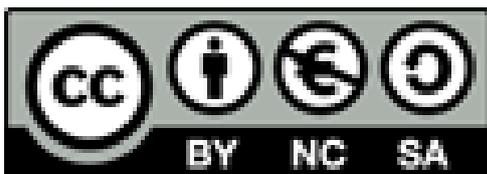


GRADO: Administración y Dirección de Empresas (ADE)
Curso 2022/2023

Hacia una Inversión Sostenible: Evolución, Integración y Desafíos

Autora: Natalia Franks Retuerto
Directora: Marcela Espinosa Pike

Bilbao, a 22 de junio de 2023



Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual

RESUMEN

En las últimas décadas, se ha visto un cambio significativo en la forma en que la sociedad y los inversores evalúan a las empresas. Tradicionalmente, la principal preocupación de los inversores era obtener la máxima rentabilidad de sus inversiones. Sin embargo, en la actualidad, hay un cambio hacia la inversión en empresas que no solo maximicen sus ganancias, sino que también tengan en cuenta el impacto de sus prácticas en la sociedad y el medio ambiente. Este enfoque ha llevado al desarrollo de la inversión socialmente responsable y la inversión en activos Ambientales, Sociales y de Gobernanza, que se enfocan en invertir en empresas que tienen una visión más amplia que solo maximizar su beneficio.

El impacto de la pandemia de COVID-19 también ha aumentado la importancia de la inversión ASG e ISR, poniendo así el foco en la sostenibilidad y la responsabilidad social corporativa (RSC) en la gestión empresarial. En respuesta a esta crisis, muchas empresas han tomado medidas para reducir su huella de carbono y aumentar su compromiso con la sostenibilidad y la sociedad en general.

Se espera que este tipo de inversión siga ganando peso en los mercados financieros y se convierta en una práctica de inversión común y esencial en los próximos años, a pesar de los desafíos y oportunidades adicionales que esta trae consigo.

ABSTRACT

Recent decades have seen a significant change in the way society and investors evaluate companies. Traditionally, investors' main concern was to maximize returns on their investments. Today, however, there is a shift towards investing in companies that not only seek to achieve profit maximum returns, but also take into account the impact of their practices on society and the environment. This approach has led to the development of socially responsible investing and Environmental, Social and Governance investing, which focus on investing in companies that take a broader view than just maximizing profit.

The impact of the COVID-19 pandemic has also increased the importance of ESG and SRI investment, thus putting the focus on sustainability and corporate social responsibility in business management. In response to this crisis, many companies have taken steps to reduce their carbon footprint and increase their commitment to sustainability and society at large.

It is expected that this type of investment will continue to gain weight in financial markets and become a common and essential investment practice in the coming years, despite the additional challenges and opportunities it brings.

ÍNDICE

ÍNDICE DE SIGLAS	4
ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICAS E ILUSTRACIONES	5
1. INTRODUCCIÓN	6
1.1 OBJETO DEL TRABAJO	6
1.2 JUSTIFICACIÓN DEL TEMA	6
2. CONCEPTOS PREVIOS RELACIONADOS	8
3. DESARROLLO HISTÓRICO Y CONCEPTO DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE	9
3.1 ORIGEN Y TRAYECTORIA	10
3.2 HITOS RELEVANTES EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR	12
3.3 LA COMPLEMENTARIEDAD DE LOS CRITERIOS ASG CON EL ANÁLISIS FINANCIERO CONVENCIONAL	14
4. MARCO NORMATIVO ACTUAL EN LA UE Y ESPAÑA	17
4.1 NORMATIVA VIGENTE EN ESPAÑA	17
4.2 NORMATIVA VIGENTE EN LA UE	18
5. INTEGRACIÓN DE ESTRATEGIAS ISR Y FACTORES ASG	21
5.1 TIPOS DE ESTRATEGIAS USADAS EN LA ISR	21
5.1.1 <i>Evolución de las estrategias en España</i>	24
5.2 PROCESO DE INTEGRACIÓN DE CRITERIOS ASG EN LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN	26
6. NUEVOS RETOS Y OPORTUNIDADES	29
6.1 DIFICULTAD DE COMPARACIÓN	29
6.2 <i>GREENWASHING</i>	31
6.3 LA DIFERENCIACIÓN SECTORIAL	32
6.4 INCREMENTO DE LOS REQUISITOS EN TORNO A LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA	33
6.5 AUSENCIA DE DIGITALIZACIÓN Y VERIFICACIÓN	34
7. PRÓXIMOS PASOS	36
7.1 FUTURAS REGULACIONES	36
7.2 IMPACTO DE LA SOCIEDAD EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR	38
8. CONCLUSIONES	40
9. REFERENCIAS	42
10. ANEXOS	47
10.1 ANEXO 1: COMPATIBILIDAD ENTRE LO SOSTENIBLE Y LA RENTABILIDAD	47
10.2 ANEXO 2: SERVICIOS DE VERIFICACIÓN Y SUS PROVEEDORES	47
10.3 ANEXO 3: IMPACTO DE LOS HUMANOS EN EL MEDIOAMBIENTE DESDE LOS AÑOS 70	47

ÍNDICE DE SIGLAS

ASG	Ambiental, Social y de Gobierno Corporativo
BMR	Regulación sobre los Índices de Referencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CS3D	Directiva de Debida Diligencia en Sostenibilidad Corporativa
CSRD	Directiva de Reporte de Sostenibilidad Corporativa
DSCE	Directiva sobre Informes de Sostenibilidad de las Empresas
EFRAG	Grupo Asesor Europeo de Información Financiera
ESRS	Estándares de Reporte en Sostenibilidad de la UE
GIIN	Global Impact Investing Network
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
ISR	Inversión Socialmente responsable
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NFRD	Directiva sobre Información No Financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
ONU	Organización de las Naciones Unidas
PNUMA	Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente
PwC	Price Waterhouse Coopers
RSC	Responsabilidad Social Corporativa
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SFDR	Reglamento de Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles
UE	Unión Europea
UNEP FI	Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente
UNPRI	Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas

ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICAS E ILUSTRACIONES

<i>Gráfica 1: Estrategias ISR en España, 2021</i>	<i>24</i>
<i>Gráfica 2: Evolución de las estrategias ISR en España 2018-2020</i>	<i>26</i>
<i>Ilustración 1: Línea temporal de los principales hitos en la evolución de la ISR</i>	<i>14</i>
<i>Ilustración 2: Ejemplos de prácticas ASG</i>	<i>15</i>
<i>Ilustración 3: Sectores más excluidos bajo la estrategia de exclusión.....</i>	<i>23</i>
<i>Ilustración 4: Proceso de integración ASG</i>	<i>28</i>
<i>Tabla 1: Estrategias ISR en España, 2021 (%)</i>	<i>25</i>
<i>Tabla 2: Ejemplo de la importancia de los criterios ASG en diferentes sectores de actividad.....</i>	<i>33</i>

1.INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETO DEL TRABAJO

Este trabajo tiene como objetivo responder a 3 preguntas clave relacionadas con la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y la integración de los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno corporativo (ASG) en las estrategias empresariales, así como explorar el futuro de este tipo de inversión, incluyendo los nuevos retos y oportunidades que conlleva.

La primera pregunta que se pretende responder es: ¿Qué es y cuál es el origen de la ISR? Para ello, se examinará en detalle el concepto de inversión responsable y su evolución a lo largo del tiempo. También se analizarán los acontecimientos que han llevado a que las cuestiones extra financieras sean uno de los principales focos de preocupación de las empresas y la sociedad.

La segunda pregunta planteada es: ¿Cómo se integran la ISR y los factores ASG en las estrategias de una empresa? Se analizará el proceso de cómo las consideraciones ASG se incorporan en la toma de decisiones de inversión y gestión empresarial. Por otro lado, se examinarán las diferentes estrategias de inversión responsable que pueden adoptar las compañías y cuál ha sido su evolución en el mercado español.

Finalmente, se abordará la tercera pregunta: ¿Cuál es el futuro de este tipo de inversión? Se estudiarán los desafíos que enfrenta la ISR, como la falta de estándares y métricas uniformes, así como las oportunidades que surgen a medida que aumenta la conciencia sobre la importancia de la sostenibilidad y la responsabilidad corporativa. Por último, se exponen las nuevas leyes y tendencias sociales que están impulsando y ayudando a definir y consolidar aún más las prácticas sostenibles en el mercado financiero.

1.2 JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

En un mundo cada vez más preocupado por la sostenibilidad y la responsabilidad corporativa, es interesante entender la evolución que ha tenido la inversión sostenible y su impacto en los mercados financieros. A medida que la sociedad y las regulaciones exigen más transparencia y compromiso por parte de las empresas, la integración de los factores ASG en las estrategias empresariales se ha convertido en un factor imprescindible.

Por ello, este trabajo busca contribuir a una mejor comprensión sobre cómo las empresas pueden generar un impacto positivo a través de su actividad. Además, es igualmente esencial analizar cómo este tipo de inversión se adaptará y se enfrentará a los desafíos actuales y emergentes.

Mi motivación personal para investigar y profundizar en el tema surge del interés en la intersección entre las finanzas y la sostenibilidad. Considero que la inversión sostenible es una herramienta clave para generar un impacto positivo en el mundo, y estoy comprometida con la idea de que los aspectos sociales son inseparables de los aspectos financieros, y, por tanto, deben ser considerados de forma conjunta.

Con este proyecto, tengo como objetivo inspirar a otros estudiantes, académicos y profesionales a participar activamente en las finanzas sostenibles. Por otro lado, mi motivación personal no solo se basa en hacer una aportación en este campo, sino también en ser parte del movimiento global hacia una inversión más consciente y responsable.

2. CONCEPTOS PREVIOS RELACIONADOS

Antes de examinar el término de la ISR, es importante establecer el contexto e identificar quiénes diseñan e implementan estas inversiones, así como el tipo de actividad en la que se llevan a cabo. A continuación, se proporcionan las definiciones de los términos necesarios para la investigación de la ISR.

El **gobierno corporativo** se refiere al conjunto de principios, reglas y procedimientos por los que se gestiona una organización, incluyendo tanto las normas obligatorias como las autoimpuestas. Según los principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y del G20, el gobierno corporativo en una sociedad implica el establecimiento de relaciones entre la dirección de la empresa, el consejo de administración, los accionistas y otras partes interesadas (OCDE, 2016).

Sin embargo, el gobierno corporativo puede no tener en cuenta ciertos elementos. En consecuencia, como bien explican Konja y Flores (2008), apareció el concepto de buen gobierno corporativo, que además de la sostenibilidad, incluye otros aspectos relevantes como la gestión de las partes interesadas, el cumplimiento obligatorio y voluntario de la normativa, la gestión del riesgo y la transparencia. Por lo tanto, el buen gobierno corporativo tiene como objetivo garantizar que las empresas operen de manera responsable y ética, teniendo en cuenta no sólo sus propios intereses, sino también los intereses de la sociedad en su conjunto.

La Responsabilidad Social Corporativa (RSC). La red y consultoría de empresas sostenibles Business for Social Responsibility define la RSC como “la consecución de logros comerciales en formas que respetan valores éticos y a las personas, comunidades y el medio ambiente” (BSR, s.f.). Para evaluar si una organización cumple las normas de RSC, es importante analizar la presencia y el desarrollo de criterios ASG en su proceso de toma de decisiones. Más adelante en el trabajo se revisarán estos de forma más detallada.

El concepto de **desarrollo sostenible** puede abordarse desde diversas perspectivas, si bien cabe destacar la definición contenida en el artículo 2 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible¹. Según esta ley, el desarrollo sostenible se define como “un tipo de crecimiento que satisface las necesidades de las generaciones presentes sin comprometer las oportunidades de las generaciones futuras”. Esto implica un crecimiento económico que promueva la creación de empleo de calidad y la igualdad de oportunidades, garantizando al mismo tiempo el respeto al medio ambiente y el uso sostenible de los recursos naturales.

¹ Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, Ley n.º 2/2011 (2011, 5 de marzo) (España). Boletín Oficial del Estado.

3. DESARROLLO HISTÓRICO Y CONCEPTO DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

La ISR es un concepto que puede tener diferentes definiciones según la perspectiva de las personas y las circunstancias en las que se aplique, por lo que no existe una única definición que lo abarque todo (Cañal y Gómez, 2020). No obstante, una explicación general y que puede tomarse de referencia es la de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)². Esta asociación la define como "un proceso de inversión que tiene en cuenta la salud y la estabilidad a largo plazo de la economía, la sociedad y el medio ambiente, y trata de ofrecer a los inversores rendimientos sostenibles y resilientes. Incorpora factores ASG en la toma de decisiones de inversión y se compromete con las empresas para fomentar la mejora de los indicadores ASG". En las últimas décadas, el concepto de la ISR ha ido evolucionando y adaptándose a los cambios generacionales hasta convertirse en el concepto que hoy en día entendemos como tal (Sánchez, Rodríguez y Ricart, 2002).

Tradicionalmente, la principal preocupación de los inversores era obtener la mayor rentabilidad de sus inversiones, por lo que las empresas ponían el foco en maximizar sus beneficios (Von Wallis y Klein, 2015). Sin embargo, en la actualidad, se ha visto un cambio significativo en la forma en que la sociedad evalúa el desempeño de las empresas, ya que ahora se tiende a apostar por empresas que tienen un enfoque en las prácticas responsables y sostenibles (Paluzie, 2020). Es por ello, que, en respuesta a esta creciente demanda, las empresas han tenido que integrar la inversión en activos ASG y la ISR en sus estrategias y modelos de gestión.

Este cambio se ha visto también motivado por otras razones, entre ellas caben destacar: la creciente conciencia pública acerca de problemas relacionados con la degradación ambiental y la explotación laboral, los cambios regulatorios hacia una economía más verde e inclusiva y la ventaja competitiva que la integración de estas prácticas proporcionan a las compañías (Zheng, Khurram y Chen, 2022). En relación con esta última, podemos afirmar que la inversión en activos ASG y la ISR no solo benefician a la sociedad y al medio ambiente, sino que también tienen un impacto positivo en el desempeño financiero de las empresas (Khan, Serafeim y Yoon, 2015).

Un estudio de Spainsif publicado en 2018, revela como en un horizonte temporal de 5 años, las empresas con altos puntajes ASG tienen un rendimiento financiero más sólido que las empresas con bajos puntajes. En el estudio se comparan índices sostenibles y no sostenibles de Estados Unidos, Europa, España y el mundo, afirmando así que la sostenibilidad y rentabilidad no solo son compatibles, sino que además obtienen mejores resultados que los fondos tradicionales (Ver anexo 1). Esto se debe a que estas presentan una mayor eficiencia operativa, una reducción en los riesgos

² Asociación de organizaciones de inversión sostenible de todo el mundo. www.gsi-alliance.org

financieros, legales y climáticos a largo plazo y una mejor reputación y compromiso de los empleados (Paluzie, 2020).

Adicionalmente, es relevante mencionar que la ISR ya no es considerada una inversión exclusiva de un pequeño grupo, ya que ha atraído a grandes inversores, como fondos de pensiones y compañías de seguros, convirtiéndose en una tendencia general que afecta a toda la economía, especialmente al sector financiero (Morgan Stanley Investment Management, 2019). Aunque existen nuevos desafíos y oportunidades asociados con este tipo de inversión, se espera que siga creciendo y se convierta en una parte fundamental del panorama de inversión global en los próximos años. Un buen ejemplo de esto se encuentra en el informe "Global Sustainable Investment Review" (2020) publicado por la GSIA, que destaca el aumento que la ISR ha experimentado en los últimos años. Según el informe, en el año 2019, los activos gestionados bajo estrategias de inversión sostenible incrementaron en un 15% respecto al año anterior.

La crisis causada por la COVID-19 también ha contribuido a aumentar la relevancia de la inversión ASG e ISR. En este contexto, la pandemia ha remarcado la importancia de la sostenibilidad y la RSC en la gestión empresarial. Las empresas que han demostrado una capacidad sólida para gestionar los riesgos ASG han sido capaces de proteger de manera más efectiva a sus empleados, clientes y comunidades, y de mantener la continuidad de su negocio durante la pandemia (Oleaga, Lorenz y Rodríguez, 2020).

Aunque la ISR se originó en el ámbito medioambiental, ha evolucionado y ahora incluye otros aspectos como el social y la gobernanza corporativa (Paluzie, 2020). A continuación, se presenta una breve contextualización del origen y trayectoria de la ISR junto con los eventos más relevantes en la evolución de esta.

3.1 ORIGEN Y TRAYECTORIA

Si bien los orígenes de la ISR se remontan a hace más de 2000 años en citas de textos religiosos como el Antiguo Testamento o el Corán, es oportuno empezar a hablar de este término desde el año 1700 en adelante. Fue entonces cuando grupos religiosos se negaron a invertir en las llamadas "empresas del pecado", es decir, aquellas implicadas en la industria del tabaco, el juego, el alcohol o la esclavitud (Martini, 2021).

Más adelante, en los siglos XVIII y XIX, junto con la Revolución Industrial, las empresas comenzaron a crecer y a buscar capital, lo que llevó a la aparición de los mercados financieros modernos. Esto dio lugar a una mayor preocupación por los derechos de los trabajadores y la protección del medio ambiente, por lo que comenzaron a crearse leyes y regulaciones laborales y ambientales (Latapí, Jóhannsdóttir y Davídsdóttir, 2019).

Sin embargo, el concepto moderno de ISR surgió en la década de los 60, cuando los inversores empezaron a tomar medidas bajo criterios no únicamente financieros sino también sociales y medioambientales (Donovan, 2022). Las protestas de estudiantes y jóvenes contra la guerra de Vietnam condujeron a el boicot contra las empresas que suministraban armas utilizadas en la guerra (Martini, 2021).

En la década de 1980, el apartheid en Sudáfrica también impulsó el crecimiento de la ISR. Las empresas extranjeras que operaban allí fueron criticadas y presionadas para que cambiaran sus prácticas poco éticas. Como resultado, surgieron fondos de inversión que excluían a las empresas que no cumplían con ciertos estándares éticos (Evans,2011).

En ese momento, la ISR comenzó a alejarse de su origen religioso y se relacionó más con las demandas de la sociedad, como la igualdad de derechos civiles y la participación democrática (Donovan, 2022). Al mismo tiempo, surgió el término de gobierno corporativo, implicando la necesidad de que las empresas fueran más transparentes y se comunicaran mejor con el público. Estas tendencias no solo se limitaron a Estados Unidos, sino que también se expandieron hacia otros países, principalmente a los de la Unión Europea (UE), donde la ISR empezó a ganar importancia como una herramienta para impulsar la RSC (Martini, 2021).

A finales del siglo XX, surgieron los criterios ASG como una herramienta para integrar los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones de inversión (Eccles y Strohle, 2018). También se crearon diferentes marcos y estándares que las empresas podían utilizar para evaluar y mejorar sus prácticas en estos ámbitos.

Entre 2005 y 2015, los inversores comenzaron a exigir mayor transparencia y responsabilidad a las empresas, lo que condujo al crecimiento de las estrategias de inversión centradas en los criterios ASG (Ballesteros, Díaz-Noriega, Elola, y Ramos, 2021). A partir del año 2015, la explosión de la ISR ha sido impulsada por varios factores, incluida una creciente demanda de opciones de inversión ética y sostenible, una mayor disponibilidad de productos y servicios ASG, y constantes cambios regulatorios que exigen a las empresas divulgar cada vez más información sobre su desempeño. En el próximo apartado *3.2 HITOS RELEVANTES EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR*, se detallan en profundidad cuales han sido los eventos más destacables que han influido en el desarrollo de la inversión responsable en estas últimas décadas.

A modo resumen, la ISR evolucionó desde evitar invertir en empresas consideradas como negativas según criterios religiosos hasta considerar factores ASG. La conciencia social y la demanda de inversiones éticas y sostenibles han sido los principales impulsores la ISR, y su crecimiento sigue ganando importancia significativa hoy en día.

3.2 HITOS RELEVANTES EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR

En este apartado se presentan algunos de los eventos más importantes que han influido en el desarrollo de la ISR y que la han llevado a ser cada vez más conocida y aceptada en el mercado financiero global, desde 1928 hasta hoy.

El primer fondo de inversión con criterios de exclusión social fue el "Puritan Fund", creado en 1928 por la empresa de inversión estadounidense MFS Investment Management. Este fondo se enfocó en seleccionar inversiones en aquellas empresas que cumplieran con criterios éticos y morales específicos, excluyendo las relacionadas con la producción de alcohol, tabaco y juegos de azar (Lobe y Erturk, 2017). Desde ese momento, el fondo ha ido evolucionando y actualmente su foco de inversión principal está centrado en empresas con altos estándares de gobierno corporativo, prácticas laborales justas y sostenibilidad ambiental.

Históricamente, la principal preocupación de la ISR siempre ha sido la lucha contra el cambio climático, por lo que ya en 1972 se creó el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA). Esto es una autoridad encargada de ayudar a los países desarrollados en el impulso de políticas y prácticas ambientales.

En 2013, el PNUMA también participó en la promoción de bonos verdes, que son instrumentos de renta fija diseñados para financiar proyectos respetuosos con el medio ambiente (Fatica y Panzica, 2021). Desde entonces, el informe anual del Climate Bonds Initiative³ sobre el mercado de bonos verdes muestra como este mercado ha crecido exponencialmente, con más de 1 billón de dólares en bonos verdes emitidos en todo el mundo a finales de 2020.

Más adelante, a principios de los 90 se llevó a cabo "The UN's Rio Earth Summit". Un acontecimiento que sirvió para concienciar de la importancia del desarrollo sostenible y el papel del sector privado en la responsabilidad medioambiental y social (Afi y AllianzGI, 2019). Uno de los principales resultados fue la adopción de la Agenda 21, un plan de acción para promover el desarrollo sostenible a escala mundial, nacional y local.

En 1997 tuvo lugar la adopción del Protocolo de Kyoto. Aquí, treinta y seis países industrializados firmaron un acuerdo con el fin de disminuir en un 5% (en comparación con los niveles de 1990) las emisiones de gases de efecto invernadero causantes del calentamiento global (Rodríguez, 2007). Este objetivo estaba previsto que se cumpliera entre 2008 y 2012, y aunque solo 9 de los países firmantes alcanzaron esta meta, la

³ Organización internacional que trabaja para movilizar el capital mundial a favor de la acción por el cambio climático. www.climatebonds.net

importancia de este evento viene dada por ser el primer acuerdo internacional en reconocer los riesgos asociados al cambio climático (Afi y AllianzGI, 2019).

Otro de los mecanismos clave fue el establecimiento del mercado del carbono. Este mercado, permite a las empresas comerciar con créditos de carbono certificados, que representan el derecho a emitir una determinada cantidad de dióxido de gases de efecto invernadero. Los inversores pueden comprar estos créditos como forma de compensar por sus emisiones y promover la sostenibilidad (Afi y AllianzGI, 2019).

Ya en 2005, el secretario general de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), Kofi Annan, presentó los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI, por sus siglas en inglés). Los UNPRI ofrecen un conjunto claro de 6 principios que orientan a los inversores sobre cómo integrar los factores ASG en sus procesos de toma de decisiones de inversión (Ulrich, 2016). Según la información de su página web: “En 2021, más de 3.000 inversores institucionales y gestores de activos de más de 60 países han firmado el UNPRI, lo que representa más de 100 billones de dólares en activos” (UNPRI, s.f.).

Si bien estos eventos fueron significativos para la ISR, la explosión de este tipo de inversión se vio en 2015, cuando las Naciones Unidas adoptaron la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, un plan de acción que incluye 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y ciento sesenta y nueve metas para acabar con la pobreza, proteger el planeta y garantizar la prosperidad para todos. Cabe mencionar, que la ONU reconoce que el mayor reto actualmente a nivel global es la erradicación de la pobreza y que sin eso no puede haber desarrollo sostenible (Naciones Unidas, s.f.).

Los ODS se han convertido en un conjunto de objetivos muy reconocidos que orientan a empresas, inversores y políticos hacia prácticas empresariales sostenibles (Weiland, Hickmann, Lederer, Marquardt y Schwindenhammer 2021). Los ODS también han ayudado a promover el desarrollo de la inversión de impacto (termino que se aborda más adelante en el punto *“5.1 TIPOS DE ESTRATEGIAS USADAS EN LA ISR”*).

En 2018, la Comisión Europea puso en marcha su Plan de Acción de Finanzas Sostenibles. El plan recalca que el sector financiero tiene un papel fundamental en la consecución de los objetivos de sostenibilidad de la UE, y presenta medidas para ayudar a guiar el capital privado hacia la inversión sostenible (González, 2021). Asimismo, incluye iniciativas como el desarrollo de una taxonomía para clasificar las inversiones sostenibles, el establecimiento de una etiqueta europea para los productos financieros sostenibles, y la importancia de la transparencia y la divulgación sobre cuestiones de sostenibilidad por parte de los participantes en los mercados financieros (González, 2021).

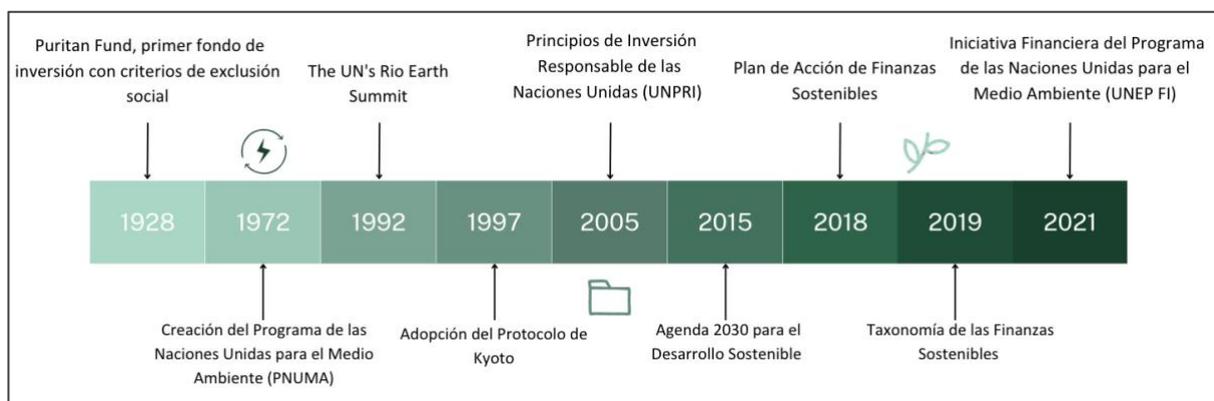
En 2019 la UE adoptó La Taxonomía de las Finanzas Sostenibles, estableciendo los criterios que deben cumplir las actividades económicas para ser consideradas

sostenibles y proporciona a los inversores información clara y transparente sobre el impacto de los diferentes productos y servicios financieros (Afi y AllianzGI, 2019). Estos criterios están alineados con 6 objetivos medioambientales:

- 1- Mitigación del cambio climático
- 2- Adaptación al cambio climático
- 3- Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos
- 4- Transición a una economía circular
- 5- Prevención y control de la contaminación
- 6- Protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas

Finalmente, ya en 2021, la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI, por sus siglas en inglés)⁴ se comprometió a movilizar al sector financiero mundial para alcanzar una cartera de inversiones sostenibles de 4 billones de dólares en 2030. Para alcanzar esta meta, la UNEP FI trabaja en conjunto con bancos, aseguradoras, inversores y otros agentes para fomentar la integración de factores ASG en sus decisiones de inversión y financiación.

Ilustración 1: Línea temporal de los principales hitos en la evolución de la ISR



FUENTE: elaboración propia

3.3 LA COMPLEMENTARIEDAD DE LOS CRITERIOS ASG CON EL ANÁLISIS FINANCIERO CONVENCIONAL

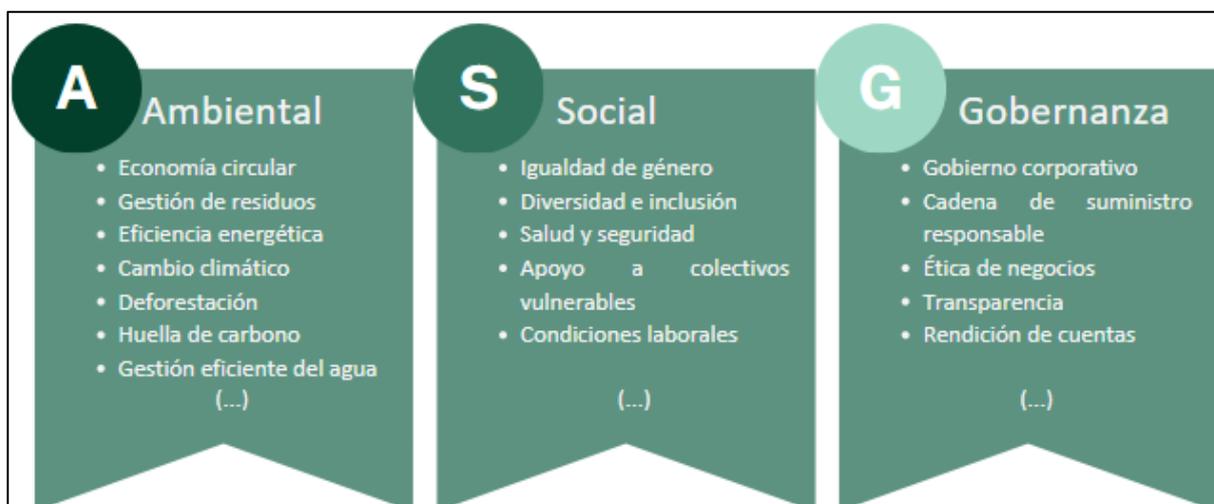
Como bien explican Zaccone y Pedrini (2020), los criterios ASG están adquiriendo una importancia creciente en la toma de decisiones de inversión ya que tienen en cuenta

⁴ Asociación entre el PNUMA y el sector financiero mundial.

variables que, aunque quedan fuera del ámbito financiero, pueden ser decisivas en el rendimiento y, por lo tanto, en la valoración de una inversión, tanto en el presente como en el futuro. Por ejemplo, una empresa que, aun teniendo resultados financieros positivos a corto plazo, tiene una pobre gestión ambiental o problemas de gobernanza, puede ser vulnerable a riesgos y desafíos a largo plazo.

Antes de nada, es importante destacar los 3 grandes grupos en los que se clasifican los criterios ASG. La “A” hace referencia a los factores ambientales, introduciendo aquellos aspectos relacionados con el impacto de una empresa en el medio ambiente y el cuidado y la conservación del entorno (Inderst y Stewart, 2018). La “S”, en cambio, representa los factores sociales ligados a cómo las empresas gestionan su impacto en las personas que pueden verse afectadas por sus actividades, incluyendo desde los empleados y proveedores hasta la población, las comunidades y los grupos de interés con los que se relacionan (Litting,2005). En última instancia, la letra “G” representa a los factores relacionados con el gobierno corporativo, en otras palabras, representa cómo una empresa está dirigida y administrada. Esto incluye aspectos como quiénes conforman en el consejo de administración, la remuneración de los ejecutivos y cómo se protegen los derechos de los accionistas (Inderst et al, 2018). La ilustración 2 muestra algunas de las acciones consideradas como ASG.

Ilustración 2: Ejemplos de prácticas ASG



FUENTE: elaboración propia a partir de informes de Management Solutions

La complementariedad entre estos criterios y el análisis financiero tradicional se basa, según Lavin y Montecinos-Pearce (2021), en que la sostenibilidad financiera y la sostenibilidad no financiera están indirectamente relacionadas y pueden afectar de igual manera a la rentabilidad y el valor a largo plazo de la empresa. Es destacable mencionar que estos criterios no deben ser empleados como una alternativa al análisis financiero tradicional, sino como una herramienta adicional enfocada en el control y gestión de riesgos actuales y potenciales, por lo que ambos análisis deben ser implementados en paralelo.

Ballesteros, Díaz-Noriega, Elola Y Ramos (2021) sugieren que, debido a las nuevas formas de medición y políticas implementadas por las empresas, es importante actualizar y adaptar continuamente los procesos de integración ASG. Esto lo convierte en una actividad dinámica para la que han surgido agencias de calificación y reporting que emiten informes en esta materia con el fin de acompañar a los inversores en la toma de decisiones. Ahora, estas agencias están trabajando con empresas de análisis financiero tradicionales para ofrecer una comprensión más amplia y detallada de las empresas.

En el punto 5 se aborda este tema de manera más detallada y se analiza el proceso de integración de los factores ASG en el proceso de inversión.

4. MARCO NORMATIVO ACTUAL EN LA UE Y ESPAÑA

La UE y España han implementado medidas para fomentar la ISR y la integración de aspectos ASG creando marcos que detallan unos criterios para determinar qué actividades económicas son consideradas sostenibles y cuáles no y mejorar la transparencia de la información extra financiera proporcionada por las entidades.

Si bien muchos de los acuerdos como el establecimiento de los UNPRI, la adopción de la Agenda 2030 y demás previamente mencionados en el punto “3.2 HITOS RELEVANTES EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR” sirven como guía para la adopción de la ISR, a continuación se presentan algunas de las principales normativas, directrices, reglamentos y otros instrumentos que existen en España y en la UE que rigen la ISR y la inversión en activos ASG.

4.1 NORMATIVA VIGENTE EN ESPAÑA

En relación con el ordenamiento jurídico español, las principales normas que afectan a la ISR y activos ASG son las siguientes:

- Ley 7/2022 de residuos y suelos contaminados para una economía circular.⁵ Esta es una normativa que promueve prácticas sostenibles en el manejo de residuos y suelos contaminados por parte de las empresas y organizaciones.

La ley también establece la responsabilidad ampliada del productor, lo que significa que los productores deben hacerse responsables de los residuos generados a lo largo del ciclo de vida de sus productos. Esto puede impulsar la innovación y la adopción de prácticas más sostenibles en la producción de bienes y servicios, hecho que puede ser considerado por los inversores en su evaluación de la sostenibilidad de las empresas.

- Ley 11/2018 de Información No Financiera y Diversidad⁶. Esta ley exige a las empresas que cotizan en bolsa en España a divulgar información no financiera, incluidos los factores ASG, en sus informes anuales. Su finalidad es impulsar la transparencia y la responsabilidad de las empresas, permitiendo a los inversores evaluar la sostenibilidad y la gestión de riesgos relacionados con estos factores.

⁵ Ley 7/2022, de 8 de abril, de residuos y suelos contaminados para una economía circular.

⁶ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

- Real Decreto 1464/2018 sobre Fondos de Pensiones y Fondos de la Seguridad Social⁷. Este real decreto obliga a los fondos de pensiones y a los fondos de la Seguridad Social a integrar factores ASG en sus decisiones de inversión y a divulgar información sobre sus políticas y prácticas en dicha materia.
- Circular 5/2020 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁸. Esta circular establece la obligación de las entidades financieras de identificar, evaluar y gestionar los riesgos ASG en sus inversiones y de informar a los clientes sobre la forma en que se integran estos criterios en la gestión de los fondos de inversión.
- Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética⁹. La regulación establece medidas y objetivos para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y promover la transición hacia un sistema energético más sostenible y respetuoso con el medio ambiente. La ley tiene como principal objetivo alcanzar la neutralidad climática en España para el año 2050.

Se puede decir que esta legislación tiene un enfoque ambicioso en términos de acción climática y establece medidas específicas a llevar a cabo en áreas como energía, transporte, agricultura, economía circular y financiamiento sostenible.

4.2 NORMATIVA VIGENTE EN LA UE

- El Reglamento de Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles (SFDR, por sus siglas en inglés)¹⁰ es una normativa de la Unión Europea que entró en vigor en marzo de 2021.
El SFDR establece una serie de requisitos para que los gestores de activos y los asesores financieros revelen información sobre cómo abordan los criterios ASG en sus inversiones. Además, el reglamento introduce la categorización de los

⁷ Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (...) y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero (...) y el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

⁸ Circular 5/2020 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 23 de noviembre, por la que se establecen recomendaciones sobre la elaboración de informes anuales de gobierno corporativo y de información no financiera.

⁹ Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

¹⁰ Reglamento (UE) 2019/2088 de Divulgación de Información sobre Finanzas Sostenibles (SFDR). Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019.

fondos como “sostenibles”, “con enfoque en la sostenibilidad” y “no sostenibles”.

- La Directiva sobre Informes de Sostenibilidad de las Empresas (DSCE) ¹¹ que entró en vigor el pasado 5 de enero de 2023 moderniza y refuerza la Directiva sobre Información No Financiera (NFRD, por sus siglas en inglés). Las primeras empresas tendrán que aplicar las nuevas normas por primera vez en el ejercicio 2024, para informes publicados en 2025.

La NFRD es un marco normativo que obliga a las grandes empresas a divulgar información no financiera en sus informes anuales. Esta se introdujo en 2014 y se modificó en 2017 para alinearse con los objetivos del Acuerdo de París sobre el cambio climático y los ODS de las Naciones Unidas. En virtud de la NFRD, las empresas con más de 500 empleados están obligadas a divulgar información sobre sus políticas y prácticas ASG, así como a la publicación de información relativa a sus políticas y prácticas en la cadena de suministro.

No obstante, la NFRD ha sido sustituida por su falta de especificidad y por no permitir a las empresas presentar la información de forma clara para su posterior comparación o evaluación. Por ello, la DSCE introduce requisitos de información más estandarizados, exigiendo a un conjunto más amplio de grandes empresas, así como las PYME que cotizan en bolsa, a informar sobre un conjunto común de indicadores de sostenibilidad. Adicionalmente, introduce requisitos de garantía para asegurar la exactitud y fiabilidad de la información comunicada y obliga a las empresas a someterse a una auditoría de la información en materia de sostenibilidad que comunican.

- El Reglamento sobre Taxonomía de la UE¹² es un marco normativo que pretende establecer un lenguaje común para las inversiones sostenibles definiendo qué actividades económicas pueden considerarse sostenibles desde el punto de vista medioambiental.

De acuerdo con el reglamento, las actividades económicas que contribuyan sustancialmente al menos a uno de los 6 objetivos medioambientales mencionados en el punto “3.2 HITOS RELEVANTES EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR” y no perjudiquen significativamente a ninguno de los demás, pueden considerarse sostenibles.

¹¹ Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.o 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas

¹² Reglamento (UE) 2020/852, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

También incluye requisitos de información para los participantes en los mercados financieros y las empresas, exigiéndoles que revelen cómo y en qué medida sus actividades económicas se ajustan a la taxonomía.

- El Reglamento de la UE sobre Índices de Referencia (BMR, por sus siglas en inglés)¹³ es un marco normativo cuyo objetivo es garantizar la exactitud, transparencia y fiabilidad de los índices de referencia utilizados en instrumentos y contratos financieros que entró en vigor en enero de 2018.

El BMR se aplica a una amplia gama de índices de referencia como los de tipos de interés, materias primas o divisas. Si bien no está directamente relacionado con las cuestiones ASG, este tiene un impacto en las mismas ya que se aplica a los índices de referencia utilizados en instrumentos y contratos financieros, que pueden incluir índices y referencias de este tipo.

¹³ Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como índices de referencia en los instrumentos y los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

5. INTEGRACIÓN DE ESTRATEGIAS ISR Y FACTORES ASG

La integración de estrategias de inversión responsable implica utilizar diferentes enfoques para evaluar y seleccionar los activos en los que se va a invertir. El presente apartado tiene como objetivo analizar y entender las estrategias más comúnmente utilizadas en la inversión responsable.

Adicionalmente, se analiza el proceso de integración de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión. El proceso implica varios pasos que van desde la recopilación inicial de la información hasta el monitoreo y seguimiento de la inversión.

5.1 TIPOS DE ESTRATEGIAS USADAS EN LA ISR

En el mercado financiero, encontramos una amplia variedad de estrategias de inversión responsable. Estas estrategias van desde fondos que simplemente excluyen ciertos activos de sus carteras, hasta fondos que seleccionan activos "mejores en su clase", o que participan activamente en la toma de decisiones de las empresas en las que invierten (Izquierdo, 2011).

Las 7 estrategias distintas reconocidas por Eurosif son: integración, exclusión, *best-in-class*, inversión de impacto, *engagement and voting*, inversiones centradas en temáticas sostenibles y el cribado basado en normas. Dependiendo de los objetivos que tenga cada inversor se aplica una estrategia u otra, o una combinación de ellas. De hecho, no solo no son excluyentes entre sí, sino que además con complementarias (Abhayawansa y Tyagi, 2021).

La estrategia conocida como *best-in-class* o filtrado positivo, acorde a la explicación de la Global Sustainable Investment Alliance (2018), es una técnica de inversión que se enfoca en buscar empresas que sobresalen en sostenibilidad y responsabilidad social en comparación con otras de su mismo sector. En otras palabras, se seleccionan las empresas más sostenibles y socialmente responsables de cada sector para invertir en ellas.

Para aplicar este método de valoración, es necesario analizar los factores ASG de cada empresa en un sector dado, y después seleccionar las empresas que tienen las mejores prácticas y resultados en estos aspectos. Los inversores también pueden utilizar herramientas como los ratings de sostenibilidad y los índices bursátiles de sostenibilidad para obtener información adicional (Spainsif, 2021).

Según la MSCI, la estrategia de inversión temática se enfoca en identificar las tendencias macroeconómicas, geopolíticas y tecnológicas que pueden tener un impacto a largo plazo en la economía y el mundo, y en invertir en empresas que se espera que se beneficien de ellas. En el centro de la filosofía de inversión temática se

encuentran 5 mega tendencias: la rápida urbanización, el cambio climático y la escasez de recursos, la evolución del poder adquisitivo y el cambio demográfico y social.

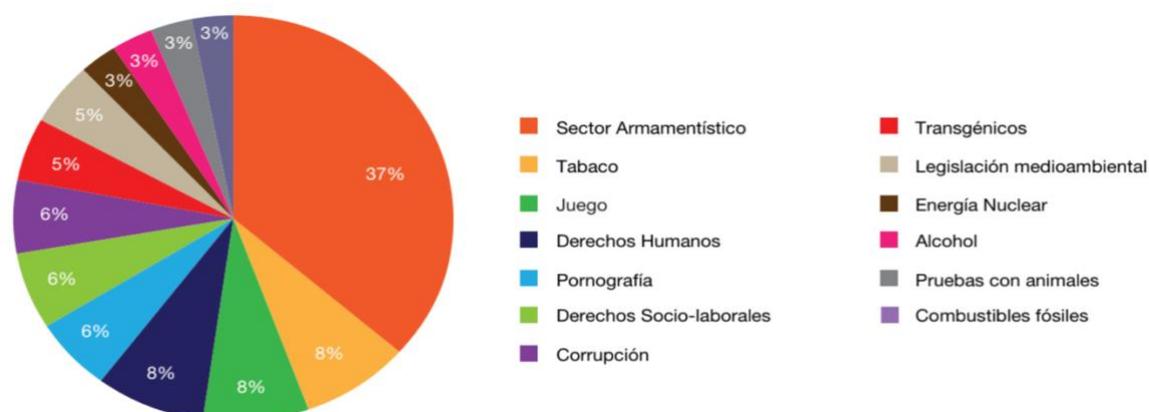
Esta estrategia se basa en la idea de que las empresas que están en el centro de estas tendencias tienen mayores posibilidades de éxito y rentabilidad en el futuro, ya que son capaces de adaptarse eficazmente a nuevos mercados y situaciones. Para implementarla, los inversores necesitan identificar las tendencias relevantes para el futuro y seleccionar aquellas empresas mejor posicionadas para aprovecharlas.

La estrategia de *screening* o exclusión es definida por la UNPRI (2016) como “(...) un conjunto de filtros para determinar qué empresas, sectores o actividades son aptas o inadmisibles para incluirlas en un porfolio específico. Estos criterios pueden basarse en las preferencias, valores y principios éticos de un inversor.” Esta estrategia es considerada como una forma efectiva de invertir en línea con los valores y principios éticos del inversor, y puede ser aplicada tanto a nivel individual como a nivel institucional (Izquierdo, 2011).

En el pasado, este criterio fue el primero en ser utilizado por la industria de la inversión. Sin embargo, en la actualidad se considera demasiado simplista y limitado. Aunque este enfoque elimina ciertos sectores o empresas específicas, no puede ser considerado como una gestión sostenible completa (Deutsche Bank, 2021). En cambio, se debe entender como una estrategia adicional que se utiliza con enfoques más avanzados. El filtrado puede llevarse a cabo de diferentes maneras:

- a) *Screening* negativo o exclusión. Implica excluir ciertos sectores, empresas o títulos de la cartera de inversión debido a su bajo desempeño en factores ASG, evitando así prácticas empresariales, regiones o productos/servicios que puedan considerarse no sostenibles o socialmente irresponsables (Spainsif, 2018). La *ilustración 3* muestra cuales fueron los sectores más excluidos en 2019 en la UE, siendo el sector armamentístico el sector peor valorado con un 37% del total.

Ilustración 3: Sectores más excluidos bajo la estrategia de exclusión



FUENTE: Afi & Allianz Global Investors y Spainsif

- b) *Screening* basado en normas. De acuerdo con la guía del PRI (2016) para la incorporación de las cuestiones ASG a la inversión en renta fija, esta estrategia se enfoca en establecer prácticas mínimas basadas en las normas internacionales para poder así filtrar a las entidades. Los tratados de la ONU, las sanciones del Consejo de Seguridad, el Pacto Global de la ONU, la Declaración de Derechos Humanos de la ONU y las pautas de la OCDE son algunos de los marcos de referencia útiles para establecer estos estándares. Esta estrategia ayuda a los inversores a asegurarse de que sus inversiones cumplen con los requisitos legales.

La estrategia de *engagement*, que también se conoce como diálogo activo accionarial, busca incentivar la comunicación entre los inversores y las empresas para mejorar los aspectos relacionados con los criterios ASG. En vez de desinvertir en una empresa que no cumple con los criterios, los inversores hablan con ella y le indican o proponen los cambios que debe realizar. Si la empresa responde positivamente y lleva a cabo los cambios, el inversor continúa invirtiendo, pero si no, desinvierte (Ossaba, 2021). Esta estrategia puede ser implementada de forma individual o colaborativa, siendo esta última más efectiva ya que la presión ejercida por un grupo de personas es mayor que la ejercida por separado.

La estrategia de inversión de impacto según la Global Impact Investing Network (GIIN), se define como una forma de inversión que busca generar un retorno financiero a la vez que genera un impacto social o ambiental positivo. Este tipo de inversión se enfoca en empresas, proyectos o fondos que tienen una misión social y ambiental clara, y que mediante su actividad consiguen un cambio positivo en la sociedad. Por ente, la rentabilidad global de este tipo de inversión es igual a la suma de la rentabilidad económica, social y medioambiental. A esta categoría pertenecen, entre otros, los productos financieros como los bonos verdes, sociales o sostenibles.

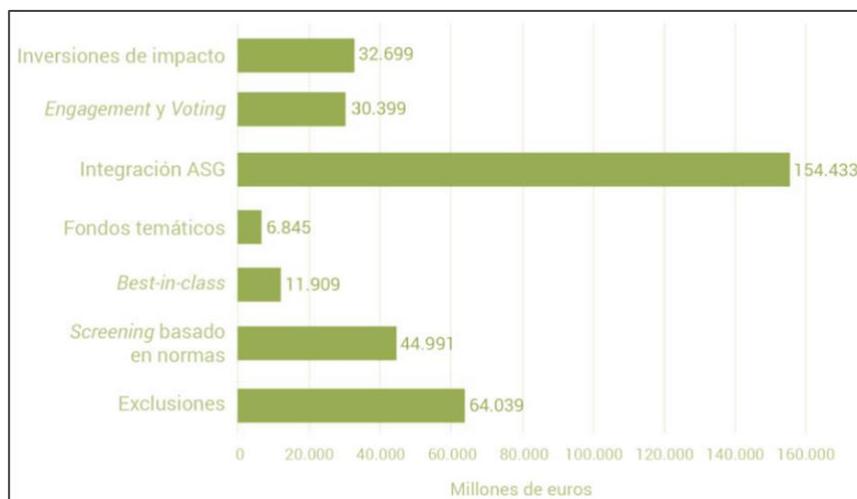
5.1.1 Evolución de las estrategias en España

Para ver la evolución que han tenido estas estrategias, se han obtenido los datos de la *Gráfica 1* y *Tabla 1* del estudio “La inversión sostenible y responsable en España” realizado por Spainsif. La estrategia que mayor peso tiene es la integración con un 44,72% de los activos (154.433 M€).

Cabe destacar que la segunda estrategia más empleada es la estrategia por exclusiones con un 18,55% de los activos (64.039 M€), implicando menos de la mitad del total de la estrategia ASG. Su presencia es baja debido a que la metodología de recopilación de datos solo incluye inversiones que utilizan exclusión como su única estrategia, y esto es cada vez menos frecuente. Aunque la exclusión es la estrategia más básica y extendida, esta limitación en la recopilación de datos pueden distorsionar la realidad de su verdadero uso.

Es mencionable también que el valor de la estrategia de fondos temáticos es residual. Comprando su cifra con el resto, esta estrategia es empleada para casi un 2% del total de activos gestionados (6.845 M€).

Gráfica 1: Estrategias ISR en España, 2021



FUENTE: Spainsif, 2021

Tabla 1: Estrategias ISR en España, 2021 (%)

Estrategia	Porcentaje (%)
Inversiones de impacto	9,47%
Engagement y voting	8,80%
Integración ASG	44,72%
Fondo temáticos	1,98%
Best-in-class	3,45%
Screening basado en normas	13,03%
Exclusiones	18,55%

FUENTE: elaboración propia a partir de los datos de Spainsif, 2021

Sin embargo, introduciendo a este análisis los datos de la *Gráfica 2* se observa un cambio claro en la tendencia de las estrategias más utilizadas en los últimos años.

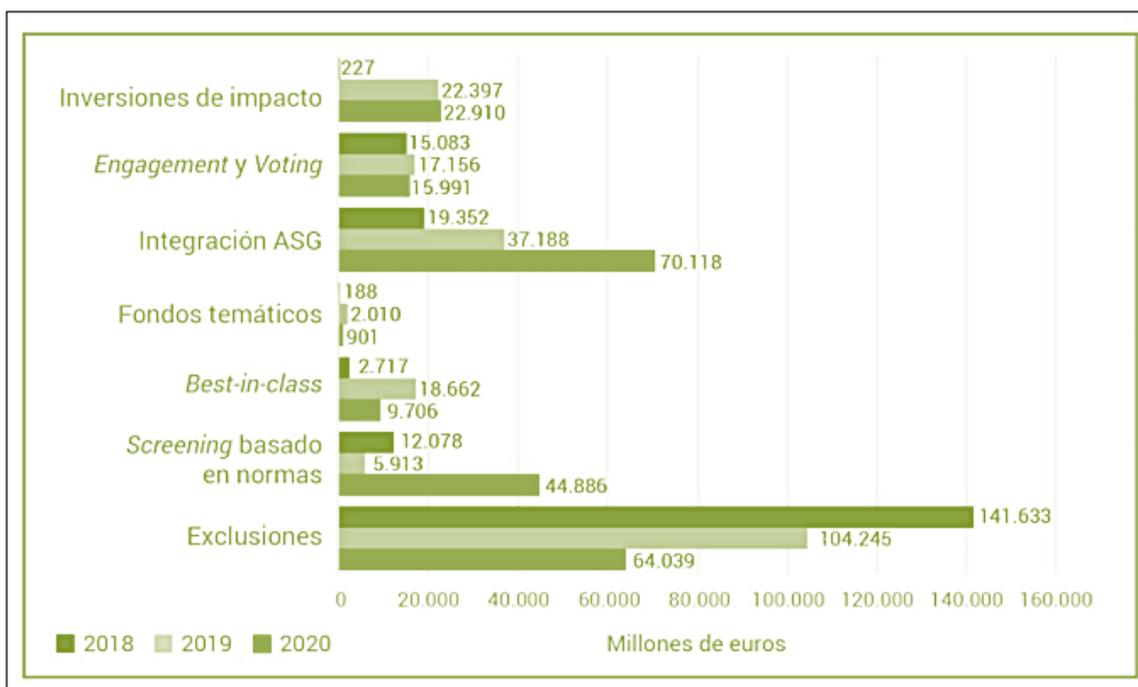
En los años 2018 y 2019 la estrategia por exclusiones era con significativa diferencia la más empleada en la gestión de activos ASG, si bien con tendencia a la baja, con un total de 141.633 M€ y 104.425 M€ respectivamente.

Al contrario que la estrategia de integración ASG, que era la segunda estrategia más utilizada con un total de 19.352 M€ (2018) y 37.188 M€ (2019), ganando cada vez mayor peso relativo.

En el año 2020, por primera vez en la historia de España, se da un cambio en la tendencia y la integración de activos ASG (70.118 M€) supera la estrategia por exclusiones (64.039 M€). Este cambio se mantiene constante a lo largo del 2021 (como explicado anteriormente). Si bien durante ese año la estrategia por exclusiones se mantiene constante, la integración ASG aumenta en 84.315 M€.

Es por ello, que podemos afirmar que la integración de criterios ASG en la toma de decisiones de inversión se considera una de las estrategias más avanzadas y ha ganado importancia especialmente desde 2020-2021. Esto se debe casi en su totalidad a la entrada en vigor de diversas regulaciones que promueven la inclusión de factores ASG en la toma de decisiones, tanto a nivel nacional como a nivel internacional.

Gráfica 2: Evolución de las estrategias ISR en España 2018-2020



FUENTE: Spainsif, 2021

5.2 PROCESO DE INTEGRACIÓN DE CRITERIOS ASG EN LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN

Actualmente, como explican Blasco y Delrieu (2021), no existe un enfoque único que todas las gestoras de activos deban emplear en el análisis ASG. La falta de una metodología homogénea para la integración de estos factores es uno de los puntos más cuestionados. Además, esto puede generar confusiones o inconsistencias en la interpretación de los criterios (Fernández-Izquierdo, Muñoz-Torres, Escrig-Olmedo, Rivera-Lirio y Ferrero-Ferrero, 2018). Sin embargo, en lugar de verlo como un obstáculo, se puede tomar como una oportunidad para que los inversores adapten el proceso de integración según sus propios objetivos.

Aunque no haya un enfoque único, existen una serie de pasos o fases que suelen ser comunes en los procesos de integración. Estos pasos proporcionan un marco general para recopilar información, analizar y evaluar los aspectos ASG de las empresas, y tomar decisiones de inversión informadas.

El primer paso, como en todo análisis de inversión, es intentar conseguir la información de mejor calidad posible. Para ello es imprescindible la existencia de entidades que se encargan de recabar, filtrar y suministrar datos en términos de sostenibilidad (Duuren, Plantinga y Scholtens, 2016), ya que normalmente esta información no se encuentra de manera pública. Las entidades gestoras suelen apoyarse en uno o varios proveedores externos que les facilitan información sobre las compañías.

Estos proveedores, según la *Guía Práctica* de Afi y AllianzGI (2019), recopilan información sobre el impacto ambiental de la empresa, como sus emisiones de carbono, el uso de recursos naturales y las políticas de conservación del medio ambiente. También pueden investigar las prácticas laborales de la empresa, incluyendo aspectos como la diversidad e inclusión, la seguridad en el lugar de trabajo y las políticas de derechos humanos. Además, evalúan la gestión de riesgos de la empresa, como las prácticas de seguridad y la preparación ante desastres, así como la estructura de gobierno corporativo, incluyendo la transparencia, la independencia del consejo directivo y los mecanismos de rendición de cuentas.

La recopilación de la información se realiza a través de diversas fuentes, siendo estas las principales de acuerdo a Schramade (2016): informes anuales de las empresas, informes de sostenibilidad, bases de datos especializadas, agencias de calificación o *rating* ASG y organizaciones no gubernamentales. Otra de las formas para recabar información es a través de la interacción directa con las empresas, es decir, por medio de reuniones, cuestionarios o solicitudes adicionales. Esta forma de recopilar información suele ser empleada de manera complementaria al resto.

El segundo paso implica la participación de un equipo de análisis ASG interno que se encarga de analizar y complementar los datos recopilados con los recursos propios de la entidad. Además, también puede llevar a cabo investigaciones adicionales y recopilar aspectos específicos que no estén disponibles para los proveedores de información (Bourghelle, Jemel y Louche, 2009).

Este análisis interno permite a las entidades tener un mayor control sobre la calidad y veracidad de la información que utilizan en su proceso de toma de decisiones. Al combinar la información externa recopilada con los recursos propios y el análisis interno, se obtiene una visión más completa y detallada de los aspectos ASG de las empresas.

Posteriormente, el equipo de análisis ASG transmite la información recopilada al equipo gestor encargado de evaluar la viabilidad de la inversión. En esta etapa, el equipo gestor combina la información financiera con los datos y opiniones proporcionados por el análisis ASG. Durante este proceso, es común que surjan discrepancias internas entre las 2 áreas. Estas pueden deberse a diferentes perspectivas sobre los criterios ASG, interpretaciones de la información o incluso enfoques estratégicos. A través de discusiones, debates y análisis más detallados entre ambas partes, se busca llegar a un consenso sobre la viabilidad de la inversión en términos financieros y de criterios ASG (Jonsdottir, Johannsdottir y Wendt, 2022).

Finalmente, se toma la decisión de inversión. Igualmente, el equipo ASG realiza trabajos de monitoreo y seguimiento para evaluar que las empresas no solo cumplen

con lo establecido, sino que también se aprecian avances con respecto a la valoración inicial (Bourghelle et al 2009).

En la *Ilustración 4* se puede observar de forma sintetizada y esquemática todo lo actualmente mencionado.

Ilustración 4: Proceso de integración ASG



FUENTE: Afi & Allianz Global Investors

6. NUEVOS RETOS Y OPORTUNIDADES

La inversión en ASG, según explican Višić y Officer (2022), ha pasado por diferentes etapas en las últimas décadas. Primero fue la de aceptación, luego experimentó un rápido crecimiento y ahora se encuentra en una tercera etapa, que es la de consolidación. En este momento, los inversores han tomado una mayor conciencia acerca de los resultados de invertir en empresas que integran estos factores sostenibles en su actividad y como esto repercute tanto en su rentabilidad financiera y gestión de riesgos como en el bienestar general de la sociedad y el planeta.

No obstante, esta etapa de consolidación también presenta nuevos retos en el mercado financiero. Los inversores deben ser precavidos a la hora de seleccionar sus inversiones y buscar información que este respaldada por datos precisos y rigurosos. Los principales desafíos incluyen la ausencia de métricas homogéneas y la necesidad de una mayor transparencia y confiabilidad de la información.

Este apartado tiene como objeto analizar cuáles son los obstáculos actuales a los que se enfrenta la inversión ASG.

6.1 DIFICULTAD DE COMPARACIÓN

La calidad de los datos ASG es un punto altamente cuestionado hoy en día puesto que cada tipo de inversor (instituciones financieras, gestores de activos, organizaciones...) utiliza diferentes criterios y métricas para determinar que empresas o activos pueden ser considerados como sostenibles o responsables. Por tanto, la publicación de informes y datos heterogéneos limita y retrasa tanto la inversión sostenible como la implementación de criterios ASG en las estrategias empresariales (Fernández-Rosillo, Koblents y Morales, 2023). Un estudio de EUROSIF (2018), destaca la importancia de la estandarización para reducir la asimetría de la información y poder crear una ruta clara para comparar los datos y evitar la confusión en los mercados financieros.

Adicionalmente, sin directrices homogéneas, existe el riesgo de que se lleven a cabo prácticas nocivas como el *Greenwashing*, dónde las empresas aparentan dar una imagen de ser ambiental y socialmente responsables sin cumplir realmente con normas estrictas de sostenibilidad (Redondo y De Mariz, 2022). Esto dificulta la capacidad para identificar inversiones verdaderamente alineadas con los valores ASG.

Este problema parece tener una solución sencilla: proporcionar directrices exactas para la elaboración de informes y la divulgación de información. Como previamente mencionado, se están realizando esfuerzos para desarrollar marcos comunes, como los mencionados GRI, SASB y etc. No obstante, encontrar una solución eficaz se ha convertido en un reto debido a varias razones (Williams, 2022).

Por un lado, los factores ASG abarcan una gran variedad de aspectos que resultan complicados de enumerar y definir. Un ejemplo claro de esta dificultad podemos verla en la normativa SFDR. Aunque pretende que las empresas sean transparentes sobre los riesgos de sostenibilidad que podrían afectar a su actividad y del impacto negativo que sus acciones podrían tener en los aspectos ASG, el reglamento presenta un claro problema (Redondo et al, 2022).

La SFDR no proporciona un marco común de lo que se considera o no sostenible (Comisión Europea, s.f.). En cambio, cada empresa define los criterios que considera más importantes para medir la sostenibilidad y RSC de su compañía. Cada empresa puede interpretar esto de distinta manera, lo que implica que haya empresas con criterios más rigurosos y otras con criterios menos rígidos, pero que, por el contrario, aparecen como mejor posicionadas.

Otro aspecto que mejorar relacionado con la normativa es que actualmente, esta exige a las empresas individuales de presentar el informe no financiero cuando la empresa presenta la información a nivel consolidado sostenible como la implementación de criterios ASG en las estrategias empresariales (Fernández-Rosillo et al, 2023). En consecuencia, una dificultad añadida es tener que recopilar datos que en algunos casos se encuentran a nivel consolidado y en otros (menos frecuentes) a nivel individual.

El estudio *“Micro base de datos para la sostenibilidad (ESG) en el Banco de España”* señala que los métodos de cálculo varían en algunos indicadores y empresas (Fernández-Rosillo et al, 2023). Por lo tanto, aunque teóricamente los datos deberían ser comparables, no existen pruebas suficientes de que dichos datos se hayan obtenido utilizando el mismo método o basándose en criterios similares. Un ejemplo de ello son las emisiones de alcance 2¹⁴, que pueden notificarse utilizando un enfoque de mercado o un enfoque basado en la ubicación. Esto no plantea ningún problema cuando la empresa informa del método utilizado, pero en la mayoría de la muestra analizada en este estudio, el método de cálculo no se especificaba en el informe no financiero.

El mismo estudio realizado por Fernández-Rosillo et al (2023), saca a la luz otra cuestión relevante, en este caso, relacionada con los datos proporcionados por empresas internacionales. Actualmente, un número muy elevado de empresas (sobre todo las más grandes) tienen presencia internacional en todo el mundo. Esto afecta a la información ASG reportada en sus informes no financieros, ya que se refiere al desempeño de la empresa a nivel mundial, dificultando la tarea de medir los impactos

¹⁴ Emisiones indirectas procedentes de la generación de electricidad, vapor, calefacción y refrigeración comprados y consumidos por la empresa informadora.

nacionales (por ejemplo, las emisiones de Alcance 1¹⁵ en España). Sin embargo, para un porcentaje muy pequeño de empresas e indicadores, se presenta un desglose por país o región económica.

Finalmente, existe una falta de consenso entre los reguladores, los inversores y las empresas. Cada uno de ellos tiene perspectivas diferentes sobre lo que se considera o no como “buena” práctica, dificultando así el establecimiento de normas universalmente aceptadas (Ballesteros et al, 2021). Adicionalmente, un entorno tan cambiante en el que surgen nuevos factores de riesgo constantemente hace que mantenerse al día de estos cambios e incorporarlos a las normas estandarizadas sea un proceso lento y complejo (Ballesteros et al, 2021).

6.2 GREENWASHING

Según un estudio realizado por la GIIN (2020), dónde se miden los principales retos de la inversión ASG a corto plazo, el *greenwashing* o lavado verde se posiciona como el principal problema a afrontar. Esta práctica se basa en que algunas empresas “engañan” de cierta forma a los inversores y al público en general presentando una imagen sostenible de su marca, productos o propuestas, cuando la realidad es que no lo son. Las empresas pueden presentar esta información falsa o dudosa sin querer, o “como una estrategia de marketing deliberada” (Castelló, 2023. Pág 33).

A menudo también se da lo que se conoce como discurso aspiracional, que ocurre cuando las empresas hacen importante hincapié en lo que quieren ser, y no lo que realmente son, divulgando objetivos muy difíciles o imposibles de conseguir (Castelló y López-Berzosa, 2021). Un ejemplo claro se ha dado en las compañías eléctricas, que anunciaban ser “verdes” cuando la realidad era que solo un pequeño porcentaje de sus carteras estaba compuesto por energías renovables. Por ello, la gestión del *greenwashing* requiere de elementos fundamentales como “la correcta producción, aplicación y comunicación de las normas y de los instrumentos de rendición de cuentas” (Castelló, 2023. Pág 34).

El *greenwashing* es algo que ha traspasado las fronteras de ser una práctica criticada exclusivamente por los inversores a incluir autoridades como la Comisión Europea. Tras una evaluación realizada por la misma, se concluyó que más del 50% de los productos en 2020 ofrecían “información vaga, engañosa o infundada”. Por ello, se está trabajando en un borrador de ley para acabar con las empresas que comercializan sus productos como “neutros para el clima” o “con materiales reciclados” si esas etiquetas no están correctamente respaldadas (Abett, 2022). Según el borrador, que aún puede cambiar antes de su publicación, esto mejorará las condiciones entre

¹⁵ Emisiones de gases de efecto invernadero que provienen de fuentes que son propiedad de la empresa o son controladas por ella.

competidores y obligará a las compañías europeas a demostrar y presentar evidencia de que se cumplen las promesas de futuros resultados medioambientales.

6.3 LA DIFERENCIACIÓN SECTORIAL

Como mencionado anteriormente, hay algunas industrias como, por ejemplo, el alcohol, las armas o la energía nuclear que tienden a ser excluidos en la inversión ASG. No obstante, esto no es tan simple como parece. La mayoría de estos sectores actualmente siguen necesitándose y utilizándose a pesar de su impacto negativo en la sociedad o el medioambiente, y el reto está en analizar sus riesgos y oportunidades particulares, para poder así promover su transformación (Zandbergen-Albers, 2019).

Cada sector cuenta con diferencias significativas en su impacto ambiental, prácticas laborales y riesgos por lo que es fundamental que existan normas específicas que se adapten a las particularidades de cada uno para evaluar adecuadamente las prácticas sostenibles y las implicaciones financieras relacionadas (Plastun, Makarenko, Yelnikova y Makarenko, 2019). Es decir, comparar todos los sectores bajo los mismos criterios es una tarea muy complicada, ya que cada uno tiene tecnologías, oportunidades y avances dispares. Al igual que en los análisis financieros tradicionales, como el riesgo o la rentabilidad, varían dependiendo de la actividad económica de cada empresa, las métricas empleadas en el análisis sostenible deben ser capaces también de adaptarse a ello (Plastun et al, 2019).

En la *Tabla 2* que se presenta a continuación, se presenta un ejemplo visual comparando la importancia de los criterios ASG en el sector salud, financiero, transporte y servicios. En ella se observa como, por ejemplo, en el sector financiero, los criterios medioambientales tienen un impacto limitado, mientras que, en el sector de transporte o recursos naturales, su impacto es mucho mayor. Asimismo, el sector salud está más expuesto a criterios sociales, mientras que las industrias de servicios y tecnología tienen una exposición más diversa a todos los factores. Por lo tanto, sirve de evidencia para afirmar que, si se quiere comprender adecuadamente la relevancia de los factores ASG en la evaluación de una empresa, es necesario tener en cuenta el contexto específico en el que opera.

Tabla 2: Ejemplo de la importancia de los criterios ASG en diferentes sectores de actividad

	MEDIOAMBIENTE		
	Gas de efecto invernadero	Gestión del combustible	Impacto en la biodiversidad
Salud			
Financiero			
Transporte			
Servicios			
	CAPITAL SOCIAL Y HUMANO		
	Derechos humanos	Prácticas laborales justas	Diversidad e inclusión
Salud			
Financiero			
Transporte			
Servicios			
	GOBERNANZA Y LIDERAZGO		
	Ética en los negocios	Gestión de la cadena de suministros	Fuente de procedencia de los materiales
Salud			
Financiero			
Transporte			
Servicios			
	Existe una probabilidad mayor al 50% de que el tema tenga un peso significativo en las industrias del sector.		
	Existe una probabilidad menor al 50% de que el tema tenga un peso significativo en las industrias del sector.		
	El tema no tiene probabilidades de tener un peso significativo en ninguna de las industrias del sector.		

FUENTE: elaboración propia a partir de datos del Sustainability Accounting Standards Board (SASB)

6.4 INCREMENTO DE LOS REQUISITOS EN TORNO A LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA

La UE, especialmente en los últimos años, ha reforzado las exigencias en torno a la información no financiera publicada por las empresas. En concreto en España, la entrada en vigor de la ley de Información No Financiera y Diversidad, mencionada anteriormente en el apartado 4.1 **NORMATIVA VIGENTE EN ESPAÑA**, ha incluido nuevos requisitos para las entidades. La ley, entre otros, obliga a informar sobre contenidos específicos, contar con un verificador independiente y responsabilizar directamente a los administradores sobre la información publicada (Price Waterhouse Coopers [PwC], 2021). Esto ha supuesto un desafío para muchas compañías, especialmente para las menos acostumbradas a este tipo de reporte.

El resto de normativa que los reguladores y las autoridades han ido implementando es también cada vez más estricta y exige a las empresas publicar información detallada sobre sus prácticas sostenibles. Para aprovechar las nuevas oportunidades y cumplir con las nuevas exigencias normativas, muchas empresas han tenido que incluir “esquemas de reporte no financiero integrados en sus modelos de negocio, recursos adecuados como personal capacitado y herramientas digitales para el tratamiento y

consolidación de los datos, y guías que ayuden a sistematizar el proceso de reporte” (PwC, 2021). En resumen, al incluir la sostenibilidad como un factor relevante, surgen nuevos agentes (Alonso & Marqués, 2019). Estos ofrecen una amplia gama de servicios de verificación, desde simples opiniones adicionales hasta certificaciones o evaluaciones realizadas por agentes externos (Ver anexo 2).

Todo ello, ha supuesto y sigue suponiendo un desafío para las empresas, sobre todo para las PYMES. Para poder reunir y reportar información no financiera comprensible y útil se necesitan recursos significativos y un cambio en la forma en que las organizaciones gestionan, comunican y miden sus prácticas sostenibles (Jonsdottir et al, 2022).

Por otro lado, para los inversores este cambio también supone un reto. Cada vez tienen más información no financiera a su alcance, y tienen que ser capaces de procesar, entender y analizar los datos para poder tomar decisiones informadas y comparar entre distintas alternativas de inversión (Duuren et al, 2016). En otras palabras, un correcto entendimiento de las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo es clave ya que estas influyen en los riesgos y oportunidades futuras de la empresa y en la reputación y relación con los accionistas. Otro obstáculo añadido, como bien se ha mencionado, es la falta de estándares de reporting homogéneos, que hace que esta tarea se complique aún más para los *stakeholders* y la comparabilidad de los datos entre empresas y sectores sea poco precisa (Ballesteros et al, 2021).

6.5 AUSENCIA DE DIGITALIZACIÓN Y VERIFICACIÓN

La información presentada en los informes no financieros, según el estudio realizado por Fernández-Rosillo et al (2023) para el Banco de España, todavía no está completamente digitalizada, lo que significa que no se encuentra en un formato fácilmente accesible y procesable por medios electrónicos. En lugar de eso, esta información se presenta en una variedad de formatos, como gráficos, tablas y otros, lo cual dificulta su localización y análisis eficiente.

Al no contar con un formato uniforme y estructurado, se requiere un mayor esfuerzo y tiempo para recopilar y organizar la información Y además dificulta el seguimiento de la información a lo largo del tiempo. Sin embargo, cabe mencionar, que la próxima Directiva sobre informes de sostenibilidad prevé la digitalización y normalización de los informes ASG.

Por otro lado, aunque se han realizado algunos avances en la verificación de la información ASG, todavía no existe una supervisión técnica rigurosa de la información presentada. Esto significa que no existe una entidad o autoridad que lleve a cabo una revisión exhaustiva y precisa de los datos proporcionados por las empresas de manera periódica y obligatoria para todas (Fernández-Rosillo et al, 2023). Además, aunque la

información presentada pueda verificarse, la verificación debería intensificarse mediante la introducción de medidas objetivas que garanticen la calidad y la veracidad de los datos presentados, es decir, que por ejemplo las emisiones de las que informa una empresa están correctamente calculadas y son reales.

7. PRÓXIMOS PASOS

En el año 2020, como mencionado en el punto 5.1.1, por primera vez en España la inversión con criterios ASG superó a la inversión tradicional. Desde entonces, esta tendencia ha continuado en ascenso y se espera que se mantenga así en el futuro cercano (Spainsif, 2021).

En este apartado, se exploran las acciones y avances esperados en el ámbito de la ISR e inversión ASG. En primer lugar, se examinan las futuras regulaciones y cambios en las normativas, junto con las implicaciones que estas suponen para los actores del mercado. El segundo subapartado, explora las demandas crecientes de los inversores y consumidores, y se analizan los cambios en las expectativas de la sociedad que están impulsando la adopción de prácticas de inversión responsable por parte de las compañías.

7.1 FUTURAS REGULACIONES

En cuanto a regulación se refiere y con el fin de abordar el problema de la falta de homogeneidad de los indicadores y métricas previamente mencionados, se prevé que se resuelva en mayor parte con la actual Directiva de Reporte de Sostenibilidad Corporativa (CSRD, por sus siglas en inglés) ¹⁶ y el aún borrador de los Estándares de Reporte en Sostenibilidad de la UE (ESRS, por sus siglas en inglés).

La CSRD entró en vigor el pasado 5 de enero de 2023 con el objetivo de fortalecer las regulaciones relacionadas con la divulgación de información social y medioambiental por parte de las empresas, y se espera que los primeros informes se publiquen en 2024. A partir de ahora, todas las empresas que coticen en mercados regulados por la UE (excepto microempresas), grandes empresas europeas o filiales de empresas no pertenecientes a la UE que operen en su territorio, las empresas de seguros y las entidades de crédito, estarán obligadas a informar sobre sostenibilidad, lo que supone un total de aproximadamente cincuenta mil empresas (Comisión Europea, s.f.).

Es destacable que esta directiva supone un progreso significativo en comparación con los antiguos y menos exigentes requisitos de los informes de sostenibilidad. Entre las principales novedades mencionadas por Puig-Serra (2023) se encuentran:

- Aumento de la información. Las empresas, entre otras cosas, deberán publicar sus objetivos de sostenibilidad, incluyendo los relacionados a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero para 2030 y 2050, y describir los avances relevantes. También será necesario que informen acerca de los riesgos reales o potenciales relacionados tanto con la actividad de la empresa como

¹⁶ Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.

con su cadena de valor y las acciones que han tomado para prevenir o poner fin a dichos riesgos. Asimismo, deberán proporcionar información relevante acerca de la experiencia y habilidades de los órganos de gobierno en la gestión y supervisión de aspectos relacionados con la sostenibilidad.

- Verificación y digitalización de la información. Se ha establecido la obligación en toda la UE de llevar a cabo un proceso de verificación “limitado” de la información relacionada con la sostenibilidad, con la meta de alcanzar una verificación “razonable” a largo plazo para el año 2028. Dicha certificación tendrá que realizarla un auditor o certificador independiente y acreditado, garantizando que la información cumple con los estándares de la UE. Adicionalmente, se incluye por primera vez la obligatoriedad de que las empresas presenten el informe en formato electrónico XHTML, ya que anteriormente estas tenían flexibilidad en cuanto al formato, lo cual complicaba la accesibilidad de los datos.

A su vez, la CSRD también representa una oportunidad para que las empresas mejoren su desempeño en términos de ASG, fortalezcan su relación con los grupos de interés y creen valor a largo plazo. Aplanet (2023), *startup* que desarrolla tecnología para la gestión sostenible de las empresas, ha identificado diversos beneficios que la directiva proporciona a las entidades entre los que se encuentran una mejora en la imagen de marca, al demostrar compromiso con el planeta y la RSC y acceso a una mayor financiación, al atraer a inversores interesados en la sostenibilidad. Por último, se podría decir que puesto que se armoniza la información que deben facilitar, los costes de información para las empresas disminuirán en el medio-largo plazo.

Las empresas sujetas al CSRD tendrán que reportar de acuerdo con las normas ESRS que están siendo elaboradas por el Grupo Asesor Europeo de Información Financiera (EFRAG, por sus siglas en inglés)¹⁷ (Comisión Europea, s.f.). Estos nuevos criterios lo que buscan es conseguir la estandarización de los informes no financieros (Aplanet, 2023), ya que es uno de los puntos que más controversia está creando en las finanzas sostenibles y que tan criticado es por multitud de autores e instituciones.

Los ESRS pretenden terminar con la forma actual de reportar siguiendo marcos de referencia como GRI, ODS o el Pacto Mundial de las Naciones Unidas. Por el contrario, los nuevos estándares se dividirán en 12 documentos que cubren diferentes ámbitos: 2 aspectos generales, 5 ambientales, 4 sociales y 1 de gobernanza. Adicionalmente, incluyen métricas específicas para evaluar y cuantificar los aspectos materiales relevantes en cada industria (Aplanet, 2023).

¹⁷ Asociación privada encargada de asesorar a la Comisión Europea en la elaboración de Normas de Reporting de Sostenibilidad y en el desarrollo de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

De acuerdo a la información publicada por Aplanet (2023) en su informe *Estándares de Reporte en Sostenibilidad de la UE y cómo aplicarlos*, “ los principales componentes que trae la CSRD y los ESRS incluye (...) el concepto de debida diligencia en sostenibilidad (...) que está estrechamente relacionado con la próxima Directiva de Debida Diligencia en Sostenibilidad Corporativa (CS3D) que tiene como objetivo fomentar el comportamiento corporativo sostenible y responsable en las cadenas de valor globales”.

Por último, de acuerdo con el artículo de Paluzie (2020), podemos afirmar que en el futuro cercano probablemente se modifiquen las normas que rigen el mercado de valores, entidades de inversión, asesoramiento financiero y entidades bancarias con el propósito de introducir de forma más específica y obligatoria los criterios ASG.

7.2 IMPACTO DE LA SOCIEDAD EN LA EVOLUCIÓN DE LA ISR

En la actualidad, la humanidad está consumiendo recursos a un ritmo que excede la capacidad de regeneración de nuestro planeta (Ver anexo 3). Como resultado, hay una falta de recursos naturales disponibles y las amenazas al medio ambiente se han vuelto más serias debido al daño causado a los ecosistemas.

Esta cruda realidad ha llevado a que los riesgos para la naturaleza sean cada vez más relevantes también en el mundo de la inversión. Las amenazas relacionadas con el clima son un reflejo de los problemas como la creciente demanda de productos de una población mundial cada vez mayor, con mayor poder adquisitivo y necesidades, y los recursos limitados del planeta (Howard, 2022).

Frente a esta situación, los inversores se decantan cada vez más por empresas que consideran y gestionan de manera adecuada los riesgos y oportunidades relacionados con el capital natural y la biodiversidad (Howard, 2022), ya que entienden que estarán mejor posicionadas para enfrentar los desafíos futuros y generar resultados sostenibles a largo plazo.

Por otro lado, las buenas prácticas sociales de las empresas se perciben cada vez más como una obligación moral y que a la vez que tiene un impacto financiero positivo en las compañías (Tai y Chuang, 2014). Como bien explican Benlemlih y Bitar (2018), la insuficiente cobertura de la seguridad social, el empleo precario, el agotamiento del capital humano debido al rápido cambio tecnológico, el desempleo juvenil y de larga duración, la mayor inestabilidad familiar y la mono parentalidad, y la difícil conciliación de la vida laboral y familiar (especialmente para las madres trabajadoras), han creado nuevas tensiones y han puesto a las empresas en el foco del problema.

La revista Marketing Insider Review, en su artículo “9 marcas que realizan con éxito la RSC a nivel mundial”, refleja como las nuevas generaciones, sobre todo los *millennials*

y la Generación Z, tienen una mentalidad distinta en comparación con las generaciones más antiguas en lo que respecta a este tema. Estas generaciones creen que las empresas deben invertir en mejorar la sociedad y condiciones laborales de sus empleados y buscar soluciones que contribuyan a dicho propósito.

Además, como tienen acceso a multitud de información y están altamente conectados a través de las redes sociales, pueden reconocer fácilmente las acciones de las empresas y compartir sus opiniones sobre ellas. Como resultado, esperan que las empresas asuman responsabilidad y contribuyan activamente a abordar los problemas sociales y ambientales. Por ende, es esencial para empresas y negocios de todos los sectores comunicar tanto sus esfuerzos como sus resultados con el fin de captar la atención de los *millennials*, ya que estos esfuerzos influirán en las decisiones que tomen como consumidores (sobre todo en su fidelización y lealtad con la marca) e inversores.

8. CONCLUSIONES

Como bien se expone a lo largo del trabajo, el concepto de ISR sigue en constante evolución para adaptarse a las nuevas tendencias sociales y los nuevos enfoques de las empresas. Es obvio que el factor financiero es fundamental ya que es lo que nos impulsa a tomar decisiones sobre cómo y dónde invertir nuestro dinero. Sin embargo, ambas partes (empresas e individuos) ahora consideran las inversiones como un proceso que integra y tiene en cuenta la salud y la estabilidad a largo plazo de la economía, la sociedad y el medio ambiente. Aunque la ISR se originó en el ámbito medioambiental, ahora también incluye aspectos sociales y de gobernanza corporativa.

Con el propósito de ofrecer activos más atractivos en el ámbito de la sostenibilidad financiera, la gran mayoría de empresas e instituciones han apostado por integrar los criterios ASG en sus estrategias y decisiones. Debido principalmente a la entrada en vigor de regulaciones que promueven la inclusión de estos factores, la estrategia de integración ASG en España no ha parado de crecer y ser la más empleada desde los años 2020-2021. Aunque en el pasado se empleaba la exclusión como estrategia principal, ahora se considera simplista y limitada y se emplea como una estrategia complementaria al resto.

A pesar de los avances en este tipo de inversiones, existen desafíos que dificultan su consolidación. La ambigüedad que presentan los criterios actuales para determinar qué es considerado como sostenible y qué no, junto con la falta de métricas comunes de reporting y medición de impactos ASG, pueden considerarse como los mayores obstáculos a superar en el futuro cercano. Esto limita la capacidad de los inversores para seleccionar y comparar inversiones sostenibles, comprender su impacto real y confiar en que la información proporcionada es transparente y veraz.

Se espera que la implementación de la CSRD y los ESRS resuelvan la falta de homogeneidad en los indicadores y métricas, marcando un paso importante hacia un marco común para la divulgación de información social y medioambiental por parte de las empresas. Junto con esto, es evidente destacar el impacto que la sociedad ha tenido y sigue teniendo en la evolución de la ISR. Las nuevas generaciones son más propensas a apostar por empresas o sectores que gestionan adecuadamente los riesgos relacionados con el capital natural y/o la biodiversidad y que buscan soluciones para mejorar la calidad de vida y las condiciones laborales tanto de sus empleados como del resto de participantes de su cadena de valor. Los grupos de interés, que son cada vez más exigentes, entienden y consideran que son estas las empresas que mejor posicionadas se encuentran para hacer frente a los desafíos futuros.

Existen diversas formas de ampliar y mejorar la investigación realizada en el campo de la inversión responsable. Estas son algunas de las posibles líneas de desarrollo futuro que se podrían incluir en este trabajo:

Profundizar en las ventajas y desventajas de cada estrategia de ISR y explorar las limitaciones de la estrategia de exclusión de manera más específica. Esto ofrecería una evaluación crítica cuanto de efectivo es cada enfoque y al mismo tiempo ayudaría a entender cómo han evolucionado las estrategias en los últimos años.

Realizar una comparación entre mercados financieros europeos y no europeos para evaluar el grado de avance e integración de los criterios ASG. Esto permitiría identificar las diferencias en la aplicación de prácticas de inversión responsable, así como las oportunidades y desafíos específicos a las que se enfrenta cada mercado. También sería interesante analizar el progreso de los distintos países de la UE para identificar las mejores prácticas y que se puede aprender de cada país, así como las barreras o desafíos específicos que deben abordarse en cada caso.

Analizar el impacto de la pandemia de COVID-19. Sería relevante examinar cómo las empresas con una sólida gestión de riesgos y una estrategia fuerte centrada en factores ASG han logrado una mayor resiliencia durante la crisis. Además, se podría investigar acerca de cómo la pandemia ha acelerado la adopción de prácticas de inversión responsable.

Por último, se podrían analizar los Estados de Información No Financiera (EINF) de empresas del Ibex 35 para entender cómo estas informan sobre su desempeño ASG en sus EINF. Además, se podrían identificar las mejores prácticas y las áreas de mejora en la aplicación de dichos criterios.

9. REFERENCIAS

- Abhayawansa, S., & Tyagi, S. (2021). *Sustainable investing: The black box of environmental, social and governance (ESG) ratings*. *Journal of Wealth Management*. Advance online publication.
- Abnett, H. (2022). *UE medio ambiente: greenwashing*. Recuperado 5 de mayo de 2023, de EuroNews: <https://es.euronews.com/2023/01/13/ue-medio-ambiente-greenwashing>
- Afi & Allianz Global Investors. (2019). *Sostenibilidad y Gestión de Activos. Guía Práctica*, Afi & Allianz Global Investors.
- Alonso, A., & Marqués, J. M. (2019). *Innovación financiera para una economía sostenible*. Banco de España, Madrid.
- Amaeshi, K., & Grayson, D. (2009). *The challenges of mainstreaming environmental, social and governance (ESG) issues in investment decisions. A Mini-survey of Practitioners' Reports*. Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download>.
- Aplanet.org. (2023). *Noticias e informes de sostenibilidad: la UE llega a un acuerdo sobre el CSRD*. Recuperado el 5 de junio de 2023, de <https://aplanet.org/es/recursos/noticias-informes-de-sostenibilidad-la-ue-llega-a-un-acuerdo-sobre-el-csrd/>
- Ballesteros García, C., Díaz-Noriega, S., Elola, J. M., & Ramos García, D. (2021). *Principios ESG y cadena de valor: del reporting al impacto social*. USAR PARA RETOS Y OPORTUNIDADES Y PARA CADENA DE VALOR
- Blasco, J. L., & Delrieu, J. C. (Dirs.). (2021). *El rol de las finanzas en una economía sostenible*. *Papeles de la Fundación*, (60). Fundación de Estudios Financieros.
- Bourghelle, D., Jemel, H., & Louche, C. (2009). *The integration of ESG information into investment processes: toward an emerging collective belief?*.
- BSR. (s.f.). *Overview of Corporate Social Responsibility: Sustainable Business Network and Consultancy*. Recuperado el 10 de marzo de 2023, de: <https://www.bsr.org/en/topics/sustainability-reporting>
- Cánal Fernández, V., & Gómez Martín, M. (2020). *¿Se puede especular con conciencia? La evolución histórica de la inversión socialmente responsable*. *Recta*.
- Castelló, I. (2023). *Los retos de comunicar el ESG: 'greenwashing' y 'woke capitalism'*. *Harvard Deusto Business Review*, 31-36.
- Castelló, I., & López-Berzosa, D. (2021). *Affects in Online Stakeholder Engagement: A Dissensus Perspective*. *Business Ethics Quarterly*, 33(1).
- Castro, A. M., Santiesteban, J. F., & Citalán, R. E. M. (2019). *Invertir en empresas con criterios ASG no significa renunciar a la rentabilidad*. *Un Espacio Para la Ciencia*, 2(1), 103-130.
- Cruz, C. A., & Matos, F. (2023). *ESG maturity: A software framework for the challenges of ESG data in investment*. *Sustainability*, 15(3), 2610.
- Dai, T., & Tang, C. (2022). *Frontiers in Service Science: Integrating ESG Measures and Supply Chain Management: Research Opportunities in the Postpandemic Era*. *Service Science*, 14(1), 1-12.

Natalia Franks: Hacia una Inversión Sostenible: Evolución, Integración y Desafíos

- Deutsche Bank Research. (2021). *Q&A series: What are exclusionary trends in sustainability?* Recuperado el 16 de marzo de 2023, de https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000518186/Q%26A_series%3A_What_are_exclusionary_trends_in_sustai.pdf?undefined&reload=nlqNXLu1~deJqwI49OrgHNITBHi7CpmTo/nXwcmTH69ms/wYA2IRxx2fHz0bSiZG
- Donovan, W. (30 de abril de 2022). *The Origins of Socially Responsible Investing. The Balance.* Recuperado el 21 de febrero de 2023, de <https://www.thebalancemoney.com/>
- Eccles, R. G., & Strohle, J. C. (2018). *Exploring social origins in the construction of ESG measures.* Available at SSRN 3212685.
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). (s.f.). *Facts.* Recuperado el 5 de junio de 2023, de <https://www.efrag.org/About/Facts>
- European Commission. (s.f.). *Corporate Sustainability Reporting.* Recuperado de https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en
- European Commission. (s.f.). *EU Taxonomy for Sustainable Activities.* Recuperado de https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
- Evans, A. M. V. (2011). *Un recorrido hacia la responsabilidad social corporativa.* *Revista Ciencias Estratégicas*, 19(25), 55-74.
- Fatica, S., & Panzica, R. (2021). *Green bonds as a tool against climate change?* *Business Strategy and the Environment*, 30(5), 2688-2701.
- Fernández-Izquierdo, M. A., Muñoz-Torres, M. J., Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J. M., & Ferrero-Ferrero, I. (2018). *Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable.*
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). (2018). *Global Sustainable Investment Review 2018.* Recuperado de https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020.* Recuperado de <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- González Martínez, C. I. (2021). *Panorámica de iniciativas institucionales globales y europeas en finanzas sostenibles.* *Boletín económico/Banco de España*, (3).
- Howard, J. (2022). *Perspectivas de inversión sostenible 2023: 5 tendencias que vigilar.* Recuperado el 26 de mayo de 2023 de <https://www.schroders.com/es/es/inversores-particulares/visi%C3%B3n-de-mercado/perspectivas-de-inversion-sostenible-2023-5-tendencias-que-vigilar/>
- Inderst, G., & Stewart, F. (2018). *Incorporating environmental, social and governance (ESG) factors into fixed income investment.* World Bank Group publication.
- Iniciativa de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (UNPRI). (s.f.). *Acerca de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas* Recuperado el 3 de mayo de 2023, de <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

Natalia Franks: Hacia una Inversión Sostenible: Evolución, Integración y Desafíos

- Jonsdottir, B., Sigurjonsson, T. O., Johannsdottir, L., & Wendt, S. (2022). *Barriers to using ESG data for investment decisions*. *Sustainability*, 14(9), 5157.
- Khan, M. N., Serafeim, G., & Yoon, A. (2015). *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*. *Harvard Business School Working Paper*, No. 15-073.
- Konja, J. V. F., & Flores, A. E. R. (2008). *El gobierno corporativo: un enfoque moderno*. *Quipukamayoc*, 15(29), 7-22.
- Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L., & Davídsdóttir, B. (2019). *A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility*. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1.
- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2021). *ESG disclosure in an emerging market: an empirical analysis of the influence of board characteristics and ownership structure*. *Sustainability*, 13(19), 10498.
- Littig, B., & Griessler, E. (2005). *Social sustainability: A catchword between political pragmatism and social theory*. *International Journal of Sustainable Development*, 8, 65–79.
- Lobe, S., & Erturk, I. (2017). *The Making of Shareholder Value: Critical Research in Accounting*.
- Martini, A. (2021). *Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union*. *Environment, Development and Sustainability*, 23, 16874–16890.
- Morgan Stanley Investment Management. (19 de diciembre de 2019). *Push and Pull Factors Drive the Evolution of Sustainable Investing in Private Markets*. Recuperado el día 7 de marzo de 2023, de <https://www.morganstanley.com/im/en-us/individual-investor/insights/articles/push-and-pull-factors-drive-the-evolution-of-sustainable-investing-in-private-markets.html>
- MSCI. (s.f.). *Thematic Investing*. Recuperado de <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/thematic-investing>
- OCDE (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*, Éditions OCDE, Paris. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>
- Oleaga, M., Lorenz, U., & Rodríguez, A. (2020). *Los ODS: clave para la recuperación de la covid-19*. *Cuadernos Orkestra*, 75.
- Ossaba, A. (2021). *Engagement: una estrategia de inversión sostenible en auge*. Recuperado 10 de marzo de 2023, de *Bancolombia*: <https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/engagement-estrategia-inversion>
- Paluzie, A. P. (2020). *Origen, desarrollo y futuro de las inversiones socialmente responsables (ISR)*. *Revista Española de Capital Riesgo*, (2).
- Plastun, A., Makarenko, I., Yelnikova, Y., & Makarenko, S. (2019). *Environmental, social and governance investment standardization: moving towards sustainable economy*. *Environmental Economics*, 10(1), 12-22.
- Principles for Responsible Investment (PRI). (2016). *Downloads*. Recuperado de <https://www.unpri.org/download?ac=11010>

Natalia Franks: Hacia una Inversión Sostenible: Evolución, Integración y Desafíos

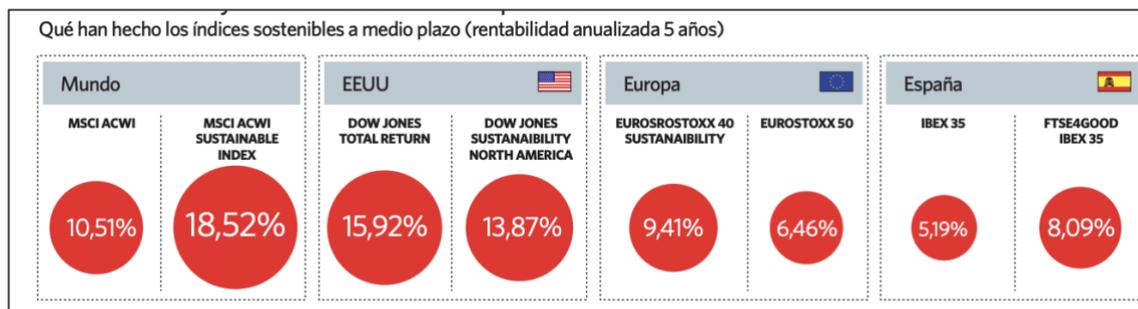
- Puig-Serra, J. (2023). *La nueva directiva europea CSRD cambia las reglas del juego*. Recuperado el 26 de mayo de 2023, de <https://www.grantthornton.es/perspectivas/tendencias/la-nueva-directiva-europea-csrd-cambia-las-reglas-del-juego/>
- PwC. (2021). *Informe Reporting ESG*. Recuperado de <https://www.pwc.es/es/esg/informe-reporting-esg.pdf>
- Redondo Alamillos, R., & de Mariz, F. (2022). *How Can European Regulation on ESG Impact Business Globally?*. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(7), 291.
- Revista Marketing Insider Review. (s.f.). *9 marcas que realizan con éxito la RSC*. Recuperado el 4 de junio de 2023, de <https://www.marketinginsiderreview.com/9-marcas-que-realizan-con-exito-la-rsc/>
- Rodríguez, L. (2007). *Protocolo de Kyoto: Debate sobre ambiente y desarrollo en las discusiones sobre Cambio Climático*. *Gestión y Ambiente*, 10(2), 119-128.
- Rodríguez, M. A., Sánchez, P., & Ricart, J. E. (2002). *Inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas*, La (No. D/464). IESE Business School.
- Schramade, W. (2016). *Integrating ESG into valuation models and investment decisions: the value-driver adjustment approach*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(2), 95-111.
- Spainsif. (2021). *Estudio Anual*. Recuperado de <https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/10/Presentacion-estudio-anual-.pdf>
- Spainsif. (2018). *Comprobado: La inversión responsable es rentable a largo plazo*. Recuperado de <https://www.spainsif.es/comprobado-la-inversion-responsable-es-rentable-a-largo-plazo/>
- Tai, F. M., & Chuang, S. H. (2014). *Corporate social responsibility*. *iBusiness*, 6(03), 117.
- The Global Impact Investing Network (GIIN). (s.f.). *Impact Investing*. Recuperado de <https://thegiin.org/impact-investing/>
- Ulrich, E. (2016). *Entendiendo las inversiones según criterios ESG*. *Revista educación, sostenibilidad*, 101.
- United Nations. (s.f.). *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Recuperado de <https://www.un.org/sustainabledevelopment>
- Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2016). *ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented*. *Journal of Business Ethics*, 138, 525-533.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). *Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing*. *Business Research*, 8, 61-98.
- Weiland, S., Hickmann, T., Lederer, M., Marquardt, J., & Schwindenhammer, S. (2021). *The 2030 agenda for sustainable development: transformative change through the sustainable development goals?*. *Politics and Governance*, 9(1), 90-95.
- Williams, Z. (2022). *The Materiality Challenge of ESG Ratings*. *Economics and Culture*, 19(2), 97-108.

Zandbergen-Albers, M. (23 de mayo de 2019). *Inversión sostenible: ¿cómo evitar el "greenwashing"?* Recuperado el día 5 de mayo de 2023, de ROBECO: <https://www.robeco.com/es/vision-del-mercado/2019/05/inversion-sosteniblecomo-evitar-el-greenwashing.html>

Zheng, J., Khurram, M. U., & Chen, L. (2022). *Can green innovation affect ESG ratings and financial performance? Evidence from Chinese GEM listed companies*. *Sustainability*, 14(14), 8677

10. ANEXOS

10.1 ANEXO 1: Compatibilidad entre lo sostenible y la rentabilidad



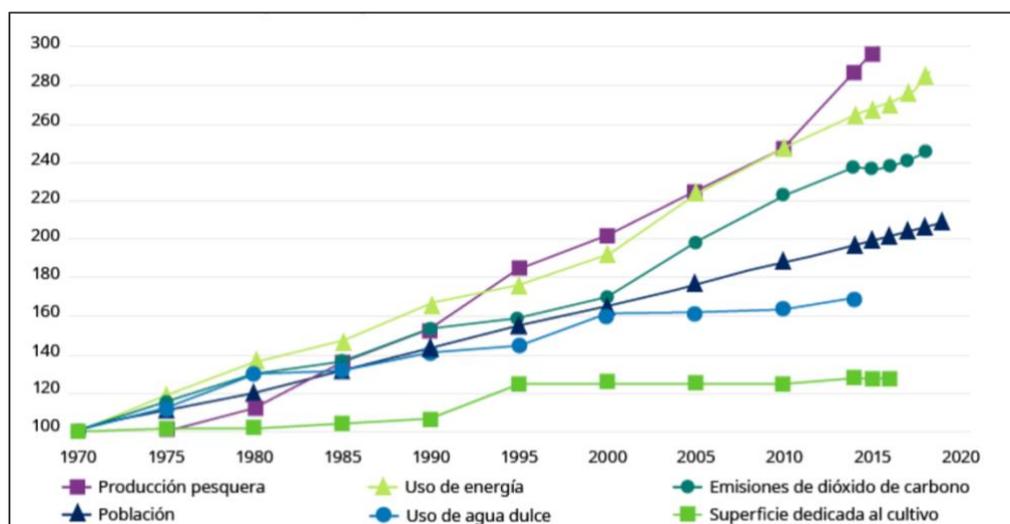
FUENTE: Eurosif, encuesta a inversores institucionales de Schrodery Bloomberg, 2019

10.2 ANEXO 2: Servicios de verificación y sus proveedores

Tipos de servicio	Descripción	Ejemplos de proveedores
Segunda Opinión (<i>Second Party Opinion, SPO</i>)	Normalmente implica una valoración sobre la adecuación de un <i>framework</i> con principios o estándares externos. Se tienen en cuenta la política estratégica de la empresa, los objetivos y los procesos relacionados con los proyectos que se van a financiar (<i>use of proceeds</i>).	Vigeo-Eiris, Sustainalytics, ISS-oekom, Imug, CICERO, Robecco, MSCI, Dow Jones.
Verificación externa	Suele ir algo más al detalle, revisando el cumplimiento de estándares internos y externos (p. ej., una certificación oficial), y la sostenibilidad de los activos que se van a financiar. En ocasiones incluye un seguimiento del uso de los fondos y de la calidad del <i>reporting</i> .	Deloitte, KPMG, PwC, EY.
Rating	Pueden valorar la adecuación del <i>framework</i> del emisor a determinados criterios recogidos en una metodología de <i>scoring</i> propia. El resultado es independiente del <i>rating</i> tradicional.	Moody's, S&P, Fitch, Beyond Ratings.
Certificación	Compromiso con unos principios oficiales o estándares generales que han sido determinados por una tercera parte independiente. Normalmente suele verificarse externamente.	ISO, ICMA, DNV-GL, Bureau Veritas, TÜV, CBI.

FUENTE: Banco de España, 2019

10.3 ANEXO 3: Impacto de los humanos en el medioambiente desde los años 70



FUENTE: Schrodery, 2022