, en orden de mayor a menor importancia, los tres obstáculos que, a nuestro parecer, dificultan el ejercicio de la ISR a nivel de inversor particular:

**1. Falta de formación en finanzas sostenibles del propio inversor.** En agosto del 2019, el banco de inversión suizo Vontobel publicó los resultados de una encuesta que medía el grado de conocimiento en inversión sostenible y responsable de 4.643 consumidores de 14 países. Entre los resultados más llamativos, destaca que el 60% de los inversores del Reino Unido consultados afirmaban no saber nada de ISR. En España, siempre según el mismo informe, suman el 56%. El gran desafío al que se enfrenta la inversión sostenible es el mismo desconocimiento de los inversores sobre qué significa, en concreto, invertir con criterios ASG, qué pasos y criterios deben seguirse para hacerlo y a qué objetivos, financieros y extrafinancieros, es razonable aspirar. Por ejemplo, aunque numerosas instituciones dan por válidos los resultados de investigaciones académicas que demuestran que la ISR no supone renunciar a rentabilidad (HLEG, 2018), un número elevado de inversores se muestran reacios a creerlo. En concreto, el 40% de los entrevistados de la citada encuesta (Vontobel, 2019, p. 15) pensaban que deberían pagar costes adicionales en caso de decidirse por la ISR; y el 21%, que la rentabilidad a la que se opta con esta clase de inversión es menor.

Una de las recomendaciones que el comité de expertos en finanzas sostenibles propuso a la Comisión Europea en su informe del 2018 para financiar una economía sostenible consistía en empoderar a los ciudadanos de tal forma que se comprometiesen activamente con el cambio de cultura financiera. Este “empoderamiento financiero” pasa por promover una mayor formación en finanzas sostenibles (HLEG, 2018, p. 49). De hecho, los distintos foros de finanzas sostenibles (como Eurosif, UKSIF, USSIF y Spainsif) tienen como principal misión dar a conocer esta forma de invertir al público general y especializado. Por lo demás, y como se ha señalado, la falta de formación

**El gran desafío al que se enfrenta la inversión sostenible es el mismo desconocimiento de los inversores sobre qué significa, en concreto, invertir con criterios ASG.**

**Una de las recomendaciones que el comité de expertos en finanzas sostenibles propuso a la Comisión Europea en su informe del 2018 para financiar una economía sostenible consistía en empoderar a los ciudadanos de tal forma que se comprometiesen activamente con el cambio de cultura financiera.**

<sup>8</sup> Pueden destacarse Paetzold y Busch (2014), Janson y Biel (2011), y las recientes encuestas encargadas por Vontobel (2019) y Natixis Global Asset Management (2019). El estudio de Paetzold y Busch cuenta con la ventaja de que ofrece un repaso de una gran parte de la literatura académica que aborda este problema específico.

[...] una encuesta hecha en el 2018 a 9.100 inversores particulares de 25 países demostró que el 73% preferiría comprar un fondo de inversión con una huella de carbono baja antes que participar en otros de características similares pero con un mayor impacto ambiental.

[...] la MiFID II obliga a la institución que presta servicios financieros a que trace un perfil del inversor sobre el que después deberá recomendarle las soluciones de inversión más idóneas o apropiadas para sus necesidades y expectativas financieras.

en finanzas sostenibles no equivale a falta de preocupación ante las cuestiones ambientales o sociales. Así, por ejemplo, una encuesta hecha en el 2018 a 9.100 inversores particulares de 25 países demostró que el 73% preferiría comprar un fondo de inversión con una huella de carbono baja antes que participar en otros de características similares pero con un mayor impacto ambiental (Natixis Global Asset Management, 2019, p. 6).

## 2. Falta de transparencia en sostenibilidad por parte de asesores financieros y gestores de activos.

Las dos directivas europeas sobre Mercados de Instrumentos Financieros (conocidas como MiFID I y II, por sus siglas en inglés) regulan la manera en que las empresas de servicios financieros deben prestar consejo y servicio a sus clientes. La MiFID II entró en vigor en enero del 2018. La institución que las redacta y promulga es la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority [ESMA, en adelante]). Entre otros objetivos, las dos directivas persiguen la protección del inversor particular al garantizar que se cumplan unos requisitos mínimos, obligatorios y previos a la adquisición de productos financieros<sup>9</sup>. En concreto, la MiFID II obliga a la institución que presta servicios financieros a que trace un perfil del inversor sobre el que después deberá recomendarle las soluciones de inversión más idóneas o apropiadas para sus necesidades y expectativas financieras. Este perfil se obtiene al preguntarle su grado de conocimiento y experiencia en finanzas, sus objetivos de inversión y su situación financiera. Sin embargo, ni la MiFID I ni la MiFID II recogen la obligación de preguntar al potencial inversor por sus inquietudes sostenibles o ambientales y, como consecuencia, muchos inversores no las dan a conocer aunque las tengan (HLGE, 2018, p. 49). La falta de asesoramiento adecuado es un primer escollo que dificulta que la toma de decisión final por parte del inversor refleje todos sus intereses financieros y extrafinancieros<sup>10</sup>: después de entrevistar a diez personas que poseen un millón de dólares o más en activos financieros (conocidos como “individuos de patrimonio neto alto”; en adelante, HWNA por sus siglas en inglés), Paetzold y Busch (2014, p. 362) concluyeron que “[su] capacidad de invertir en [productos] ISR se reduce debido a que [sus] asesores financieros no comparten información relevante al respecto”. Lo llamativo de este caso es que el banco privado suizo del que eran clientes contaba con productos ISR y los asesores financieros también tenían formación en inversión sostenible.

Algunos artículos (Lewis y Juravle, 2010; Jansson y Biel, 2011; Paetzold y Busch, 2014) indagan en los motivos que pueden llevar a asesores financieros y a gestores de fondos a no contemplar ni compartir información sobre inversión sostenible con sus clientes. De entre todos los que señalan, aquel que está más en sintonía con el citado informe del comité de expertos en finanzas sostenibles es la tendencia a guiarse por incentivos y consideraciones cortoplacistas, esto es, a dar más importancia a generar beneficio a corto plazo en lugar de centrarse en crear valor en el largo (HLEG, 2018, pp. 45-48). Por su parte, entre los motivos que pueden explicar esta política de inversión cortoplacista, destaca la presión que sufren los gestores de fondos al verse obligados a comparar constantemente el resultado de su gestión con el de otros compañeros (*peers*) y con diferentes índices bursátiles de referencia (*benchmarks*) (Lewis y Juravle, 2010).

Otro problema que se añade a esta posible falta de comunicación entre gestor, asesor e inversor se relaciona con el etiquetado ISR de fondos. En una gran mayoría

<sup>9</sup> La CNMV dedica un apartado de su página web a explicar su desarrollo e implementación a nivel nacional ([cnmv.es/Portal/MiFIDII\\_MiFIR/MiFID-Entidades.aspx](https://www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/MiFID-Entidades.aspx)). Además, la ESMA publicó en diciembre del 2019 un documento titulado *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*.

<sup>10</sup> La ESMA anunció, en noviembre del 2019, que actualizará estas normativas para que incluyan la sostenibilidad en el proceso de asesoramiento financiero ([www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance](https://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance)).



de casos, son los mismos fondos los que se otorgan la categoría “sostenible” y, por tanto, los criterios que siguen para hacerlo varían en cada caso (HLEG, 2018, p. 29). Con ello no hay que concluir necesariamente que sus gestores aprovechen la falta de estándares comunes para poner en práctica alguna forma de “blanqueo ecológico” (*greenwashing*) que “camufle” sus verdaderas políticas de inversión; pero, en todo caso, la falta de un estándar común de etiquetado exige al inversor particular un conocimiento y capacidad de análisis que, como se ha señalado, en una gran mayoría de casos no posee. En la medida en que el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea se implemente correctamente y de acuerdo a los plazos marcados, cabe esperar que este laberinto de denominaciones ISR disminuya más pronto que tarde, y se genere una mayor homogeneización que facilite al inversor particular la toma de decisiones.

- 3. Posible incertidumbre ante la taxonomía europea en materia ISR.** Las dos primeras acciones que prevé el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea consisten en “elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles” y en “crear normas y etiquetas para los productos verdes” (Spainsif, 2019a, p. 15). La fecha límite que la Comisión Europea se ha fijado para el cumplimiento y puesta en marcha de estas dos acciones, y de las ocho restantes que define el Plan (véase la **Tabla 2**), es el año 2022. Ya se han dado grandes pasos en el cumplimiento de estos plazos. En concreto, en mayo del 2018 la Comisión propuso un sistema de clasificación para las “actividades económicas sostenibles desde el punto de vista ambiental”; y en junio del 2019, el Technical Expert Group on Sustainable Finance (en adelante, TEG) publicó su *Report on Green Bond Standard (“Propuesta para un estándar de bonos verdes de la Unión Europea”)*. Estos dos documentos sientan las bases para que los países miembros cuenten con un primer marco común que defina todas aquellas actividades económicas que mitigan y se adaptan al cambio climático.

**En la medida en que el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea se implemente correctamente y de acuerdo a los plazos marcados, cabe esperar que este laberinto de denominaciones ISR disminuya más pronto que tarde.**

**Las dos primeras acciones que prevé el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea consisten en “elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles” y en “crear normas y etiquetas para los productos verdes”.**

**Tabla 2. Acciones del Plan de Acción en Finanzas Sostenibles**

|   |
|---|
| <b>Acción 1:</b> Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles                       |
| <b>Acción 2:</b> Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes                                       |
| <b>Acción 3:</b> Fomentar la inversión en proyectos sostenibles   |
| <b>Acción 4:</b> Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero                                     |
| <b>Acción 5:</b> Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad  |
| <b>Acción 6:</b> Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado         |
| <b>Acción 7:</b> Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos              |
| <b>Acción 8:</b> Incorporar la sostenibilidad en los requisitos prudenciales  |
| <b>Acción 9:</b> Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables     |
| <b>Acción 10:</b> Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales |

Fuente: Spainsif, 2019a.

La Comisión prevé que esta clasificación de actividades económicas sostenibles desde el punto de vista ambiental entre en vigor de forma plena en julio del 2020. Hasta que se alcance esta fecha, cabe esperar que todos los agentes del mercado adapten

**Además, todas estas acciones no solo pretenden favorecer una determinada solución de inversión, sino que apuntan a un auténtico cambio de cultura financiera, que incentive y premie la sostenibilidad y la visión a largo plazo.**

**El desempeño económico de la ISR no difiere sustancialmente del de la inversión convencional. Después de años de análisis y debate académico, muchos estudios ofrecen evidencias que legitiman esta afirmación.**

sus ofertas de inversión al nuevo marco y, por tanto, que productos ya existentes se redefinan siguiendo los criterios que propone la Comisión. Aunque todas estas medidas pretenden facilitar el ejercicio de la ISR, es posible que mientras dure el periodo de implementación se genere confusión e incertidumbre entre los inversores particulares. En este sentido, la labor de divulgación y formación que lleven a cabo la Comisión, los distintos foros de finanzas sostenibles y las propias instituciones intermedias que ofrezcan productos ISR será clave. Además, todas estas acciones no solo pretenden favorecer una determinada solución de inversión, sino que apuntan a un auténtico cambio de cultura financiera, que incentive y premie la sostenibilidad y la visión a largo plazo. Por lo tanto, todo apunta a que su implementación se enfrentará a resistencias internas, consecuencia de prácticas plenamente asentadas en el sistema financiero actual, como la señalada tendencia al cortoplacismo.

## **5.2. UNA DEFINICIÓN SOSTENIBLE DE LOS OBJETIVOS DE INVERSIÓN**

La directiva MiFID II obliga a que todas las instituciones que ofrecen servicios financieros clasifiquen al tipo de inversor que las contrata antes de recomendarle un producto determinado para, precisamente, poner a su disposición el producto o solución que mejor se adecua a su perfil. Esta clasificación del tipo de inversor se lleva a cabo con una serie de preguntas que el inversor debe responder y que ayudarán a la empresa a llevar a cabo la “evaluación de la idoneidad” de un producto (ESMA, 2012, p. 3). Los tres aspectos que se examinan en este cuestionario consisten en los objetivos de la inversión, la situación financiera del inversor y el grado de conocimiento y experiencia que posee en finanzas. De estos tres, aquel en que tendrá más impacto la voluntad de invertir de forma sostenible consiste en la definición de los objetivos de inversión, que, a su vez, se concreta en cuatro grandes aspectos: la finalidad de la inversión, su cuantía, el periodo de tiempo y la exposición al riesgo (ESMA, 2012).

Queremos aprovechar cada uno de estos cuatro aspectos para explicar, punto por punto, qué significa invertir de forma sostenible en términos de finalidad de la inversión, cuantía, duración y riesgo. Para ello, seguiremos el esquema propuesto por la ESMA en su *Guía de inversión* (2012), dirigida a cualquier tipo de inversión, sostenible o no, al que añadiremos lo que se sabe a día de hoy sobre cada uno de ellos en términos de sostenibilidad. ¿A qué objetivos financieros y extrafinancieros es razonable aspirar al invertir de forma sostenible? ¿Conviene dedicar toda la cartera de inversión a soluciones ISR o es preferible diversificar con otros productos convencionales? ¿Puede afectar en algo el largoplacismo que se une “axiomáticamente” a la sostenibilidad (HLEG, 2018, p. 45) a la duración de la propia inversión? Y, por último, al invertir de forma sostenible, ¿se expone el inversor a un nivel de riesgo mayor, menor o igual que el que define a otros productos convencionales?

### **A. ISR y finalidad de la inversión**

El desempeño económico de la ISR no difiere sustancialmente del de la inversión convencional. Después de años de análisis y debate académico, muchos estudios ofrecen evidencias que legitiman esta afirmación (Schröder, 2007; CERES 2013; Managi, Okimoto y Matsuda, 2012; Revelli y Viviani, 2015). Dada la cantidad de literatura especializada en el tema, pueden destacarse aquellos estudios que ofrecen un repaso crítico de todo cuanto se ha publicado sobre el tema. Por ejemplo, Revelli y Viviani (2015) proponen un metaanálisis de 85 artículos académicos que se sirvieron de 190 experimentos distintos con que medir el resultado financiero de la ISR, y concluyen que no se observa una relación significativa (ni positiva, ni negativa) entre inversión sostenible y retorno económico. Con esta conclusión pretenden refutar a aquellos que sostienen que la ISR es económicamente ineficiente porque reduce su desempeño económico al reducir su universo de inversión. Esta conclusión está en sintonía

con otros metaanálisis, como los de Friede, Busch y Bassen (2015) y el del University of Cambridge Institute for Sustainable Leadership (CISL, 2016). En resumen: puede afirmarse que la ISR no conlleva una compensación menor que la inversión convencional y, por tanto, que su carácter sostenible y responsable no supone un impedimento para que cada inversor particular pueda alcanzar la finalidad económica que persigue con ella.

En cuanto a la motivación extrafinanciera del inversor, conviene recordar que, al menos de momento, el asesor financiero no está legalmente obligado a preguntar al inversor por sus inquietudes éticas o sostenibles, sino que se espera que sea el inversor quien las explice, de tal forma que el producto de inversión que le ofrezcan las refleje e incluya. La muestra de interés por cuestiones ambientales, sociales y de buen gobierno por parte de inversores particulares incentivará que los asesores financieros y los gestores de activos consideren más relevante conocer esta filosofía de inversión y ofrezcan productos acordes con ella (HLEG, 2018, p. 27). De la misma forma, cabe esperar que sea el asesor financiero –si está sensibilizado con cuestiones sociales y ambientales– quien ofrezca soluciones ISR a clientes que, de entrada, no se lo habrían planteado, aunque no esté legalmente obligado a hacerlo.

Por último, y ahondando en el tipo de actividad económica que puede financiarse con la ISR, la taxonomía propuesta por la Comisión Europea se centra, como se ha indicado, en aquellas actividades económicas sostenibles en clave ambiental; es decir, de los tres criterios ASG, de momento solo existe un sistema de clasificación común a toda la UE para actividades relativas a la emergencia climática. La taxonomía fija seis grandes objetivos ambientales: la mitigación del cambio climático, la adaptación al cambio climático, la utilización sostenible y protección del agua y los recursos marinos, la transición a una economía circular, la prevención y control de la contaminación, y la protección de ecosistemas saludables (Spainsif, 2019a, p. 16). Después, define como “actividad económica sostenible en clave ambiental” aquella actividad que contribuya activamente al logro de uno de los seis objetivos ambientales sin perjudicar a los otros cinco y que, además, cumpla unas garantías sociales mínimas recogidas en los convenios de la OIT (ibíd.).

Cabe esperar, por tanto, que los productos a disposición del inversor se centren más en lograr objetivos medioambientales y que, con su inversión sostenible –ya sea en fondos de renta fija, variable o mixta–, el inversor colabore en la consecución de alguno de estos objetivos. Dicho esto, y aunque la taxonomía de la Comisión solo se centra en actividades con impacto ambiental, no conviene olvidar los aspectos sociales y de buen gobierno que también contempla la inversión sostenible. Aunque puedan no resultar tan urgentes o “noticiales” como aquellos relativos al medioambiente, no por ello dejan de ser actuales e importantes. Ya hay entidades que, por ejemplo, han lanzado bonos específicamente sociales alineados con los ODS de las Naciones Unidas<sup>11</sup>. El que aún no se disponga de un sistema de clasificación para estos otros aspectos tan completo como el de aquellos relativos al medioambiente no significa que las instituciones que prestan servicios financieros las obvien.

## B. ISR y cuantía de la inversión

Podríamos preguntarnos si es mejor animar a que los inversores con inquietudes sostenibles se planteen dedicar el 100% de sus carteras de inversión a financiar proyectos sostenibles o si no resulta más apropiado que, al menos al principio, solo inviertan una parte del total en productos de este tipo. Aunque lo ideal podría ser que, efectivamente, el inversor invirtiese toda su cartera en soluciones ISR, sería contraproducente, de cara a su difusión, dar la impresión de que solo actúan correctamente quienes dedican todos sus fondos a invertir de

**La muestra de interés por cuestiones ambientales, sociales y de buen gobierno por parte de inversores particulares incentivará que los asesores financieros y los gestores de activos consideren más relevante conocer esta filosofía de inversión y ofrezcan productos acordes con ella.**

**[...] aunque la taxonomía de la Comisión solo se centra en actividades con impacto ambiental, no conviene olvidar los aspectos sociales y de buen gobierno que también contempla la inversión sostenible.**

<sup>11</sup> Por ejemplo, CaixaBank emitió en noviembre del 2019 un bono social con valor de 1.000 millones de euros con el que pretendía financiar proyectos que combatan la pobreza y el desempleo en las zonas más desfavorecidas de España: [www.caixabank.com/comunicacion/noticia/caixabank-es-el-primer-banco-espanol-en-emitir-un-bono-social-en-apoyo-a-los-objetivos-de-desarrollo-sostenible-ods-de-las-naciones-unidas\\_es.html?id=41906](http://www.caixabank.com/comunicacion/noticia/caixabank-es-el-primer-banco-espanol-en-emitir-un-bono-social-en-apoyo-a-los-objetivos-de-desarrollo-sostenible-ods-de-las-naciones-unidas_es.html?id=41906).

**Frente a la posibilidad de un cambio radical y todo el riesgo e inseguridad que implica, puede resultar más realista apostar por una transición en que los productos ISR sustituyan poco a poco a los productos convencionales de la propia cartera.**

**El horizonte temporal con el que cada inversor particular contempla la ISR es uno de los aspectos fundamentales que determinan si al final comprará un producto ISR o no.**

forma sostenible. Además, hay buenas razones para suponer que este segundo escenario sea el más habitual: Paetzold y Busch (2014, p. 356) refieren que solo dos de los diez entrevistados en su estudio invertirían el 100% de sus carteras en productos ISR.

Existen motivos para optar por dedicar una parte de cartera de inversión a la ISR, entre los que destacamos tres:

- 1. La situación financiera del inversor al plantearse incorporar criterios de sostenibilidad a su forma de invertir.** Es muy posible que un gran número de inversores particulares ya posea una cartera de inversión definida que satisface sus objetivos financieros antes de plantearse invertir de forma sostenible y puedan, por tanto, temer que introducir cualquier cambio en ella altere unos resultados o beneficios con los que cuentan.
- 2. Supone un modo de vencer las inseguridades o el escepticismo con que puede plantearse hacerlo, por muy concienciado que esté en cuestiones ambientales o sociales.** Frente a la posibilidad de un cambio radical y todo el riesgo e inseguridad que implica, puede resultar más realista apostar por una transición en que los productos ISR sustituyan poco a poco a los productos convencionales de la propia cartera, transición con la que el inversor también logre que las evidencias del desempeño de su inversión sostenible verifiquen o contradigan las expectativas, positivas o negativas, con que comenzó a invertir.
- 3. La propia Comisión Europea ha indicado que no invertir en actividades económicas incluidas en su taxonomía no significa que se esté invirtiendo en productos que conllevan necesariamente un impacto ambiental negativo.** En el informe en el que explica cómo debe aplicarse la taxonomía propuesta para clasificar las actividades sostenibles en clave ambiental, el TEG afirma que este sistema clasificatorio solo se centra en aquellas que contribuyen activamente a mitigar o a adaptarse al cambio climático, y que esto no debe interpretarse como si el resto de actividades fueran nocivas para el medioambiente o dudosas desde un punto de vista sostenible o social.

### **C. ISR y duración de la inversión**

El horizonte temporal con el que cada inversor particular contempla la ISR es uno de los aspectos fundamentales que determinan si al final comprará un producto ISR o no. Algunos inversores tienen la percepción de la que la ISR supone invertir en unos sectores que conllevan una volatilidad superior a la inversión convencional, y que la única forma de conseguir que esta volatilidad no acarree pérdidas es invertir en períodos que superen los diez años. Muchos no contemplan periodos de inversión tan largos y esta percepción los predispone de forma negativa hacia la ISR (Paetzold y Busch, 2014). Otros que comparten esta percepción, en cambio, aceptan invertir en periodos de diez, veinte o incluso treinta años con argumentos como este: “Yo invierto [en fondos de energía renovable percibidos como volátiles] y mis herederos recogerán los beneficios” (Paetzold y Busch, 2014, p. 359). Esta percepción puede verse reforzada por todas las medidas provenientes de la Comisión Europea, que ligan de forma axiomática sostenibilidad y largo plazo.

La responsabilidad de instaurar poco a poco una visión a largo plazo en el mundo de las finanzas corresponde, sobre todo, a los gestores de activos, inversores institucionales y demás instituciones intermedias, y no compete de forma tan directa al inversor particular (HLEG, 2018). El University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, institución especializada en el análisis de la inversión sostenible y responsable, recomienda a los gestores de activos que inviertan en compañías el tiempo en que se completa un ciclo económico, esto es, de cinco a diez años o más (CISL, 2016, p. 19). Un gestor “largoplacista” atiende a

la creación de valor duradero por parte de las empresas en las que invierte, y no tanto a la escala de variaciones del precio de las acciones que reflejan los índices bursátiles. Es muy probable que esta predisposición del gestor se refleje, en cierta medida, en el plazo indicativo de inversión del fondo que dirige y que, por lo tanto, el horizonte temporal de la inversión sostenible supere al de la inversión convencional. A pesar de todo, si el horizonte temporal del inversor minorista que desea invertir en una solución ISR no prevé una inversión de cinco o más años, también existen productos financieros sostenibles cuyo plazo indicativo oscila entre uno y tres años. En sentido, como señaló el comité de expertos en finanzas sostenibles en sus recomendaciones a la Comisión Europea, “no debería confundirse el cortoplacismo con las finanzas de corto plazo” (HLEG, 2018, p. 46).

Por último, el inversor particular debe ser consciente de los límites que impone a cualquier inversión sostenible la denominada “tragedia del horizonte”. Esta expresión, acuñada en el 2015 por el gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, se refiere al hecho de que gran parte de las personas e instituciones que conforman el sistema financiero no presenciarán los efectos negativos del cambio climático y, por tanto, se sienten legitimadas a no prestarles ninguna consideración a la hora de definir sus políticas inversoras. El inversor particular dispuesto a invertir en soluciones ISR debe ser consciente de que, así como seguramente no vivirá los impactos negativos del cambio climático, es posible que tampoco sea testigo de los avances en sostenibilidad que propicia con su inversión responsable. Aunque estos inversores no serán “víctimas” de los efectos del calentamiento global en vida, con su forma de invertir responsable pueden convertirse en los “héroes anónimos” que lograrán evitárselos a las generaciones que les sobrevivan. Ver que otros actúan de forma irresponsable frente a la “tragedia del horizonte” puede alimentar el desaliento general; la “heroicidad” de una decisión responsable, en cambio, ofrece un mínimo de esperanza.

#### D. ISR y riesgo de la inversión

Como se ha indicado a la hora de hablar de la ISR y la finalidad de la inversión, puede afirmarse que la rentabilidad a la que se opta al invertir de forma sostenible no es menor que la que acompaña a la inversión convencional. De esta conclusión podría desprenderse, de forma natural, que el riesgo de la inversión tampoco será mayor ni menor que el de un producto convencional. En este sentido, conviene recordar que la ISR es una filosofía de inversión “aplicable a todos los productos financieros” (Spainsif, 2018, p. 1) y que, en teoría, participa de su misma rentabilidad y riesgo<sup>12</sup>. Estas afirmaciones, sin embargo, contradicen algunas percepciones sobre el mayor riesgo que implica la inversión sostenible y, en concreto, su mayor exposición a una volatilidad elevada (Paetzold y Busch, 2014).

El último gran estudio dirigido por el Morgan Stanley Institute for Sustainable Investment (2019) examinó el desempeño económico de 10.723 fondos desde el 2004 hasta el 2018, y comparó los resultados obtenidos por los fondos ISR con los de los fondos convencionales. Su hallazgo principal es que incorporar criterios ASG en la cartera de inversión puede ayudar a limitar el riesgo del mercado y que, de hecho, la inversión sostenible resultó una opción menos arriesgada que la convencional durante el periodo analizado en su estudio. En concreto, durante los años más turbulentos del mercado, como el 2008, el 2009 y el 2015, la variable que mide la cantidad de pérdidas a las que se expone el inversor en el peor escenario posible, conocida como “riesgo a la baja” (*downside risk*), era considerablemente menor en este tipo de soluciones ISR que el de los fondos convencionales. El estudio concluía que este porcentaje menor de riesgo supone una gran protección para la inversión en periodos de alta volatilidad

<sup>12</sup> Revelli y Viviani (2015, p. 171) indican con una pregunta el camino que plantea este consenso a nivel de ejercicio y difusión de la ISR: “If performance is the same for both SRI and conventional investments, should we assume that SRI can be integrated into conventional financial assessment and ignore its SR nature in favour of financial details?”.

**Un gestor “largoplacista” atiende a la creación de valor duradero por parte de las empresas en las que invierte, y no tanto a la escala de variaciones del precio de las acciones que reflejan los índices bursátiles.**

**Por último, el inversor particular debe ser consciente de los límites que impone a cualquier inversión sostenible la denominada “tragedia del horizonte”.**

**[...] la inversión ISR presenta niveles de rentabilidad iguales a la inversión convencional y puede afirmarse que el riesgo al que se expone no es mayor; de hecho, puede resultar más segura en tiempos de crisis y periodos de alta volatilidad en los mercados.**

**La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) publicó en abril del 2014 una circular que fijaba unos criterios mínimos para la categorización ISR de los fondos de inversión en España.**

en los mercados. Esta conclusión es coherente con un estudio de Nuveen TIAA Investment (2017), que, tras analizar y comparar otras variables que miden el riesgo, como la ratio de Sharpe o la desviación típica de los índices de sostenibilidad, señala que incorporar criterios ASG no aumenta el riesgo de la inversión.

Por tanto, y como conclusión, la inversión ISR presenta niveles de rentabilidad iguales a la inversión convencional y puede afirmarse que el riesgo al que se expone no es mayor; de hecho, puede resultar más segura en tiempos de crisis y periodos de alta volatilidad en los mercados. Un inversor no debería plantearse invertir de forma sostenible porque se tiene la certeza de que es una opción más rentable, pero tampoco debería descartar hacerlo por creer que supone asumir más riesgos que en la inversión convencional.

### **5.3. CÓMO EVALUAR LA SOSTENIBILIDAD DE UN FONDO ISR**

El comité de expertos en finanzas sostenibles aconsejó en su informe del 2018 dirigido a la Comisión Europa la creación de unos requisitos mínimos comunes que definirían de forma clara el carácter ISR de los fondos de inversión (HLEG, 2018, p. 39). Esta necesidad se relacionaba directamente con el propósito de facilitar al inversor particular el ejercicio de la inversión sostenible<sup>13</sup>. Como señalaba el documento, el hecho de que las instituciones que prestan servicios financieros sean las mismas que otorgan la categoría de “sostenible” a algunos de sus productos obliga al inversor que quiera comprarlos a un análisis que puede desincentivar la inversión. Aunque la Comisión todavía no ha propuesto ningún criterio de clasificación común para los fondos, existen herramientas para conocer con un grado de certeza alto la sostenibilidad de un determinado fondo.

La primera consiste en la información interna que cualquier fondo de inversión está legalmente obligado a proporcionar antes de la adquisición de participaciones<sup>14</sup>. Todos los fondos de inversión, ISR o no, deben entregar a sus posibles partícipes el llamado “Documento de datos fundamentales para el inversor” (DFI, en adelante), en el que se detallan los datos identificativos del fondo, sus objetivos y política de inversión, el perfil de riesgo y la rentabilidad histórica, entre otra información relevante. El DFI, de dos o tres páginas de extensión, es un extracto de un documento más elaborado conocido como el “folleto completo” o “prospecto” del fondo. Este folleto ahonda en la definición del DFI y la complementa con explicaciones sobre sus criterios para la selección de los valores de su cartera y su política de inversión, e incluye el último informe trimestral y anual. Estos informes periódicos también deben ser entregados al inversor antes de comprar participaciones en el fondo.

La Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) publicó en abril del 2014 una circular que fijaba unos criterios mínimos para la categorización ISR de los fondos de inversión en España. De cara a la información que el fondo proporciona a sus futuros partícipes, la circular exige que el fondo se defina claramente como sostenible o ISR en su DFI, y que incluya en su prospecto o documento legal qué estrategia ha seguido para integrar los criterios ASG en la selección de valores que conforman su cartera, además de señalar qué recursos utilizará el gestor (como, por ejemplo, un comité externo) para analizarlos. Por último, el fondo ISR debe comunicar a sus partícipes cómo desarrolla su política de inversión sostenible en los informes periódicos.

Una segunda herramienta con que determinar la sostenibilidad de un fondo, especialmente relevante para el inversor minorista (CERSE, 2010, p. 6), son los índices o *rankings*. Puede

<sup>13</sup> En concreto, la medida proponía “[p]rotect retail investors by establishing minimum standards for sustainability denominated funds” (HLEG, 2018, p. 39).

<sup>14</sup> La página web de la CNMV publica los documentos que los fondos están legalmente obligados a entregar ([www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-DFI.aspx](http://www.cnmv.es/Portal/inversor/Fondos-DFI.aspx)). Nos hemos servido de esta información para la redacción de este párrafo.

destacarse el Down Jones Sustainability Index, que cuenta con cinco variantes geográficas, entre ellas una europea; el FTSE4Good, del que se lanzó en el 2008 el FTSE4Good IBEX para empresas cotizadas en el Ibex 35; y el S&P 500 Environmental and Socially Responsible Index<sup>15</sup>. La utilidad de estos índices reside en que, después de recibir información suministrada por empresas especializadas en el análisis ASG del mercado financiero (como Sustainalytics, Morningstar o Vigeo Eiris), otorgan a cada compañía cotizada un valor y una calificación en sostenibilidad. Esta calificación ayudará al inversor particular a identificar aquellas con la mejor sostenibilidad y, también, le servirá para conocer el desempeño económico de un determinado fondo de inversión que use alguno de estos índices como referencia o *benchmark*.

Además de estos índices internacionales, en la página web de Spainsif se encuentra su Plataforma de Fondos<sup>16</sup>, donde el usuario puede acceder a la calificación de todos los distintos fondos ISR comercializados en España que cumplen con la normativa propuesta en la circular de INVERCO, es decir, que incluyen de forma explícita los criterios ASG en su política de inversión. El primer semestre del 2019, el número de fondos incluidos en la Plataforma era de 362 y sumaban 44.000 millones de euros en activos bajo gestión (Spainsif, 2019b, p. 2).

Spainsif también pone a disposición del usuario dos catálogos de fondos que no se definen como ISR, pero que han recibido buenas calificaciones (como mínimo, un aprobado) en términos de sostenibilidad por parte de las compañías VDOS-MSCI y Morningstar. Estos catálogos ofrecen al inversor información sobre un mayor número de fondos. En cuanto a los criterios para la calificación, la metodología VDOS-MSCI, por ejemplo, evalúa aspectos relevantes a la hora de discriminar el impacto ASG de un determinado fondo, como su huella de carbono (Spainsif, 2019b, p. 4). Todas estas herramientas pueden ayudar al inversor particular a que contraste la información incluida en el DFI del fondo en el que se plantea participar o, directamente, a localizar el fondo de inversión que mejor se adecua a su situación financiera y expectativas sostenibles.

Por último, Eurosif propuso en el 2014 un código de transparencia para fondos ISR (Eurosif, 2018a)<sup>17</sup>, que actualizó en el 2018 para situarlo dentro las coordenadas que recomendaba el comité de expertos en su informe sobre finanzas sostenibles dirigido a la Comisión Europea. Entre sus grandes hitos, destaca el que la Association Française de la Gestion Financière (AFG) obligara, en el 2017, a que lo firmasen todos los fondos comercializados en Francia que se definieran como ISR. El código requiere que cada fondo especifique qué dos estrategias ISR predominan en su cartera de inversión, qué índice sostenible de referencia usa como *benchmark* para sus activos gestionados de forma pasiva y qué criterios internacionales sigue para excluir ciertos activos de su cartera. Además, propone un listado de veinticinco preguntas con las que la gestora debe dar cuenta de su compromiso sostenible. Aunque de momento ninguna institución española lo haya firmado, estas preguntas y cuestiones pueden resultar muy útiles al inversor para que pueda comprobar el carácter ISR del fondo en que ha invertido o tiene pensado invertir y, sobre todo, para que plantee aquellas preguntas cuya respuesta desconoce a la gestora del fondo antes de decidirse a comprar participaciones en él (reproducimos las preguntas en el **Anexo I**, al final de este cuaderno).

**Eurosif propuso en el 2014 un código de transparencia para fondos ISR (Eurosif, 2018a), que actualizó en el 2018 para situarlo dentro las coordenadas que recomendaba el comité de expertos en su informe sobre finanzas sostenibles dirigido a la Comisión Europea.**

<sup>15</sup> Existen muchos más índices de sostenibilidad. En su guía para gestores de activos *Moving Forward with Sustainable Investment: A Roadmap for Asset Owners*, USSIF (2019) localiza nueve. Citamos estos tres porque, a nuestro parecer, son los más conocidos.

<sup>16</sup> Véase [www.spainsif.es/plataforma-de-fondos](http://www.spainsif.es/plataforma-de-fondos).

<sup>17</sup> Puede encontrarse en [www.eurosif.org/transparency-code](http://www.eurosif.org/transparency-code). Spainsif lanzó su propia Propuesta para una ISR transparente en el 2017, pero no abarca tantos aspectos como la de Eurosif ni tampoco se publicó como un código con el que los fondos que lo firmen deben comprometerse.

## CONCLUSIÓN

**Desde que el comité de expertos publicara en el 2018 el informe dirigido a la Comisión Europea sobre cómo encaminar al mundo de las finanzas hacia la sostenibilidad y el largo plazo, se han dado pasos grandes y decisivos en esa dirección.**

El último año puede calificarse de “frenético” en lo que a ISR se refiere. Desde que el comité de expertos publicara en el 2018 el informe dirigido a la Comisión Europea sobre cómo encaminar al mundo de las finanzas hacia la sostenibilidad y el largo plazo, se han dado pasos grandes y decisivos en esa dirección. En concreto, la UE ya cuenta con un Plan de Acción sobre finanzas sostenibles y una taxonomía con la que clasificar las actividades económicas en clave ambiental, además de unos criterios para crear y lanzar sus propios bonos verdes. Este impulso reformador proporciona la mejor prueba de la importancia que la Comisión otorga al mundo de las finanzas para combatir la emergencia climática. Hasta el 2022, cabe esperar que el ritmo de la Comisión en materia de finanzas sea el mismo: todavía quedan por cumplir ocho de las diez acciones propuestas.

Este Plan de Acción descansa sobre dos premisas. La primera consiste en que la UE necesita que el sector privado aporte 170.000 millones de euros anuales para reorientar el flujo de capital hacia una economía más sostenible (HLEG, 2018, p. 3). La segunda premisa constata el hecho de que los ahorros de los hogares europeos suman el 40% de los activos financieros de todo el continente (HLEG, 2018, p. 27). El comité de expertos que asesoró a la Comisión en la elaboración del Plan entendió que el papel del inversor particular era fundamental en su ejecución y éxito, y, por eso, muchas de sus recomendaciones pretendían facilitar su toma de decisión final.

La información disponible sobre ISR puede parecer confusa para inversores particulares, sean profesionales o no. A fin de cuentas, todavía falta un año para la implementación total de la taxonomía propuesta por la Comisión Europea, y sin ese marco claro y fijo, compartido por todos, la comprensión básica necesaria para embarcarse con seguridad en esta forma de inversión puede resultar difícil. Además, las empresas necesitarán tiempo hasta que presenten sus informes de sostenibilidad de forma que el inversor pueda hacerse cargo efectivamente de su grado de impacto ASG antes de decidirse a invertir en ellas. Por último, y a pesar de la correcta implementación de todas estas medidas, todavía permanece la gran incógnita que determinará el éxito o el fracaso de tantos esfuerzos: si, al final, el Plan de Acción de la Comisión Europea logrará incentivar la tan necesitada visión a largo plazo en los gestores financieros y el mercado en general.

**En el lento camino hacia una cultura financiera sostenible y centrada en el largo plazo, los pasos nunca serán pequeños si se dan hacia delante.**

En el lento camino hacia una cultura financiera sostenible y centrada en el largo plazo, los pasos nunca serán pequeños si se dan hacia delante. En este sentido, este cuaderno ha querido mostrar al inversor particular que con la inversión sostenible puede transformarse en un agente protagonista del cambio. Los estudios académicos han demostrado que la ISR representa una opción igual de rentable que la inversión convencional; pese a la falta de homogeneización de los fondos ISR europeos e internacionales, el inversor particular cuenta con recursos suficientes para una toma de decisión que no suponga renunciar a beneficios ni a principios éticos o sostenibles; y, a pesar del largo plazo asociado a la sostenibilidad, un inversor particular que baraje mantener su inversión durante periodos menores a cinco o diez años puede encontrar un producto ISR a su medida. Además, hemos querido ofrecer unas pautas básicas de actuación a la hora de invertir en ISR. Estas pautas se reducen a tres criterios de actuación mínimos: diversificar activos, contrastar cualquier dato y defender sus derechos.



El University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL, 2016, p. 9) resumió en tres los motivos para decidirse por la ISR: que supone un servicio a la sociedad, en la medida en que combate los grandes riesgos ambientales y sociales a los que se enfrenta el mundo; que puede convertirse en una forma de mejorar el rendimiento económico de la inversión, al incorporar en la toma de decisiones criterios más amplios que los estrictamente financieros; y que también responde a un mandato económico, porque la economía mundial en bloque se debilitará si no se revierte el cambio climático a tiempo. Sea cual sea la motivación final de cada inversor, este cuaderno ha pretendido demostrar que decidirse por la ISR no solo es una buena decisión, sino, tal vez, la mejor decisión posible.

## BIBLIOGRAFÍA

ABRAMSON, L. y CHUNG, D. (2000). Socially responsible investing: Viable for value investors? *The Journal of Investing*, 9(3), 73-80.

ALEJOS, C. L. (2014). *La inversión socialmente responsable (ISR): una opción comprometida con el bienestar*, Cuadernos de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, 22. Recuperado de [docplayer.es/4629415-La-inversion-socialmente-responsable-isr-una-opcion-comprometida-con-el-bienestar.html#download\\_tab\\_content](http://docplayer.es/4629415-La-inversion-socialmente-responsable-isr-una-opcion-comprometida-con-el-bienestar.html#download_tab_content).

BARCLAYS RESEARCH (2016). *Sustainable investing and bond returns*. Recuperado de [www.investmentbank.barclays.com/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/our-insights/esg/barclays-sustainable-investing-and-bond-returns-3.6mb.pdf](http://www.investmentbank.barclays.com/content/dam/barclaysmicrosites/ibpublic/documents/our-insights/esg/barclays-sustainable-investing-and-bond-returns-3.6mb.pdf).

BAUER, R., KOEDIJK, K. y OTTEN, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1751-1767. doi: 10.2139/ssrn.297882.

BOURI, A., MUDALIAR, A., SCHIFF, H., MATTHEWS, J. y STERNLICHT, D. (2015). *Introducing the Impact Investing Benchmark*. Nueva York: Global Impact Investing Network & Cambridge Associates. Recuperado de [thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing\\_the\\_Impact\\_Investing\\_Benchmark.pdf](http://thegiin.org/assets/documents/pub/Introducing_the_Impact_Investing_Benchmark.pdf).

BRESSLER, D. B. (1996). Ethical Investment, en Pava, M. y Levine, A. (eds.), *Jewish Business Ethics*. Nueva York: Yeshiva University Press.

CLARK, G. L., FEINER, A. y VIEHS, M. (marzo del 2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. Recuperado de [papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2508281](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2508281).

COALITION FOR ENVIRONMENTALLY RESPONSIBLE ECONOMIES (CERES) (2013). *Proxy Voting for Sustainability*. Recuperado de <https://www.ceres.org/resources/reports/proxy-voting-sustainability>.

COMISIÓN EUROPEA (2018). *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*, COM(2018), 97 final. Bruselas: Comisión Europea. Recuperado de [eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN).

COMISIÓN EUROPEA (2018). *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment*. Bruselas: Comisión Europea. Recuperado de [ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5524115\\_en#pe-2018-3333](http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5524115_en#pe-2018-3333).

COMISIÓN EUROPEA. TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (2019). *Taxonomy Technical Report*. Recuperado de [ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documets/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documets/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf).

CONSEJO ESTATAL DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LAS EMPRESAS (CERSE) (2010). Subgrupo ISR del CERSE 02/06/2010. *Inversión socialmente responsable*. Madrid: Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. Recuperado de [www.mitramiss.gob.es/es/sec\\_trabajo/autonomos/economia-soc/resposocempresas/docs/110503\\_SUBGRUPO\\_DE\\_TRABAJO\\_INVERSION\\_SOCIALMENTE\\_RESPONSABLE.pdf](http://www.mitramiss.gob.es/es/sec_trabajo/autonomos/economia-soc/resposocempresas/docs/110503_SUBGRUPO_DE_TRABAJO_INVERSION_SOCIALMENTE_RESPONSABLE.pdf).

DELOITTE (2017). *¿Hacia dónde se dirige España en materia de información no financiera? Análisis de las implicaciones para las empresas españolas*. Recuperado de [www.dirse.es/wp-content/uploads/2018/01/180110-Directiva\\_Informacion\\_no\\_Financiera\\_Web.pdf](http://www.dirse.es/wp-content/uploads/2018/01/180110-Directiva_Informacion_no_Financiera_Web.pdf).

ECCLES, R. G., KRZUS, M. P., ROGERS, J. y SERAFEIM, G. (2012). The need for sector-specific materiality and sustainability reporting standards. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(2), 65-71.

ECCLES, R. G. y KLIMENKO, S. (2019). The Investor revolution. Shareholders are getting serious about sustainability. *Harvard Business Review*, 97(3), 106-116.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). (2012). *Guía de inversión*. París: ESMA. Recuperado de [www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/GinvESMA.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/GinvESMA.pdf).

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). (2018). Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediate topics. París: ESMA. Recuperado de [esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](http://esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).

EUROSIF (2018a). *European SRI Transparency Code*. Recuperado de [www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf](http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/04/Transparency-Code-4.0.pdf).

EUROSIF (2018b). *European SRI Study 2018*. Recuperado de [www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf](http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf).

EY (2018). *Información no financiera y el IBEX 35: ¿Cómo han aplicado las empresas el Real Decreto Ley 18/2017? Enseñanzas y retos*. Recuperado de [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-informacion-no-financiera-ibex-35-real-decreto-ley-18-2017-resumen-ejecutivo/\\$FILE/ey-informacion-no-financiera-ibex-35-real-decreto-ley-18-2017-resumen-ejecutivo.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-informacion-no-financiera-ibex-35-real-decreto-ley-18-2017-resumen-ejecutivo/$FILE/ey-informacion-no-financiera-ibex-35-real-decreto-ley-18-2017-resumen-ejecutivo.pdf).

FELDMAN, S. J., SOYKA, P. A. y AMEER, P. G. (1997). Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price? *The Journal of Investing*, 6(4), 87-97.

FLAMMER, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568.

FONTRODONA, J., LEVY, D., SANZ, P. y CASAS, M. (2016). La apuesta del *impact investing*. *Invertir contribuyendo a la mejora de la sociedad*. Barcelona: IESE Business School (Center for Business in Society) y DiverInvest.

FRIEDE, G., BUSCH, T. y BASSEN, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN). *What is impact investing?* Recuperado de [thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing](http://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing).

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (GSIA) (2012). 2012 *Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de [gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf](http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global%20Sustainable%20Investment%20Alliance.pdf).

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (GSIA) (2018). 2018 *Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de [www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf).

GOTTSMAN, L. y KESSLER, J. (1998). Smart screened investments: Environmentally screened equity funds that perform like conventional funds. *Journal of Investing*, 7(3), 15-24.

GUERARD Jr, J. B. (1997). Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Forecasting*, 16(7), 475-490.

- GUERARD Jr, J. B. (1997). Additional evidence on the cost of being socially responsible in investing. *Journal of Investing*, 6(4), 31-36.
- HAMILTON, S., JO, H. y STATMAN, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66.
- HAWN, O., CHATTERJI, A. K. y MITCHELL, W. (2017). Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). *Strategic Management Journal*, 39(4), 949-976.
- HEILBRONER, R. L. y MILBERG, W. (2012). *The making of economic society*. Pearson Education.
- HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG) (2018). *Financing a Sustainable European Economy*. Bruselas: Comisión Europea. Recuperado de [ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report\\_en](http://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en).
- INVERCO (2014). Circular ISR. Recuperado de [www.inverco.es/20/21/24](http://www.inverco.es/20/21/24).
- JANSSON, M. y BIEL, A. (2011). Motives to engage in sustainable investment: A Comparison between institutional and private investors. *Sustainable Development*, 19(2), 135-142.
- KHAN, M., SERAFEIM, G. y YOON, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
- KURTZ, L. (1997). No effect, or no net effect? Studies on socially responsible investing. *The Journal of Investing*, 6(4), 37-49.
- LEWIS, A. y JURAVLE, C. (2010). Morals, markets and sustainable investments: a qualitative study of 'champions'. *Journal of Business Ethics*, 93(3), 483-494.
- MANAGI, S., OKIMOTO, T. y MATSUDA, A. (2012). Do socially responsible investment indexes outperform conventional indexes? *Applied Financial Economics*, 22(18), 1511-1527.
- MERCER (2009). *Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts*. Recuperado de [www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/Shedding\\_light\\_on\\_responsible\\_investment\\_free\\_version.pdf](http://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/Shedding_light_on_responsible_investment_free_version.pdf).
- MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTMENT (2019). *Sustainable Reality. Analyzing Risks and Returns of Sustainable Funds*. Recuperado de [www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable\\_Reality\\_Analyzing\\_Risk\\_and\\_Returns\\_of\\_Sustainable\\_Funds.pdf](http://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and_Returns_of_Sustainable_Funds.pdf).
- NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT (2019). *Looking for the Best of Both Worlds*. Recuperado de [www.im.natixis.com/us/research/esg-investing-report-2019](http://www.im.natixis.com/us/research/esg-investing-report-2019).
- NOVO, J. P. L. (2008). La filantropía en los Estados Unidos: formas, culturas e instituciones, en *La filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano*, pp. 25-88. Fundación de Estudios Financieros.
- NUVEEN TIAA INVESTMENT (2017). *Responsible investing: Delivering competitive performance*. Recuperado de [www.nuveen.com/en-us/thinking/responsible-investing/responsible-investing-delivering-competitive-performance](http://www.nuveen.com/en-us/thinking/responsible-investing/responsible-investing-delivering-competitive-performance).
- PAETZOLD, F. y BUSCH, T. (2014). Unleashing the powerful few: Sustainable investing behaviour of wealthy private investors. *Organization & Environment*, 27(4), 347-367.
- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI) (2019). *Signatory growth shows strong momentum*. Recuperado de [www.unpri.org/news-and-press/pri-signatory-growth-shows-strong-momentum/3987.article](http://www.unpri.org/news-and-press/pri-signatory-growth-shows-strong-momentum/3987.article).

REPETTO, R. y AUSTIN, D. (2000). Pure profit: the financial implications of environmental performance. Washington, D.C.: World Resources Institute.

REVELLI, C. y 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.

REYES, M. G. y GRIEB, T. (1998). The external performance of socially-responsible mutual funds. *American Business Review*, 16(1), 1.

RODRÍGUEZ, M. A., I COSTA, J. E. R. y SÁNCHEZ, P. (2003). La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas. *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, 54, 46-59.

SCHWARTZ, M. S. (2003). The “ethics” of ethical investing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 195-213.

SCHRÖDER, M. (2007). Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), 331-348.

SPAINSIF (2017). *Propuesta de Spainsif para una ISR transparente*. Recuperado de [www.spainsif.es/download/4442](http://www.spainsif.es/download/4442).

SPAINSIF (2018). *Estudio Spainsif 2018. La inversión sostenible y responsable en España*. Recuperado de [www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2018/10/La-inversi%C3%B3n-sostenible-y-responsable-en-Espa%C3%B1a-Estudio-Spainsif-2018-.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2018/10/La-inversi%C3%B3n-sostenible-y-responsable-en-Espa%C3%B1a-Estudio-Spainsif-2018-.pdf).

SPAINSIF (2019a). *Estudio Spainsif 2019. La inversión sostenible y responsable en España*. Recuperado de [www.spainsif.es/wp-content/uploads/2019/10/Estudio-2019.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2019/10/Estudio-2019.pdf).

SPAINSIF (2019b). *Objetivo Fondos ISR*. Recuperado de [www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2019/09/objetivo-isr-primer-semester.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/09/objetivo-isr-primer-semester.pdf).

STATMAN, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP (CISL) (2016). *Taking the long view: A toolkit for long-term, sustainable investment mandates*. Cambridge: Cambridge Institute for Sustainability Leadership.

USSIF (2017). *Getting Started in Sustainable and Impact Investing. A Guide for Retail Investors*. Recuperado de [www.ussif.org/files/Publications/Retail\\_Investor\\_Guide.pdf](http://www.ussif.org/files/Publications/Retail_Investor_Guide.pdf).

USSIF (2019). *Moving Forward With Sustainable Investing: A Roadmap For Asset Owners 2019*. Recuperado de [www.ussif.org/store\\_product.asp?prodid=39](http://www.ussif.org/store_product.asp?prodid=39).

USSIF (s. f.). *Investing to Advance Women: A Guide for Individual & Institutional Investors*. Recuperado de [www.ussif.org/Files/Publications/SRI\\_Women\\_F.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SRI_Women_F.pdf).

VONTOBEL (2019). *Act ESG: Closing the ESG knowledge gap*. Zúrich: Vontobel Asset Management. Recuperado de [am.vontobel.com/document/f72cc5f3-7cf5-4b7d-9b26-056ec4cf3d60/Act-ESG\\_-Closing-the-ESG-knowledge-gap\\_20190901\\_EN.pdf](http://am.vontobel.com/document/f72cc5f3-7cf5-4b7d-9b26-056ec4cf3d60/Act-ESG_-Closing-the-ESG-knowledge-gap_20190901_EN.pdf).

WESLEY, J. (1912). *The Use of Money*. Wesleyan-Holiness Digital Library. Recuperado de [www.whdl.org/use-money-sermon-50](http://www.whdl.org/use-money-sermon-50).

## ANEXO I

### Questionario ASG para conocer la sostenibilidad de un fondo de inversión

#### A. Información relativa a la compañía gestora del fondo

- ¿Cuál es el nombre de la compañía que gestiona el fondo?
- ¿Cuáles son el historial y los principios de la compañía en lo que se refiere a integración ASG?
- ¿Cómo formaliza la compañía sus procesos de inversión sostenible?
- ¿Cuántos empleados de la compañía se dedican directamente a actividades relativas a la inversión sostenible?
- ¿Participa la compañía en alguna iniciativa de inversión responsable (RI initiatives)?
- ¿Cuál es el número total de activos ISR que la compañía tiene bajo gestión?

#### B. Información relativa a los fondos ISR que contempla el código

- ¿A qué objetivos aspira el fondo al integrar los criterios ASG?
- ¿Qué herramientas, internas o externas, utiliza para la evaluación ASG la gestora que define el universo de inversión del fondo?
- ¿Qué criterios ASG, en concreto, son más tenidos en cuenta por el fondo?
- ¿Qué principios y criterios relacionados con el cambio climático contempla el fondo?
- ¿Cuál es el análisis y la metodología de evaluación ASG que sigue la gestora del fondo?
- ¿Con qué frecuencia se evalúa con criterios ASG a los emisores (issuers) del fondo? ¿Cómo se gestionan las controversias?

#### C. Procesos de inversión

- ¿Cómo se integran los resultados de la investigación ASG en la definición de la cartera?
- ¿Cómo se integran aspectos relativos al cambio climático en la definición de la cartera del fondo?
- ¿Cómo se evalúa a aquellos emisores presentes en la cartera que no están sujetos a análisis ASG (sin incluir fondos de inversión)?
- ¿Ha cambiado la evaluación ASG del proceso de inversión en los últimos 12 meses?
- ¿Se invierte una parte del fondo en entidades que cuentan con objetivos sociales fuertes?
- ¿Participa el fondo en actividades relativas al préstamo de valores?
- ¿Usa el fondo (instrumentos) derivados?
- ¿Invierte el fondo en otros fondos de inversión?

#### D. Control ASG

- ¿Con qué mecanismos de control, internos o externos, cuenta el fondo para asegurar que su cartera cumple la normativa ASG contemplada en la sección C, relativa a los procesos de inversión?

#### E. Medición del impacto ASG

- ¿Cómo se mide la calidad ASG del fondo?
- ¿Qué indicadores ASG usa el fondo?
- ¿Qué mecanismos de comunicación se utilizan para informar a los inversores de la gestión sostenible y responsable del fondo?
- ¿Publica la gestora del fondo los resultados de sus políticas de voto y diálogo?

Fuente: European SRI Transparency Code, Eurosif (2018).



Cátedra CaixaBank  
de Responsabilidad  
Social Corporativa

Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona  
Tel.: 93 253 42 00  
Fax: 93 253 43 43  
[www.iese.edu](http://www.iese.edu)