

# VARIANZA



En la última década, el interés por incorporar factores no estrictamente financieros en las decisiones de inversión no ha parado de crecer. No solo los inversores institucionales han pedido un cambio, también los reguladores, los inversores minoritarios y diferentes grupos de la sociedad se interesan cada vez más por la sostenibilidad. Se ha pasado de un modelo en el que una compañía respondía sólo a los inversores, a una exigencia de mayor transparencia y prácticas más responsables por parte de consumidores, proveedores, ONGs, etc.

responsable es una estrategia y unos procesos para incorporar factores Ambientales (A), Sociales (S) y de Gobierno Corporativo (G) en las decisiones de inversión y un ejercicio activo de los derechos de los accionistas.<sup>1</sup> En la definición en inglés se utilizan los términos *Environmental* (E), *Social* (S), y *Governance* (G), o más habitualmente su acrónimo ESG, para hacer referencia a la ISR.

Por lo tanto, la ISR tiene en cuenta factores ASG (o ESG en inglés) durante el proceso de inversión y estos tienen influencia en la toma de decisiones. Cuando hablamos de tener en cuenta factores ASG significa analizar cómo afectan estos factores a una compañía y/o una cartera, especialmente en el medio y largo plazo.

1. El factor Ambiental (A) se refiere a decisiones que tienen en cuenta el cambio climático, la utilización de recursos en los procesos productivos e impacto sobre la biodiversidad.
2. El factor Social (S) se refiere a las consecuencias sobre los grupos con

## ¿Qué es la Inversión Socialmente Responsable?

La Inversión Socialmente Responsable sigue evolucionando. De hecho, últimamente se utiliza más el término Inversión Sostenible y Responsable (ISR). Hoy en día, todavía hay algunas ambigüedades en la definición de ISR, pero creemos que la de *Principles for Responsible Investment* (PRI) de Naciones Unidas es una buena guía: “la inversión

<sup>1</sup> <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>

# VARIANZA



los que se relaciona la compañía: empleados, consumidores, etc.

3. El factor Gobierno Corporativo (G) se refiere a la forma, procesos y control para la toma de decisiones dentro de una corporación. A veces parece que la G queda olvidada cuando hablamos de ISR, pero tiene muchísima importancia.

Algunos de los escándalos de grandes compañías se deben a malas prácticas de gobierno corporativo y la conducta de los equipos directivos, como en el caso de Volkswagen con la medición de las emisiones diésel o en 2018 el uso inapropiado de datos de usuarios por parte de Facebook<sup>2</sup>.

Mostramos a continuación un gráfico con algunos ejemplos de factores ASG que pueden tenerse en cuenta para tomar decisiones de inversión:



## Ambientales

- Huella de carbono
- Gestión de residuos
- Utilización de agua
- Impacto de la biosfera
- Eficiencia energética



## Sociales

- Derechos humanos
- Seguridad
- Diversidad
- Condiciones laborales
- Cadena de suministro



## Gobierno Corporativo

- Ética
- Composición consejo
- Transparencia
- Corrupción
- Políticas de retribución

<sup>2</sup> <https://www.cnbc.com/2022/08/27/facebook-parent-settles-suit-in-cambridge-analytica-scandal.html>

# VARIANZA

---

---

## ¿Qué objetivo tiene la ISR?

---

El objetivo de la ISR es canalizar la inversión a clases de activos que tengan un impacto positivo respecto a factores ASG en el largo plazo. Es entender y cuantificar riesgos o impactos negativos para la compañía en el corto, medio y largo plazo.

Por ejemplo: industrias con elevadas emisiones de CO2 tienen mayores costes operativos que otras compañías porque tienen que comprar derechos de emisión si sobrepasan un determinado nivel permitido. En caso de que una compañía pudiera cambiar el sistema productivo para emitir menos CO2, se tiene que estimar cuánto cuesta esa inversión y qué implicaciones tiene para la compañía. Así, si tiene que realizar grandes inversiones para emitir menos CO2, el inversor probablemente estará dispuesto a asignar una valoración más baja frente a otra compañía que hoy emite menos.

También se busca entender y cuantificar oportunidades o impactos positivos. Por ejemplo, un mayor número de compañías que operan en el sector de la electrificación se beneficiarán en los próximos años ya que se necesita invertir para crear redes y sistemas que canalicen la energía de fuentes renovables. En España, por ejemplo, se ha

aprobado un paquete en el que el sector público aportará 6.900 millones de euros para energías renovables y almacenamiento. Este es un ejemplo de cómo un factor Ambiental (cambio en el mix de energía), ofrece una oportunidad.

---

## Factores clave

---

Pensamos que es importante entender los diferentes matices dentro del sentido amplio que se puede dar a la ISR, para tener claro cuáles son las diferencias entre las diferentes aproximaciones de inversión. Estas aproximaciones vienen determinadas por dos factores: a) el tipo de objetivo socialmente responsable, y b) el retorno sobre la inversión:

1. **La filantropía** existe desde hace mucho tiempo. Fundaciones o iniciativas privadas canalizan fondos para ayudar a causas concretas. Sin embargo, la filantropía no busca explícitamente un retorno sobre la inversión y por lo tanto es diferente de la ISR.
2. **La Inversión Social y de Impacto** da más importancia a objetivos concretos en el ámbito social y/o ambiental. Por ejemplo, mejorar las oportunidades de las mujeres en países del tercer mundo, garantizar el acceso a agua potable, invertir en tecnologías emergentes que contribuyan a reducir residuos o emisiones de CO2.

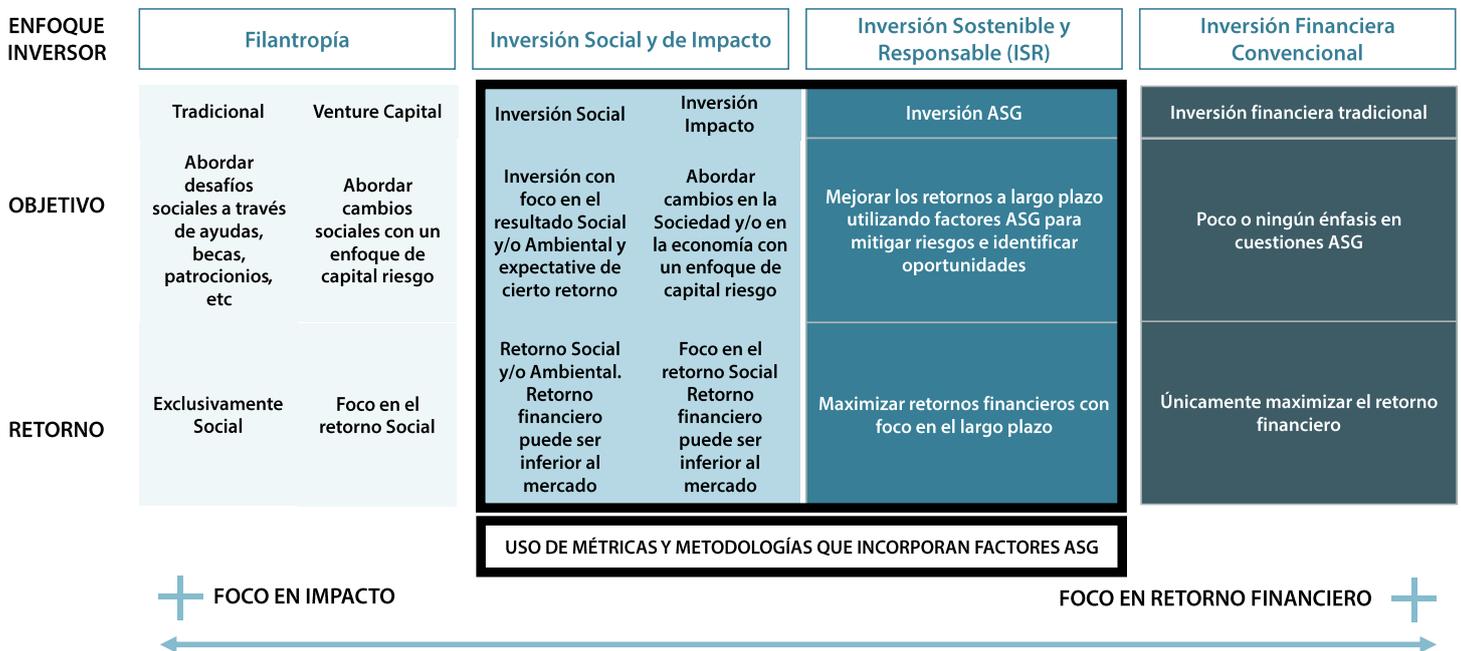
# VARIANZA

Para ello, se utilizan métricas para medir el impacto e invertir en función de factores ASG específicos. El principal objetivo no es conseguir una rentabilidad similar al mercado. En general, se suele sacrificar algo de rentabilidad en favor de conseguir un impacto.

3. **La Inversión Sostenible y Responsable** incorpora en el proceso de toma de decisiones factores ASG para identificar oportunidades, mitigar riesgos y favorecer inversiones sostenibles.

Dentro de este bloque existen diferentes estrategias de inversión que se explican más adelante.

4. **Inversión financiera convencional:** en general no se analizan ni se tienen en cuenta factores ASG. Aunque se incluyan en el análisis, no afectan a la toma de decisiones de inversión. El objetivo es únicamente el retorno financiero.



## Tipologías de estrategias dentro de la ISR

Dentro de la ISR se pueden adoptar diferentes estrategias que repasamos porque son útiles para entender en qué se diferencian los distintos fondos u otros vehículos de inversión que incorporan la ISR.

1. **Integración ASG:** integrar de manera sistemática y explícita factores ASG en el análisis financiero tradicional. Por ejemplo, analizar factores tales como la posible necesidad de una empresa por incorporar un nuevo sistema de captura de carbono para conseguir reducir emisiones. Ello supondría aumentar el gasto en las inversiones de capital en los próximos años y, por tanto, una mayor necesidad de capital.
2. **Best-in-Class:** se seleccionan sólo compañías que están por encima de un nivel o barrera. Esta barrera se establece utilizando criterios ASG para cada sector o industria, por ejemplo, un máximo de emisiones por tonelada producida en el sector de la minería. Las compañías que no cumplen esa barrera son eliminadas. El resto recibe una puntuación individual que incorpora varios factores ASG, y esa puntuación se compara frente a todo el sector. Se incorporan en cartera las compañías que obtienen mejores

puntuaciones frente a su sector o compañías comparables. Este proceso de selección de inversiones implica una preferencia positiva hacia valores con mejores características ASG.

3. **Exclusión:** se eliminan empresas del universo de inversión por no cumplir con criterios mínimos, por lo tanto, hay que preestablecer unas normas y valores antes de considerar que una compañía es invertible. También es habitual eliminar compañías que pertenecen a industrias controvertidas o presentan elevados riesgos. Por ejemplo, extracción de minerales en jurisdicciones con baja supervisión, fabricación de bombas racimo, productos perjudiciales para la salud como el tabaco, etc. (el tabaco es un sector que se excluye en muchos fondos, incluso existe una iniciativa específica llamada *The Tobacco-Free Finance Pledge*, que agrupa a más de 190 entidades financieras con \$16Trn en activos bajo gestión<sup>3</sup>). La exclusión a veces se combina con otras estrategias. Por ejemplo, es posible excluir ciertos sectores y aplicar sobre las compañías aptas una estrategia *best-in-class*.

Dentro de la Exclusión encontramos también otras estrategias que, aunque no forman parte la ISR, tienen puntos en común: inversión ética o inversión según principios religiosos o morales. Este tipo de estrategias suelen implementarse

<sup>3</sup> <https://www.unepfi.org/insurance/insurance/projects/the-tobacco-free-finance-pledge/>

# VARIANZA

---

mediante la no inversión en compañías cuyos productos o servicios son cuestionables moralmente, según preceptos religiosos o según compromisos voluntarios del inversor. Las exclusiones más comunes son alcohol, armamento, juego y pornografía. Dentro de este apartado destacan la inversión conforme a valores cristianos o la inversión sharía que sigue principios islámicos.

4. **Inversión Temática Sostenible:** selección de compañías, en general de diferentes sectores, que se engloban dentro de una temática relacionada con la sostenibilidad como energías limpias, economía circular, acceso a la sanidad, o agricultura sostenible.

5. **Inversión de Impacto:** aunque en general es diferente de la ISR porque pone el foco en el impacto Social y/o Ambiental, empiezan a crearse fondos de activos líquidos cotizados que tienen un objetivo medible y obtienen retornos similares a los del mercado. Bajo esta estrategia de inversión, la definición de *Global Impact Investing Network*<sup>4</sup> destaca cuatro características fundamentales:

- Con intencionalidad, es decir con un claro objetivo de generar un impacto positivo en alguna cuestión ambiental o social.

- Con objetivo financiero: se espera que genere algún retorno o como mínimo que se recupere el capital invertido.
- Diferentes rangos de retornos y clases de activos: el retorno financiero tiene un rango amplio y puede estar por debajo del retorno del mercado.
- Medición de impacto: una característica clave es el compromiso de medir y reportar el progreso de cómo las inversiones han conseguido llegar a los objetivos sociales o ambientales, asegurando la transparencia y la responsabilidad en la exactitud de los datos reportados.

En esta definición vemos claramente la diferencia entre la inversión de impacto que obtiene un retorno por debajo del mercado, y lo que podemos considerar inversión de impacto como estrategia de inversión ISR en la que el retorno debe ser igual al del mercado.

---

<sup>4</sup> <https://thegiin.org/characteristics/> organización que promueve la inversión de impacto. Sus miembros son compañías, entidades públicas, fundaciones y entidades financieras.

---

## ¿Qué es el Engagement?

---

Engagement es otro concepto clave en la ISR. Engloba las iniciativas de los inversores para preservar o crear mayor valor en un activo con especial énfasis en factores ASG, a través de un ejercicio activo de los derechos de voto. Hay que diferenciarlo de los inversores activistas tradicionales que, en general, toman una participación en una compañía y proponen cambios en el equipo directivo para extraer valor a corto plazo y para conseguir un impacto sobre la valoración de la compañía cotizada.

El Engagement se centra en mejorar la posición ASG de la compañía y no sólo mejorar los resultados financieros, también áreas que afectan a los empleados, los clientes, y en general a la sostenibilidad de la compañía a largo plazo. Se concreta en:

1. **Diálogo con la compañía:** acceso al departamento de relación con inversores, a directores de áreas, al equipo gestor e incluso al consejo, con el fin de verificar políticas ASG, proponer posibles mejoras o aclarar deficiencias identificadas. Aunque el objetivo es un diálogo, en algunos casos los inversores demandan cambios importantes para que mejore la posición de la compañía.

2. **Ejercer el derecho de voto:** es una de las formas más visibles de *Engagement* y muchos inversores publican informes sobre los temas que han votado en las Juntas Generales de Accionistas.
3. **Engagement colaborativo:** adhesión a grupos de inversores para tener mayores oportunidades de provocar cambios. Por ejemplo, Climate Action 100+<sup>5</sup>, que reúne a 700 inversores con \$68Trn de activos bajo gestión, se centra en hacer *Engagement* con las 166 compañías con mayores emisiones de gases efecto invernadero.

El *Engagement* se considera a veces una estrategia ISR en sí misma. Puede complementar cualquier otra estrategia, y es un paso adicional que permite crear valor y alinear los objetivos del inversor a largo plazo con la compañía.

---

## ¿Es una práctica extendida la ISR?

---

Hay varios grupos que tienen un papel activo en el desarrollo y la adopción de la ISR, principalmente los propietarios de activos: 1) fondos de pensiones 2) aseguradoras 3) fondos soberanos 4)

---

<sup>5</sup> <https://www.climateaction100.org/approach/how-we-work/>

# VARIANZA

inversores individuales y sociedades gestoras.

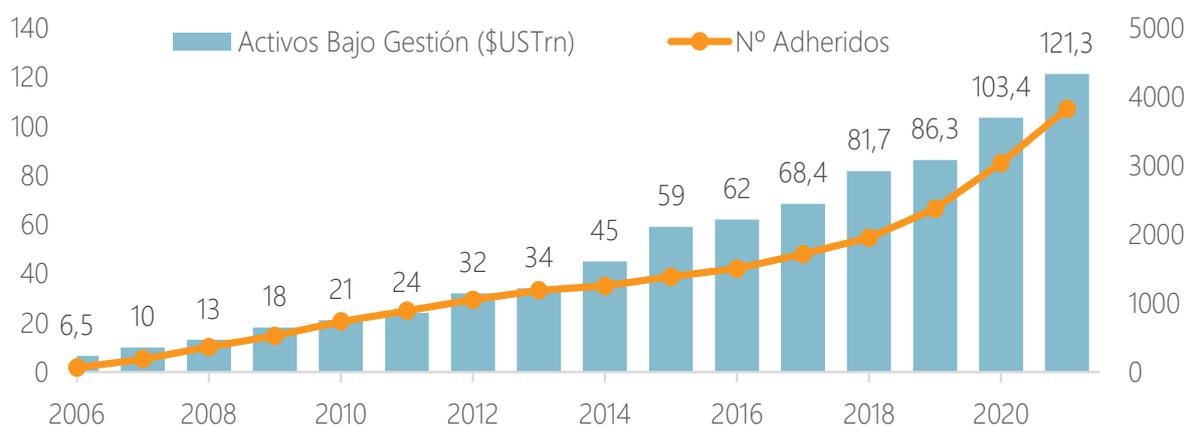
Para entender el nivel de adopción entre los inversores, nos fijamos en el estudio de la organización *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), que ofrece una visión global y publica datos cada dos años. En el último informe disponible de 2020, publicó que había \$35,2Trn invertidos en ISR, frente a \$30,6Trn en 2018. El estudio cubre cinco grandes regiones: EE. UU. acumula el 48% de los activos ISR, seguido de Europa con 34%, Japón un 8%, Canadá el 7% y finalmente Australia/Nueva Zelanda con el 3%.

Por clases de activos, la mayoría de los activos son de renta variable con un 51%, seguidos de renta fija con un 36%, tan sólo un 3% es inmobiliario, 3% capital riesgo y finalmente un 7% para otros activos<sup>6</sup>.

Algunos estudios sugieren que los activos bajo gestión de la ISR pueden crecer hasta un 40% en 2025 (\$53Trn), casi un tercio del total de activos bajo gestión de estas zonas geográficas<sup>7</sup>.

Claramente, los inversores han acelerado la creación de estrategias ISR y la incorporación de factores ASG en sus políticas y procesos de inversión de forma exponencial en los últimos 5 años.

Al ser una iniciativa voluntaria, el número de entidades adheridas a PRI de Naciones Unidas también puede dar una idea de cómo ha crecido la ISR. Entre 2012 y 2016 el número de entidades adheridas creció un 43% y en 2016 los activos bajo gestión eran de \$62Trn (no obligatoriamente todos los activos bajo gestión de las entidades son ISR). Entre 2017-2021 el número de entidades creció un 123% y los activos bajo gestión eran de \$121,3Trn, es decir un incremento del 96% frente a 2016.



<sup>6</sup> Global Sustainable Investment Alliance (2018). 2018 Global Sustainable Investment Review. [Available](#)

<sup>7</sup> <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

## ¿Qué dice la regulación sobre la ISR?

Otro actor importante en la adopción de la ISR es el regulador. La Unión Europea ha hecho un gran esfuerzo para crear un marco común y definir qué es sostenible y responsable, mejorar la transparencia de los productos financieros y canalizar la inversión hacia temáticas sostenibles. El volumen y complejidad de la regulación europea es considerable, así que solo explicaremos de manera breve las iniciativas más importantes.

1. **La taxonomía de la Unión Europea** para las actividades sostenibles (Taxonomía). Es un sistema de clasificación de las actividades económicas para determinar si una compañía desarrolla alguna o varias actividades sostenibles. El objetivo es definir de una manera uniforme para todos los países lo que se considera "sostenible". Así, los fondos de inversión podrán reportar de forma homogénea qué porcentaje de su cartera tiene actividades sostenibles según una definición estándar.

Por ahora, solo se ha definido el factor "Ambiental", y se han establecido seis objetivos: 1) mitigación del cambio climático, 2) adaptación al cambio climático, 3) uso sostenible y protección

del agua y los recursos marinos, 4) transición a una economía circular, 5) prevención y control de la polución, 6) protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas.

La Taxonomía establece si una actividad contribuye a alguno de los 6 objetivos y, por tanto, si una compañía está alineada con alguno o con varios de ellos. Está en proceso de consulta la Taxonomía Social para dotar de un marco similar a los factores sociales.

2. **Reglamento de Divulgación en Materia de Finanzas Sostenibles (SFDR por sus siglas en inglés)**. Esta es la regulación que pretende promover la inclusión y consideración de riesgos ambientales y sociales en las inversiones. Además, establece un estándar para reportar información con el fin de aumentar la transparencia y comparabilidad entre fondos de inversión y prevenir el *greenwashing* (término referido a la práctica de etiquetar un fondo como ESG o sostenible, sin que en realidad haya una integración de factores ASG, o las compañías en cartera contribuyan de forma positiva a factores ambientales o sociales).

Uno de los principales avances de esta regulación es una clara categorización de todos los fondos de inversión de la Unión Europea. Existen cuatro categorías:

# VARIANZA

---

- **Fondos Artículo 6**, según SFDR: fondos que no consideran los riesgos de sostenibilidad en su proceso de inversión. Por defecto, son todos los fondos que no cumplan los requisitos del resto de categorías.
- **Fondos Artículo 8**: fondos que promueven características ambientales o sociales. Los fondos deben especificar claramente cómo se alcanzan los objetivos o características elegidos y especificar si se sigue algún índice de referencia sostenible. Además, las compañías en las que se invierten deben tener buenas prácticas de gobierno corporativo.
- **Fondos Artículo 8+**: además de promover características ambientales o sociales, deben invertir una parte de sus activos en compañías cuyas actividades estén alineadas con alguno de los 6 objetivos de la Taxonomía de la Unión Europea.
- **Fondos artículo 9**: fondos que tengan un claro objetivo sostenible o que tengan como objetivo la reducción de emisiones de carbono. Se diferencian de los fondos artículo 8 porque existe un objetivo sostenible concreto y la monitorización del grado de cumplimiento de ese objetivo es la base fundamental de la estrategia de inversión. Se debe explicar cómo esperan conseguir esos resultados,

con qué métricas de sostenibilidad los van a medir, y reportar el nivel de cumplimiento.

Para los fondos Artículo 8, 8+ y 9 además hay unas exigencias adicionales de transparencia (la regulación se puede consultar en [esta página de la Unión Europea](#)).

Además de esta clasificación de fondos, se propone un nivel adicional de transparencia: las sociedades gestoras deberán considerar las Principales Incidencias Adversas en Materia de Sostenibilidad (PIAS), o en su defecto explicar por qué no lo hacen. Las decisiones de inversión pueden tener efectos negativos en los factores de sostenibilidad ambientales o sociales y los indicadores PIAS ayudan a medir los impactos negativos de los emisores.

El informe PIAS es necesario a nivel entidad (no es obligatorio para las de menos de 500 empleados), y también a nivel producto. Los fondos Artículo 8 no están obligados a reportar PIAS sin embargo, los fondos Artículo 9, sí. Cualquier fondo que considere PIAS y realice el informe anual será considerado sostenible en MIFID II.

3. **Test de preferencias de sostenibilidad**. MIFID II amplía el test de idoneidad para preguntar a un cliente si quiere

# VARIANZA

---

incorporar inversiones sostenibles. Recordamos que el test de idoneidad es un cuestionario que evalúa los objetivos de inversión de una persona, sus conocimientos y situación financiera. Cualquier entidad que preste servicios de asesoramiento debe realizar un test de idoneidad a sus clientes y, desde agosto de 2022, también deber incluir las preferencias de sostenibilidad. Es una palanca más dentro del objetivo de la Unión Europea para canalizar inversiones hacia activos sostenibles. Probablemente a todos nos gustaría tener activos sostenibles, pero en la práctica no es muy sencillo para el cliente responder a las preguntas de sostenibilidad. La clave es que el cliente debe definir cómo se debe invertir teniendo que elegir entre tres opciones:

- Un porcentaje de inversiones según SFDR (fondos Artículo 6/8/9).

- Un porcentaje alineado con la Taxonomía.
- Consideración de las Principales Incidencias Adversas y sobre qué factores ASG.

Si a veces no es sencillo para el inversor entender estrategias de inversión tradicionales, entender la nueva regulación de sostenibilidad y elegir cómo implementarla probablemente sea un desafío.

Esperamos que esta guía sirva para hacerlo algo más fácil.

Almudena Rumeu de Armas