



CUNEF

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS
MÁSTER UNIVERSITARIO EN INSTITUCIONES Y MERCADOS
FINANCIEROS

TRABAJO FIN DE MÁSTER

“LA INTEGRACIÓN DE LOS FACTORES ESG (ENVIROMENT, SOCIAL AND GOVERNANCE) EN LA GESTIÓN DE LAS INVERSIONES.”

TUTORA:

Peláez Morón, Ana Isabel

AUTORES:

Ibarz Zafrilla, Joaquín

Lafuente Bacedoni, Carmen

Mancebo Fernández, Carlos

Madrid, junio de 2020

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, se ha podido constatar una creciente tendencia en el número de inversiones realizadas mediante criterios ESG en este país. Es por ello, que este trabajo busca, no sólo analizar a nivel teórico la evolución y situación actual del sector inversionista ESG en España, sino que se pretende analizar de manera cualitativa los rendimientos que estos fondos ESG ofrecen y contraponerlos a sus índices de referencia.

¿Es la gestión activa centrada en criterios ESG una alternativa real de inversión más allá de ser socialmente responsable o por el contrario también es una herramienta para obtener buenos retornos? ¿Es un sector con posibilidades de crecimiento en España o ha llegado ya a su tope?

Estas y otras cuestiones más podrán ser respondidas a lo largo de este estudio, donde se analizará tanto a nivel teórico como práctico las características, normativa y evolución del sector ESG en España, las distintas agencias de rating y sus metodologías y así como un análisis performance de los fondos de inversión ESG más eficientes y comercializados en España.

PALABRAS CLAVE

Inversión socialmente responsable, fondos de inversión, rentabilidades, Mercado, criterios socialmente responsables, agencias de rating, análisis performance y Covid-19.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. CONCEPTOS BÁSICOS	6
1.1 LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	6
1.2 LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR o ESG en INGLÉS).....	6
1.3 LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES.....	7
1.3.1 Tipos de fondos de inversión socialmente responsables.....	7
1.3.2 Situación actual de los fondos relacionados con la metodología ISR.....	9
1.3.3 Elementos que configuran un fondo de inversión ESG.....	13
2. OPINIONES DE EXPERTOS	15
3. MARCO REGULATORIO	17
3.1 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS, ECOLÓGICOS Y SOLIDARIOS EN ESPAÑA.....	17
3.2 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS, ECOLÓGICOS Y SOLIDARIOS EN EUROPA.....	19
4. AGENCIAS DE RATING E ÍNDICES BURSÁTILES	22
AGENCIAS DE RATING:.....	22
4.1.1 Standard and Poor’s:.....	22
4.1.2 FTSE ESG Ratios:.....	24
4.1.3 Vigeo-Eiris:.....	27
4.1.4 Morningstar Sustainability Rating.....	29
4.2 ÍNDICES DE REFERENCIA O BENCHMARKS.....	31
4.2.1 Ftse4good Spain:.....	31
4.2.2 Eurostoxx ESG 50 Leaders.....	32
5. CRITERIOS DE SOSTENIBILIDAD	35
5.1 METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN DE SOSTENIBILIDAD.....	35
5.1.1 Screening negativo.....	35
5.1.2 Screening positivo.....	36
5.1.3 Engagement y voting.....	37
5.1.4 Inversión de impacto.....	37
5.2 SRI LABEL.....	38
6. COMPARACIÓN MERCADO ESG ESPAÑOL VS MERCADOS ESG INGLÉS Y FRANCÉS	41
6.1.1 Introducción.....	41
6.1.2 Análisis Performance del mercado ESG en España.....	42
6.2-MERCADO ESG EN REINO UNIDO.....	47
6.2.1 Introducción.....	47
6.2.2 Análisis Performance del mercado ESG en Reino Unido.....	48
6.3- MERCADO ESG FRANCÉS.....	51
6.3.1 Introducción.....	51
6.3.2 Análisis Cuantitativo del mercado ESG en Francia.....	53
6.4 Cuadro Resumen.....	56
7. CONCLUSIONES	57
8. BIBLIOGRAFÍA	58

INDICE DE GRÁFICOS:

GRÁFICO 1: Capital bajo gestión ESG.....	9
GRÁFICO 2: Distribución del capital gestionado mediante criterios ESG en España.....	10
GRÁFICO 3: Distribución de fondos ESG en España.....	11
GRÁFICO 4: Asset Allocation medio de los fondos ESG en España (2019)	11
GRÁFICO 5: Plan verde europeo.....	17
GRÁFICO 6: Sistema de puntuación S&P	20
GRÁFICO 7: Empresas puntuadas por SDJI	20
GRÁFICO 8: Sistema de valoración FTSE.....	22
GRÁFICO 9: Tabla de valoración ESG FTSE.....	23
GRÁFICO 10: criterios de inclusión y exclusión FTSE.....	24
GRÁFICO 11: Tabla con los 6 dominios y los 38 criterios.....	25
GRÁFICO 12: Pilares ESG – VIGEO.....	26
GRÁFICO 13: ESG Marco de riesgos.....	27
GRÁFICO 14: ESG Rating Morningstar.....	27
GRÁFICO 15: Pesos del FTSE4Good Ibex.....	28
GRÁFICO 16: Componentes Eurostoxx ESG 50 Leaders.....	29
GRÁFICO 17: Composición Eurostoxx ESG 50 Leaders.....	30
GRÁFICO 18: Performance histórico Eurostoxx ESG 50 Leaders.....	30
GRÁFICO 19: Criterios de exclusión Morningstar.....	32
GRÁFICO 20: Criterios de inclusión Morningstar.....	33
GRÁFICO 21: Evolución de las estrategias ESG.....	34
GRÁFICO 22: Sistema de etiquetas RSI.....	35
GRÁFICO 23: Evolución del mercado ESG en España 2015-2017.....	37
GRÁFICO 24: Fondos ESG doble rating 5 estrellas & 5 globos.....	38
GRÁFICO 25: Rentabilidades ESG España (3 meses).....	39
GRÁFICO 26: Rentabilidades ESG España (1 mes)	39
GRÁFICO 27: Rentabilidades ESG España (1 año)	40
GRÁFICO 28: Rentabilidades ESG España (3 años)	41
GRÁFICO 29: Mercado ESG España - porcentaje de abatimiento.....	41
GRÁFICO 30: Mercado ESG España - Ratio Sharpe.....	42
GRÁFICO 31: Evolución del mercado ESG Inglaterra 2015-2017.....	44

GRÁFICO 32: Rentabilidades fondos ESG británicos a corto plazo.....45

GRÁFICO 33: Rentabilidades fondos ESG británicos a Largo plazo.....45

GRÁFICO 34: Mercado ESG Reino Unido - porcentaje de abatimiento.....46

GRÁFICO 35: Mercado ESG Reino Unido - ratio Sharpe.....46

GRÁFICO 36: Activos Bajo gestión ESG en Francia (2019).....48

GRÁFICO 37: Fondos comercializados en España, Inglaterra y Francia con doble rating.....49

GRÁFICO 38: Rentabilidades fondos franceses a corto plazo.....50

GRÁFICO 39: Rentabilidades fondos franceses a largo plazo.....50

GRÁFICO 40: Mercado ESG Francia - porcentaje de abatimiento.....51

GRÁFICO 41: Mercado ESG Francia - ratio Sharpe.....51

GRÁFICO 42: Cuadro resumen del análisis performance.....52

GRÁFICO 43: Diagrama de impactos por COVID-19.....53

GRÁFICO 44: Diagrama de factores post COVID19.....54

1. CONCEPTOS BÁSICOS

1.1 LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Empecemos por definir un fondo de inversión como un patrimonio colectivo sin personalidad jurídica formado por todas las aportaciones de un determinado número de inversores a los que se les llama partícipes, siendo cada uno de estos propietarios de una parte del patrimonio que compone dicho fondo.

Según el artículo 3 y siguientes de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, acorde a las Instituciones de Inversión Colectivas (IIC) las aportaciones que realicen estos partícipes no tienen que ser de la misma cuantía, aunque el valor de cada participación si será el mismo. Estarán gestionadas en todo momento por una sociedad gestora que puede ser tanto un banco como una institución financiera, invirtiendo estos activos acordes a la naturaleza del fondo que comúnmente se llama KID (Key Investor Document). También se tendrá en cuenta a una sociedad depositaria que se encarga de velar por intereses de los partícipes, cogiendo las riendas de del control de la actividad de la gestora custodiando el patrimonio del fondo ya sea valores Equity o efectivo a disposición del fondo.

- Fondos de renta fija.
- Fondos mixtos.
- Fondos de renta variable.
- Fondos globales.
- Fondos garantizados.
- ETF's.
- Otros tipos de fondos.

1.2 LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR o ESG en INGLÉS)

Se podría definir la inversión socialmente responsable cómo el conjunto de decisiones de inversión en los que se tienen en cuenta tanto criterios de ámbito social, ético o medioambientales, siempre y cuando respete los criterios de rentabilidad/riesgo y se dé una transparencia adecuada para poder comprobar los criterios éticos, ya que estos están ligados al mecanismo de control de la empresa.

Hay que aclarar que estas inversiones se calificarán como complementarias ya que no siempre la aplicación de estas medidas está ligada al hecho de obtener mayor o menor rentabilidad.

Se puede apreciar que en Europa hay un cambio de tendencia, los inversores cada vez son mas más conscientes y demandan en mayor medida una inversión socialmente responsable y, por otro lado, se extiende por las entidades que el hecho de no considerarse ético puede dañar los resultados empresariales, por eso las empresas cada vez más cuidan al menos su imagen de cara al exterior.

1.3 LOS FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES.

Los fondos ISR presentan su origen en los años 60 en EEUU, cuando un grupo de activistas sociales analizaron que la inversión podría ser un buen modo para promover temas de gran importancia social para las empresas, realizando cambios en las categorías sociales y medioambientales. No fue hasta los años 90 cuando la responsabilidad social comenzó a expandirse rápidamente en muchos países, y como consecuencia, tanto a nivel nacional como en el ámbito internacional, existen en la actualidad iniciativas empresariales socialmente responsables que promueven diferentes alternativas de inversión a un segmento progresivo de la sociedad que es cada vez es superior.

Actualmente existen varias alternativas e instrumentos para que se puedan llevar a cabo las Inversiones socialmente responsables. Cada vez hay un mayor conocimiento sobre las ISR y una creciente evolución en la aportación de valor. Uno de los instrumentos de inversión más importantes en el ámbito de la inversión son los fondos de ISR.

Un fondo de Inversión socialmente responsable (ISR) es una IIC, como cualquier otro fondo de inversión convencional, cuya principal diferencia radica en la composición y estructuración del “Asset Allocation”, es decir, en la metodología empleada para preseleccionar e integrar activos en sus carteras de inversión y por ende en los fondos de inversión. Los inversores además de buscar rentabilidad en sus inversiones también le dan suma relevancia a sus ideales o valores, más allá de los resultados económicos. La base de un fondo ISR es su política de inversión, la cual recoge una serie de criterios relacionados con aspectos sociales, éticos y medioambientales.

Una de las ventajas de integrar estos criterios ESG reside en fomentar la rentabilidad-riesgo de una cartera y de esta manera evitar que las compañías se vean implicadas en problemas de corrupción o medioambientales, por ejemplo. Otra ventaja que presentan estos tipos de fondos es la facilidad de acceso a determinados mercados por el hecho de invertir de manera colectiva, debido al volumen que requiere la inversión en esta clase de instrumentos. Además, también generan un mayor aprovechamiento de las economías de escala y la reducción de los costes.

A continuación, se va a profundizar más en este tipo de fondos. Primero, se diferenciará los diferentes tipos de fondos de ISR, en segundo lugar, se analizará la situación actual que presentan dichos fondos y por último se analizarán los elementos que configuran un fondo de inversión ético y con responsabilidad social.

1.3.1 Tipos de fondos de inversión socialmente responsables

En cuanto a los diferentes tipos de fondos de inversión socialmente responsables se puede encontrar:

- Fondos de Inversión éticos.

Son instituciones de inversión colectiva, con igual funcionamiento que cualquier otro fondo de inversión cuya principal diferencia radica en la selección de activos en función

del cumplimiento de una serie de criterios éticos y de responsabilidad social corporativa para alcanzar una mejora del desarrollo sostenible del planeta y una mejora de las condiciones de vida de esta sociedad. En definitiva, se caracterizan por aplicar los criterios ESG además de criterios tradicionales en sus políticas de inversión. Una de las principales características de este fondo es la transparencia, fundamental para asegurar el cumplimiento de los principios de una inversión ética.

Un mayor grado de cumplimiento de criterios ESG por parte de las compañías, tanto Screening negativo como positivo (mencionados en el apartado 4) permiten a éstas convertirse en activos susceptibles de ser incluidos en fondos de inversión ESG.

Esta selección es llevada a cabo por un equipo de analistas, encargados de elaborar una preselección de activos susceptible de ser objeto de inversión ESG. Este equipo ético puede estar integrado en la entidad gestora o puede ser independiente a ella.

- Fondos de Inversión ecológicos.

También llamados fondos verdes, incluyen el cumplimiento de criterios relacionados con aspectos medioambientales y ecológicos. Son fondos sectoriales que realizan inversiones en títulos en determinados sectores como son las energías renovables, prevención y el control de la contaminación, alimentación ecológica, gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra, etc.

El rendimiento a largo plazo de estos fondos puede alcanzarse mediante soluciones medioambientales en energías limpias, con actuaciones que hagan frente a los efectos del cambio climático mediante la gestión de los residuos y a través de un gasto responsable del agua.

Dentro de este tipo de fondos existen tres áreas con diversos aspectos en común pero que mantienen enfoques diferentes: los fondos de energías limpias, se centran en el uso de la energía renovable y a reducir los gases que originan efecto invernadero a través de la eficiencia energética; los fondos de materiales de nueva generación, se centran en la creación de nuevos materiales más sostenibles, ligeros y eficientes; y los fondos de cambio climático, centrados principalmente en la reducción de la contaminación, el reciclaje y el calentamiento global.

Estos fondos cuentan también con un comité de estudios que realiza una selección en bases a criterios medioambientales y ecológicos, potenciando la inversión en aquellas compañías que están apostando por el desarrollo de tecnologías ecológicas y actividades respetuosas con el medio ambiente y no invirtiendo en aquellas empresas que presentan una mayor contaminación o incumplen los criterios establecidos. De este modo, toda la información relativa a las políticas de inversión que lleve a cabo la gestora ha de ser pública para mantener y fomentar la transparencia en la información existente en los mercados de capitales.

Una de las principales ventajas de estos fondos, es que además de buscar un rendimiento en sus ahorros, los titulares podrán desarrollar sus operaciones bajo dichos

criterios manteniendo una serie de valores tanto en su vida privada como en el ámbito financiero.

- Fondos de inversión solidarios.

Estos fondos no son considerados como una ISR, pero puede adquirir características propias de los fondos de renta fija, renta variable o renta mixta a la vez que se comprometen a realizar inversiones que comprendan criterios éticos, solidarios, etc. Sus criterios se basarán en aspectos económicos-financieros, pero con restricciones cualitativas.

No se deben confundir con los fondos éticos y sostenibles ya que la principal diferencia radica en que los fondos solidarios no están obligados a cumplir con los criterios socialmente responsables. Sin embargo, existen fondos que combinan los criterios ESG y son a la vez solidarios.

Los fondos solidarios tienen como principal objetivo ayudar a la sociedad mediante aportaciones económicas. La entidad que se encarga de comercializar dicho fondo destina voluntariamente una parte del porcentaje de los beneficios a entidades sin ánimo de lucro como pueden ser ONG, asociaciones de protección medioambiental, o que fomentan la integración de las personas, o apoyan el voluntariado, entre otras. Dichas organizaciones serán seleccionadas en función de los aspectos relacionados con los valores que dicho fondo desea fomentar u desarrollar, tanto en el ámbito nacional e internacional. Estos fondos están regulados por la CNMV, por lo que está sujeto a un control para verificar si estos realizan la aportación económica a las entidades sin ánimo de lucro.

1.3.2 Situación actual de los fondos relacionados con la metodología ISR

Recientes estudios inciden en el hecho de que las gestoras que vinculan sus actividades inversionistas a los fondos de inversión socialmente responsable han visto un repunte de su actividad en los últimos años, a excepción del revés recibido por la crisis del COVID-19 que ha golpeado duramente a todos los sectores económicos entre los que éste se encuentra. No obstante, este tipo de inversión da lugar a una simbiótica relación rentabilidad-riesgo al permitir un mayor grado de supervisión directa a la exposición del riesgo sobre los componentes no financieros. Es decir, la inversión socialmente responsable llevada a cabo por las principales gestoras internacionales de activos financieros ha permitido incorporar estos criterios para no solo generar unos rendimientos financieros a medio y largo plazo, si no que también logra agregar un impacto social positivo.

La incorporación de criterios sociales, ambientales y de buen gobierno en la estructura de toma de decisiones por parte de las gestoras a la hora de elaborar sus portfolios se ha traducido en un elemento diferenciador frente a las inversiones más clásicas por así decirlo, repercutiendo positivamente tanto en el impacto social como en la mejora reputacional de las mismas. Estas gestoras, al elaborar los fondos de inversión ESG, se

dirigen por lo general a un perfil de inversor moderado, según criterios MIFID II, que buscan poder invertir en distintas zonas geográficas, con un Asset allocation principalmente estructurado por renta fija combinado con un porcentaje conservador de renta variable y high yield.

Toda esta corriente inversionista tiene su razón de ser. Las nuevas generaciones, están inmersas en un cambio paradigmático de sus hábitos de consumo, otorgando especial importancia al impacto social que sus decisiones dejan tras de sí. En este aspecto, el sector Financiero e inversionista esta ejerciendo como punta de lanza en este cambio hacia un modelo más sostenible. En este sentido, las diversas gestoras y demás vehículos de inversión están apostando fuertemente por poder facilitar al mercado infinidad de productos y herramientas para poder rentabilidad los excesos de liquidez del mercado, respetando en todo momento el buen hacer propio de los criterios ESG.

GRÁFICO 1: Capital bajo gestión ESG

	2014	2016	2018	Crecimiento por periodo		Tasa de crecimiento anual compuesto
				Crecimiento 2014-2016	Crecimiento 2016-2018	2014-2018
Europa	9.885 €	11.045 €	12.306 €	12%	11%	6%
Estados Unidos	6.572 \$	8.723 \$	11.995 \$	33%	38%	16%
Canadá (en CAD)	1.011 \$	1.505 \$	2.132 \$	49%	42%	21%
Australia / Nueva Zelanda (en AUD)	203 \$	707 \$	1.033 \$	248%	46%	50%
Japón	840 ¥	57.056 ¥	231.952 ¥	6.692%	307%	308%

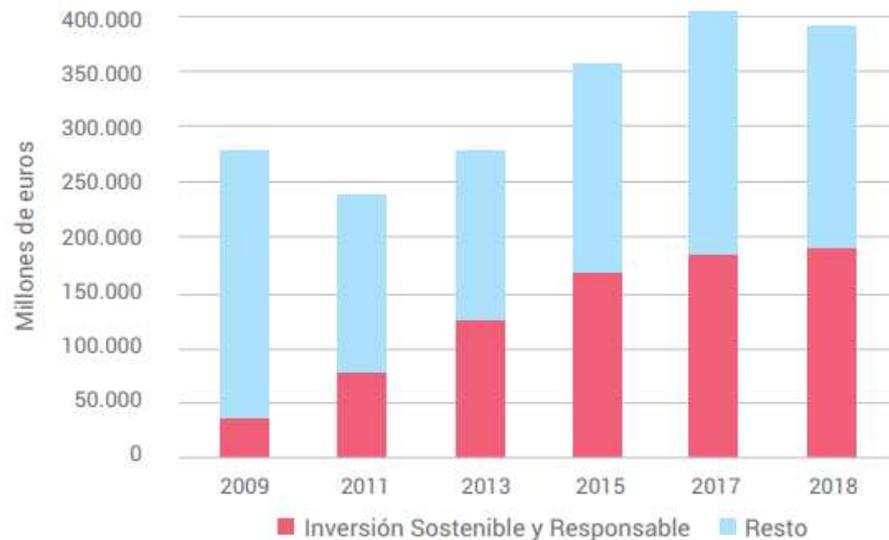
fuentes: GSI

Según el reciente informe de la Global Sustainable Investment, en los últimos años, la zona euro ha visto aumentar año a año el importe total de capital gestionado bajo criterios ESG, pasando de 9.885 EURBillions en 2014 a cerca de 12.500 EURBillions en 2018, es decir un crecimiento de mas del 12% lo que representa no sólo un extraordinario y llamativo crecimiento si no también la consolidación de un nuevo cambio paradigmático en los mercados inversionistas.

En lo que al territorio español respecta, la evolución del total de los activos en gestión bajo criterios ESG (ISR en español) también ha protagonizado un crecimiento similar, aunque más acentuado en términos porcentuales, pasando de 125 EURbillions en 2013 a cerca de 200 EURbillions en 2018, acumulando así un crecimiento del 60% aproximadamente, según muestra el informe publicado por la Global Sustainable Investment: "Global sustainable Investment review 2018".

Otra de las características de este crecimiento, es el hecho de que no implica un incremento exclusivo de capital bajo criterios ESG, si no que al ritmo que aumenta el capital financiero gestionado en nuestro país, las gestoras apuestan cada vez más por la gestión socialmente responsable, equilibrando así la balanza frente a la gestión de fondos tradicionales, como muestra el siguiente gráfico.

GRÁFICO 2: Distribución del capital gestionado mediante criterios ESG en España

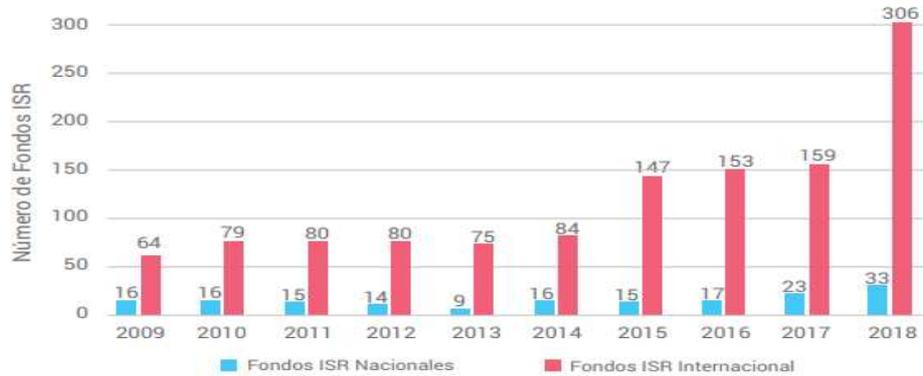


fuelle GSI

Se puede observar en el siguiente gráfico, como la inversión socialmente responsable en España apenas representaba un 15% del total de capital invertido en 2009 frente al 40% en 2018.

Otro dato relevante para destacar es la evolución del número de fondos de inversión presentes en el sistema financiero español. En el siguiente gráfico se puede dilucidar un crecimiento sostenible del número de fondos de inversión ESG disponibles para las gestoras de activos. Es más, se puede observar como si bien el número de fondos nacionales no ha crecido demasiado, el número de fondos de inversión ESG de origen internacional para clientes nacionales si ha protagonizado un crecimiento exponencial. Esto es un claro indicador de que las gestoras internacionales, ven en España un potente mercado emergente en cuanto a este tipo de inversiones respecta.

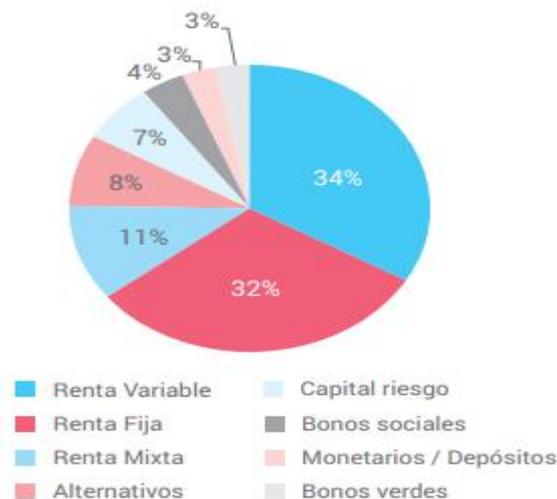
GRÁFICO 3: Distribución de fondos ESG en España



fuelle GSI 2020

Si bien es cierto que las gestoras están cada vez apostando más fuerte por las inversiones socialmente responsables, la estructura interna de sus propios fondos quizás sigue siendo bastante homogénea, pues como se puede observar en el siguiente gráfico, el asset allocation sigue tendiendo hacia los mismos términos y el mismo reparto que los fondos tradicionales.

GRÁFICO 4: Asset Allocation medio de los fondos ESG en España (2019)



fuelle GSI

Es decir, la metodología ESG no se focaliza tanto en la distribución de los activos de sus fondos persé, si no en las características socio-responsables de los propios subyacentes.

1.3.3 Elementos que configuran un fondo de inversión ESG

La estructura morfológica de un fondo de inversión socialmente responsable es relativamente similar al de un fondo de inversión tradicional, pero con algunas salvedades. Son diversos los estudios sobre las características intrínsecas y la estructura interna de un fondo de inversión ESG, pero a grandes rasgos, todo fondo presenta los siguientes elementos:

- **Política de inversión:** La política de inversión es el conjunto de prioridades, requisitos y preferencias del target del porfolio en cuanto a una serie de aspectos esenciales (Asset allocation, Riesgo, rentabilidad, liquidez y horizonte temporal). En el caso de los fondos ESG, se hace especial hincapié en el Asset Allocation y sus requisitos. En este elemento pues, las gestoras deberán establecer los parámetros mínimos para que un activo pueda ser catalogado como respetuoso y representativo de la corriente inversionista socialmente responsable y poder ser así integrado en el porfolio.
- **Preselección de valores.** Es este segmento, los equipos técnicos y analistas de las sociedades gestoras deberán llevar a cabo su scouting inversionista, por así decirlo, pues se necesita tener un amplio abanico de alternativas de inversión ESG para poder cumplir con una de las máximas: La diversificación. Aunque aparentemente parezca una simple etapa intermedia, esta etapa es la más diferenciadora y la que permite realmente orientar la inversión a criterios ESG.
- **Selección de valores.** Una vez preseleccionado los posibles activos que cumplan los requisitos ESG establecidos, los equipos de gestión procederán a formar los porfolios mediante sus mecanismos cualitativos y cuantitativos propios.
- **Equipos de investigación ética.** Este segmento se puede componer por los equipos de personal de las gestoras o mediante un servicio técnico independiente y externalizado. Su labor es la de definir y desarrollar las diferentes pautas metodológicas e investigación sobre los activos susceptibles de formar parte de los porfolios socialmente responsables.
- **Metodología de selección de compañías.** Se puede catalogar mediante dos vertientes, a raíz de criterios negativos o excluyentes o a raíz de criterios positivos e incluyentes:
 - **Criterios excluyentes o negativos:** Son aquellos criterios que descartan la potencial inclusión de un activo en la política de inversión socialmente responsable por la presencia de factores contrarios a la metodología ESG. Se trata por tanto de una metodología de descarte. Se parte de una preselección y se descarta las compañías mediante el filtro de factores excluyentes; como, por ejemplo, si se descubre que una compañía (que ha emitido un activo que está preseleccionado y es respetuosa con el medio ambiente) se ve inmersa en un escándalo de incumplimiento de derechos humanos, esa compañía es excluida de la preselección a raíz de un criterio excluyente, el no respeto hacia los derechos humanos.
 - **Criterios incluyentes o positivos:** Son aquellos criterios que incorporan la potencial aceptación de un activo en la política socialmente responsable por la presencia de factores favorables a la metodología ESG. Se trata por tanto de una metodología de

scouting. No se parte de ninguna preselección y se analiza en busca de empresas adecuadas.

- Inversiones o clientes finales. como su propio nombre indica, son el target objetivo de las entidades gestoras, los interesados en dar una finalidad a sus excesos de capital líquido mediante el cumplimiento ético de los criterios ESG.

2. OPINIONES DE EXPERTOS

A la hora de poner en contexto el universo ESG es muy importante tener en cuenta las principales opiniones de personas relevantes en el sector. A continuación, se expondrán tanto comentarios como opiniones de expertos que pueden servir de referencia a la hora de clarificar o entender el amplio espectro que abarca el universo ESG.

Pictect es una de las gestoras a nivel mundial con mayor presencia en el universo ESG, para eso nos hemos referenciado en la opinión que ofreció su director general para Spainsif en enero: “una regulación muy estricta y de poca calidad puede complicar la vida a los gestores de activos” - Gonzalo Rengifo.

Gonzalo comenta que hace 10 años se esperaba una rentabilidad igual a la de mercado en cuanto a términos ESG, pero gracias a la crisis financiera que vivimos se empezó a apreciar el valor añadido a medio/largo plazo.

En cuanto al reglamento MiFID II para ESG, aclara, que puede acabar encareciendo el servicio, la implantación de medidas para satisfacer el test de idoneidad para cada ahorrador y para cada producto financiero acabaría por ahogar los recursos.

En cuanto a las clasificaciones y “etiquetas” ESG hay controversia por la falta de homogeneidad en cuanto a la calificación de vehículos, es menos plausible que se exija un seguimiento respecto a un índice de taxonomía europea.

Esclarece que la regulación debe ser suficientemente flexible “el caso es que es previsible que la taxonomía de la comisión europea para una certificación pública medioambiental se implante en 2021”. El reglamento de MiFID II regula que los gestores activos o de inversiones que tengan una responsabilidad fiduciaria deriven dicha inversión a empresas con impacto positivo bajo la calificación de la taxonomía.

Por ello es mejor apostar por una taxonomía simple y basada en la educación del gestor y de los inversores, haciendo responsable al inversor de que sus decisiones generen “impacto”. Según el estudio de Inverco, el 85% de los ahorradores españoles no asimila o no entiende que son los criterios ESG y otros tantos no realizan dichas inversiones porque consideran que no generan rentabilidad.

Carta de Larry Fink, CEO de Blackrock, hace un llamamiento a que las empresas centren sus estrategias en el largo plazo, enfocadas en el beneficio económico, pero sin perder su fin social.

Afirma que las empresas que no persiguen un fin social como propósito no pueden llegar a desarrollar su verdadero potencial. En referencia a los pensamientos de Michael Porter en *Strategy&Society* destaca el despropósito social en el que desarrollan capacidades internas que les hacen conseguir unos mejores resultados.

Porter pone en el foco de mira de forma positiva Nestlé (que integra a los agricultores en la cadena de valor) o Cisco.

Porter argumenta que la visión estratégica enfocada hacia una resolución de controversias sociales “afianza la licencia social para operar” a la vez que genera nuevas oportunidades en el mercado.

Larry Fink reclama cambios hacia un nuevo modelo de gobierno corporativo, en la que no solo los consejeros se comprometan en la visión a largo plazo de la entidad, sino a la consecución de mejores resultados económicos.

Como última cita a mencionar, referenciada al ESG y al Covid-19 Domingo Torres, Country Head de España y Portugal en Lazard Fund Managers indica que “los acontecimientos actuales demuestran que la sostenibilidad es una inversión”. Las carencias de las empresas salen a relucir gracias al virus en el que nos encontramos, permitiendo identificar a las empresas que actúan de manera más sostenible de las que no lo hacen.

3. MARCO REGULATORIO

3.1 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS, ECOLÓGICOS Y SOLIDARIOS EN ESPAÑA

La regulación española sobre los fondos de inversión socialmente responsables, a pesar de contar ya con un marco regulatorio impulsado principalmente por la comunidad europea, está en constante desarrollo. Sin embargo, aún estos fondos IRS comparten con los fondos de inversión tradicionales un marco legal que regula su funcionamiento, sus responsabilidades, así como los diferentes tipos de inversión que pueden efectuar respecto al tipo de activo y a la cuantía que pueden invertir. En este aspecto, el propio gobierno de la Unión Europea trabaja para apuntalar y agrandar las implicaciones legales de las inversiones ESG como se analizará más adelante.

En España la regulación de los fondos tanto con criterios éticos y ecológicos como criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) se rigen por una circular IRS aprobada el 8 de abril de 2014 de la Asociación de Inversión Colectiva y Planes de Pensiones INVERCO, posterior a la primera circular creada el 15 de noviembre 1999.

Esta circular establece que cada inversor/gestora puede tener sus propios criterios ESG a la hora de seleccionar los activos de los fondos, puesto que no existe una definición IRS universal aceptada.

Esta circular pone de manifiesto una serie de requisitos que son exigibles para las IIC:

- i) Criterios en la política de inversiones: una política de inversión socialmente responsable es considerada como tal cuando siguen criterios valorativos, es decir, cuando la mayoría de los valores en cartera persiguen los criterios ESG. Además, la inclusión de dichos criterios debe verse plasmada en la documentación que están obligadas las ICC a presentar al accionista.
- ii) Determinación de los activos elegibles para un producto ISR: los fondos deberán identificar sus activos elegibles mediante la realización de un análisis financiero y extra-financiero seguido de una valoración del comportamiento de cada sector respecto al cumplimiento de criterios IRS, empleando tanto criterios valorativos como negativos.
- iii) Advertencia en cuanto a mensajes publicitarios: se insertará una mención para consultar el folleto informativo que reflejará las cuestiones esenciales de la política IRS.
- iv) Información para suministrar: se facilitará información mediante el documento simplificado de información (DFI) en el apartado “Objetivo y Política de Inversión”, mediante el documento legal o también llamado folleto informativo de entrega al accionista, detallando los criterios o normativas ESG aplicados y la estructura del análisis, y, por último, por medio de informes trimestrales/semestrales. Asimismo, la modificación de los criterios ISR no podrá ser comunicada a los accionistas con carácter previo a

su entrada en vigor, salvo que implique un cambio fundamental en la política de inversión.

- v) Utilización de la denominación IRS: *“sólo las IIC que cumplan con los requisitos establecidos en la presente Circular podrán incluir en su denominación las partículas “ISR”, “ASG” o equivalentes”*.

En octubre de 2014, el Consejo de ministros aprobó la Estrategia estatal de responsabilidad social empresarial, cuyo desarrollo se realizará entre los años 2014 y 2020. Es un documento que dota a España de un marco común de referencia que permitirá concertar las diferentes actuaciones en lo referente a la responsabilidad social. Una de las 10 líneas de actuación de esta estrategia tiene el objetivo de crear una guía que sirva como mecanismo para la incorporación, difusión y seguimiento de criterios ISR en las políticas de inversión de productos financieros y de ahorro.

Por otra parte, sería preciso hacer referencia a los acontecimientos o normativas más actuales que inciden en las finanzas sostenibles.

En diciembre de 2018 el BOE hizo pública la Ley 11/2018, que confiere que las sociedades con consideración de entidades de interés público tengan la obligación de incluir en el informe de las cuentas anuales un estado de información no financiera. Esta ley regula con más detalle el contenido necesario para comprender el impacto de la actividad respecto a cuestiones medioambientales, a la lucha contra la corrupción, el soborno y al respeto a los derechos humanos, así como cuestiones sociales y relativas al personal como el principio de igualdad.

El estado de información no financiera debe de estar sujeto a la aprobación de la Junta General, así como la verificación de la información por un prestador independiente de servicios de verificación.

En febrero de 2019, el Gobierno aprobó el Anteproyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética (APLCCTE), que será el marco regulatorio que encamine la descarbonización en los diferentes sectores de la economía española en 2050, como compromiso de España con la Unión Europea por medio de la firma del Acuerdo de París. Esto facilitará una transformación con la cual el país logrará una mayor seguridad, innovación y I+D, prosperidad, mayor generación de empleo y justicia social.

Asimismo, se trata de uno de los tres pilares del marco estratégico de Energía y Clima, cuyos principales objetivos se centran en disminuir las emisiones de los gases que generan efecto invernadero, introducir energías renovables, así como mejorar la eficiencia energética. Para la consecución de dichos objetivos, este anteproyecto cuenta con dos referencias temporales: 2030 y 2050.

3.2 REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS, ECOLÓGICOS Y SOLIDARIOS EN EUROPA

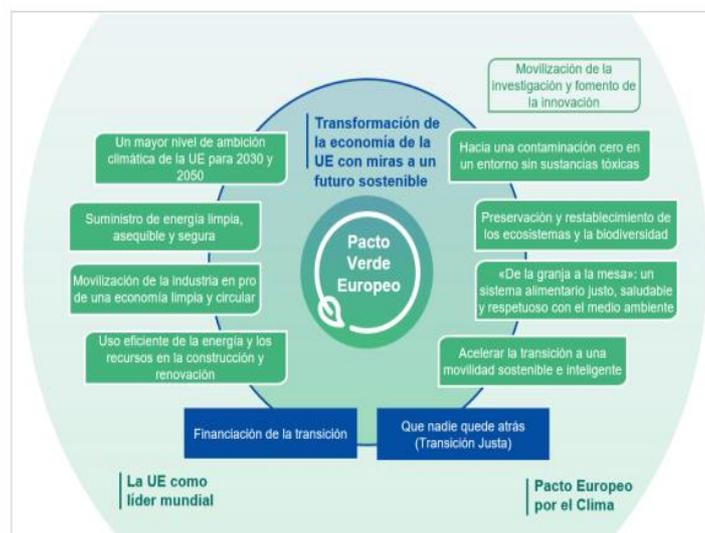
Recientemente la Comisión Europea, uno de los principales motores mundiales sobre las Inversiones socialmente responsables, ha trasladado su compromiso de seguir apuntalando un amplio y detallado marco regulatorio para esta corriente inversionista. Un primer paso dado en esta dirección es la aprobación de la directiva 2014/95 UE, también conocida como la Directiva de información No Financiera (NFRD). Ésta estipula los aspectos reguladores sobre diversidad y divulgación de información adicional no financiera en sus informes anuales a partir de los ejercicios económicos de 2018.

Este acuerdo regulatorio condiciona a las grandes sociedades europeas a publicar de manera clara y transparente informes periódicos sobre sus políticas socialmente responsables, más concretamente en relación con la protección del medio ambiente, responsabilidad ética y trato de los trabajadores, respeto por los derechos humanos, mecanismos de anticorrupción y pluralidad en los consejos de administración de la compañía (en términos de género, edad, antecedentes educativos y profesionales).

Esta directriz, como tantas otras, forman parte de un ambicioso programa social y político transformador llamado “el pacto Verde Europeo”. Se trata de una respuesta común frente a los actuales desafíos socioeconómicos, es una nueva estrategia de crecimiento sostenible y responsable destinado a evolucionar la propia Unión Europea en una sociedad equitativa y respetuosa con el medio ambiente, en la que el crecimiento y la actividad económica, será punta de lanza para fomentar estos cambios estructurales.

El Pacto Verde Europeo es solución a estos retos. Aborda una nueva visión de crecimiento orientada a transformar la UE en una sociedad responsable y próspera, con una economía avanzada, eficiente en el uso de los recursos, en la que se espera, por parte de los organismos gubernamentales, no sólo una tolerancia cero hacia las emisiones de gases de efecto invernadero, sino una supresión casi completa para 2050.

GRÁFICO 5: Plan verde europeo



fuentes: Comité de la Comunidad Europea

Otro de los pilares legislativos del marco normativo europeo sobre inversiones socialmente responsables es el Acuerdo de París contra el cambio climático. Sus principales objetivos son:

- Orientar los capitales hacia instrumentos de inversión sostenibles.
- Integrar los factores ESG en la gestión de activos y de riesgos.
- Fomentar la transparencia y las inversiones a largo plazo.

Con el fin de alcanzar estos objetivos, se han ratificado las siguientes normas;

- El Reglamento 2019/2088 de transmisión de las informaciones relativa a la sostenibilidad sobre el área de los servicios actuariales y financieros, que imponen a las compañías a divulgar información sobre la inclusión y gestión de los riesgos ESG, así como el análisis de incidencias contrarias en los procesos de selección de toma de inversiones y toma de decisiones.
- El reglamento 2019/2089 por el que se actualiza el reglamento 2016/1101 en lo relacionado a índices o benchmarks de transformación y transición ecológica e índices financieros cuyo objetivo es establecer una serie de pautas que asegure la integridad y precisión de las principales vertientes de los índices de bajo carbono utilizados en carteras de inversión

Así mismo, la comisión europea está trabajando en la línea continuista de los acuerdos de París y pretende ampliar el alcance del actual marco normativo:

- Una directiva de reglamento de taxonomía que estipula criterios homogéneos para establecer si una actividad inversionista es ambientalmente sostenible o no.
- Los cambios de las directrices de desarrollo de la MiFID II y la IDD para que las sociedades tengan en consideración las preferencias ESG de sus clientes en la ponderación de cumplimiento cuando presten el servicio de asesoramiento o gestión financiera.
- Las inclusiones de la directiva UCITS y la AIFMD, que repercutirían a los procesos internos de las compañías de gestión de fondos de inversión socialmente responsable, de forma que se garantice la inclusión de los criterios ESG en la estructura organizativa, los procesos de inversión (due dilligence y Asset allocation), el risk management y demás controles internos.
- Por último, se está implementando la normativa que controla la denominada “ecoetiqueta”, con la que se busca promocionar los productos susceptibles de ser objeto de inversión sostenible. Así mismo, la comisión europea está fomentando los “Green Bond Principles” que proporcionan directrices voluntarias para promover la integridad en el desarrollo del mercado de los bonos eco-verdes y estipular como gestionarlos y/o emitirlos.

Otro de los grandes proyectos legislativos en desarrollo, es el denominado “Corporate Social Responsibility & Responsible Business Conduct”. Es un marco de directrices que proporciona pautas y estrategias a las empresas privadas para que habiliten en sus estructuras de gobierno medidas orientadas no sólo a la preservación del medio ambiente, sino también orientadas a un estilo de gobernanza corporativa que sea responsable con su entorno social y económico. Esta circular facilita a las empresas una

nueva metodología en materia de gestión de riesgos, ahorro de costes, acceso a financiación sostenible y gestión de recursos humanos, tal y como informa la propia comunidad europea en su página web oficial. Si bien es cierto que esta directriz nació allá por 2011, está en constante fase de desarrollo y ampliación. En 2019, la comisión europea actualizó este marco de directrices para adaptarlo no sólo a las nuevas tendencias económicas, si no también para que empresas de menor tamaño como las PYMES, pudiesen incorporar la metodología de estas directrices, que originalmente estaban enfocadas exclusivamente hacia las grandes empresas.

4. AGENCIAS DE RATING E ÍNDICES BURSÁTILES

En cuanto a ISR se refiere, las agencias analizadoras de sostenibilidad y algunos de los índices bursátiles que miden la sostenibilidad proporcionan en este sentido una información para el inversor primordial a la hora de crear una cartera bajo estos criterios.

En estos momentos dichos criterios se realiza a través de un mercado bursátil con las agencias de análisis de sostenibilidad.

Por otro lado, hay que mencionar que no existe hasta la fecha una metodología estándar de valoración de compañías bajo criterios ISR y las agencias de *rating* no profundiza con la suficiente metodología de valoración. En la actualidad los criterios que siguen son modelos de valoración en base a una puntuación sobre diferentes criterios analizados.

Según indica Steven Maijor (presidente de ESMA), en una entrevista previa al foro financiero de Dublín, destacó la importancia de regular estas agencias de Rating, en concreto las ESG ya que bajo su opinión “están lejos de ser optimas”. El serio problema que ve a esta falta de criterios unificados es el riesgo de incurrir en “greenwashing”.

4.1 AGENCIAS DE RATING:

4.1.1 Standard and Poor's:

Uno de los mayores referentes en cuanto a rating corporativo es Standard and Poor's y consta de un sistema propio de rating para compañías ESG, S&P DJI. Este referente lleva a cabo puntuaciones sociales, ambientales y de gobierno corporativo que analizan de manera firme los componentes de riesgos propios de las sociedades ESG, específicamente en los factores financieros.

Estas puntuaciones son la respuesta a la medición de sustentabilidad societaria empleada anualmente por CSA.

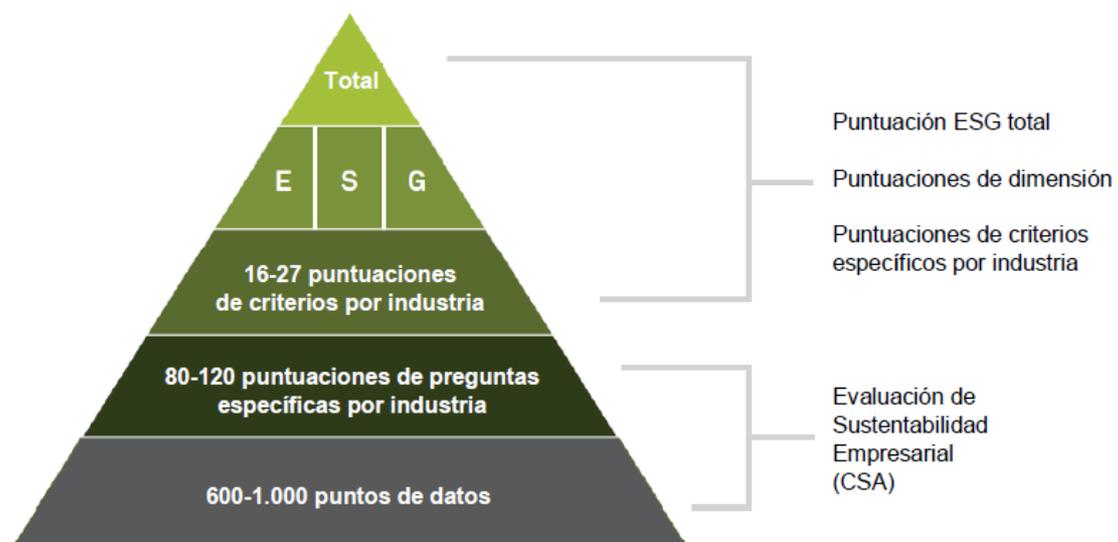
El informe corporativo ESG de CSA se puede definir como un cuestionario centrado en las directrices que permite una medición exhaustiva de las sociedades sobre el cumplimiento de medidas ESG. La evaluación se focaliza en cuestiones de sustentabilidad de carácter financiero. Este estudio localiza las sociedades que están mejor fortificadas para responder y reconocer nuevas oportunidades de gobierno corporativo sostenible y sus correspondientes desafíos. Las compañías son medidas según múltiples criterios de buena gobernanza y responsabilidad medio ambiental. Las respuestas que estas empresas arrojan a dichos criterios de medición reciben puntuaciones de dimensiones, criterios y puntuaciones totales, usando así un esquema de ponderación.

Las preguntas se centran en los siguientes puntos clave:

- Concienciación sobre los factores ESG para la consecución de los diversos objetivos financieros.

- Acotación del posible impacto económico por la inclusión de criterios ESG en la gobernanza de la sociedad.
- Capacidad de incorporación de estrategias definidas para gestionar los aspectos relevantes de las inversiones ESG de manera sostenible.
- Análisis de resultados según medidores de desempeño y grado de eficiencia en la puesta en marcha de iniciativas socialmente responsables.
- Informe de auditoría externo.
- Comunicación transparente de sus estrategias corporativas.

GRÁFICO 6: Sistema de puntuación S&P



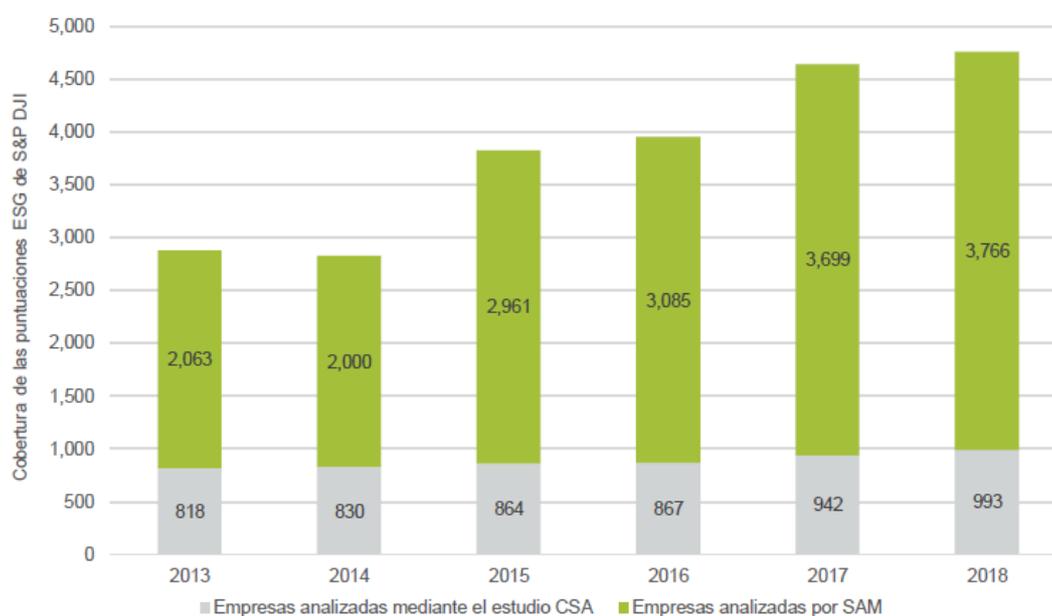
fuelle: SAM - S&P DJSI

El resultado final de la compañía corresponde al promedio ponderado de las puntuaciones obtenidas según cada uno de los criterios comentados.

Esta metodología de rating ESG permite a los inversores a perfilar la toma de decisión a la hora de invertir en compañías comprometidas con la sociedad.

La evolución de las compañías sujetas a dicho método de rating ha protagonizado un importante crecimiento a nivel mundial, ampliando así las posibilidades de inversión para las gestoras.

GRÁFICO 7: Empresas puntuadas por SDJI



Fuente: SAM

4.1.2 FTSE ESG Ratios:

Creado en 2001 referencia principales criterios de inversión ESG como, FTSE4Good: FTSE4Good Developed Índice, FTSE4Good Emerging Indexes, FTSE4Good RAFI Indexes, FTSE4Good ASEAN 5 Índice, FTSE4Good Japan Índice, FTSE4Good Developed Minimum Variance Índice, FTSE4Good Bursa Malaysia Índice, FTSE4Good TIP Taiwán ESG Índice son algunos de los ejemplos que podemos encontrar.

Elementos clave:

- - Puntuación relativa de la exposición a nivel de tema: es importante que las empresas que están más expuestas a temas particulares como el cambio climático o a problemas de gobierno corporativo se haga más para abordarlos y poder solventarlos. Por lo tanto, las empresas con una mayor exposición son evaluadas utilizando unos criterios más exhaustivos que las que no.
- - Puntuación relativa de la exposición a nivel de pilar y global: se calcula la puntuación de pilar como un promedio ponderado de las puntuaciones. Cada puntuación de cada tema está ponderada por su nivel de exposición; Exposición baja tiene un peso de 1, Exposición media tiene un peso de 2 y Exposición alta tiene un peso de 3.
- Este principio también se aplica para calcular la calificación general de FTSE ESG donde el peso de cada pilar se basa en el nivel de exposición promedio de los temas dentro de él.

- Calificaciones y puntajes de ESG relativos a la industria: Además de los puntuaciones y calificaciones "absolutas" anteriormente mencionadas, también se proporciona una puntuación relativa de las clases. Estas puntuaciones se comparan con las de otras compañías que estén dentro de la misma clasificación en el *FTSE industry Classification Benchmark (ICB)*. La calificación general de FTSE ESG se representa como un percentil donde un "1" indica que una empresa se encuentra en el 1% inferior y el "100" nos indica que una empresa se encuentra en el 1% superior.

GRÁFICO 8: Sistema de valoración FTSE



fuelle: FTSE

GRÁFICO 9: tabla de valoración ESG FTSE

Criterio	Descripción	Metodología	Output
ESG rating (1)	Medición calidad general a la gestión de la empresa ante medidas ESG	Ponderación de la exposición de la puntuación de los 3 pilares	0-5 puntos Siendo 5 la puntuación más alta.
			Calificación del percentil (1-100)
Pillars (3) Entorno Social Governanza	Puntuación: calidad de la gestión ante problemas ESG	Exposición promedio de todas las aplicaciones de puntuación	0-5 puntos Siendo 5 la puntuación más alta.
			1-10 decil
	Exposición: relevancia para los problemas ESG	Exposición de todos los remas aplicados dentro de ese pilar	1-3 puntos (3 es la exposición mas alta, relevante)
Temas (14) 5 Entorno 5 Social 4 Governanza	Medida de la calidad de la gestión de la empresa en cada tema	Porcentaje total de puntos que una empresa ha “cumplido” en cada tema	0-5 puntos
	Exposición, medida de relevancia para un tema	Determinado por la actividad industrial y su presencia operacional	0-3 puntos (el 0 nos indica que el tema no es pertinente)
+300 Indicadores	Más de 300 indicadores con cada tema. Un promedio de 125 es aplicado por empresa	<p>1- indicadores cualitativos para evaluar la calidad de la administración.</p> <p>2-indicadores cuantitativos para la medición de datos corporativos.</p> <p>3-indicadores adaptados para diferentes sectores industriales.</p> <p>4-indicadores adaptados a la geografía de cada país.</p> <p>5- indicadores de rendimiento, método cuantitativo.</p>	Se asigna 0,1 ó 2 por indicador, pero si el indicador es muy significativo la puntuación puede ser mayor.

fuentes: Elaboración propia

A continuación, podemos ver los criterios a medida para cada sector que sigue las exigencias de los criterios ESG de FTRussel:

- Subsector: indica la relevancia de un tema para la empresa. Dado que una empresa se puede identificar para múltiples subsectores, habrá un mapeo por subsector (se clasifican como primarios, secundarios o terciarios)
- Geography: evalúa si la empresa tiene operaciones en curso en otros países, siendo relevantes para el tema mencionado, para considerar sus posibles impactos.
- Nivel multinacional indica si la empresa desarrolla un 30% de sus ingresos fuera de su país de origen.
- Other: consideraciones para tener en cuenta que no se hayan mencionado en los 13 temas anteriores

GRÁFICO 10: criterios de inclusión y exclusión FTSE

Theme	Exposure Measures*	Subsector	Geography	Other
Biodiversity	H/M	✓	✓	Subsector Filter
Climate Change	H/M/L	✓		
Pollution & Resources	H/M	✓		
Supply Chain: Environmental	H	✓		Subsector Filter
Water Security	H/M	✓	✓	Subsector Filter
Customer Responsibility	H	✓		Subsector Filter
Health & Safety	H/M	✓	✓	
Human Rights & Community	H/M/L	✓	✓	
Labor Standards	H/M/L	✓	✓	
Supply Chain: Social	H	✓		Subsector Filter
Anti-corruption	H/M	✓	✓	Multinational
Corporate Governance	M	All		
Risk Management	H	✓		Other Theme Exposures
Tax Transparency	M		✓	Multinational

*High (H), Medium (M), Low (L)

fuelle: FTRussel

4.1.3 Vigeo-Eiris:

La agencia de calificación Vigeo Eiris nació el 22 de diciembre del 2015 de la fusión de dos líderes históricos en sus mercados (Vigeo y EIRIS), con la finalidad de crear una sola agencia de origen europeo y con un posicionamiento a escala global.

Vigeo Eiris, pionero mundial del análisis ESG, evalúa la integración de las organizaciones, tanto en sectores públicos como privados, de los factores sociales, medioambientales y de gobernanza en sus estrategias, gestión y operaciones, con un enfoque en la promoción del desempeño económico, la inversión responsable y la creación de valor sostenible.

Cabe mencionar que la agencia se encuentra presente en Londres, París, Boston, Bruselas, Casablanca, Milán, Montreal y Santiago, además, cuenta con un equipo

formado por 200 personas y trabaja en todos los continentes a través de su “Red Vigeo Eiris Global”.

La metodología de Vigeo Eiris mide la pertinencia de los compromisos de las compañías y de las organizaciones, sus capacidades para gestionar los riesgos, la eficiencia de los sistemas de gestión y su rendimiento en cuanto a todos los componentes de responsabilidad social, ambiental y de gobernanza. Utilizan un marco de 38 criterios sostenibles basados en estándares que se agrupan en 6 áreas de análisis: medioambiente, participación de la comunidad, comportamiento comercial, derechos humanos, gobierno corporativo y recursos humanos. Además, están segmentados en 41 sub-marcos sectoriales, ponderando los objetivos más significativos. Se evalúan a través de 330 indicadores que permiten valorar a las compañías sobre la incorporación de factores de responsabilidad social en sus sistemas de gestión.

GRÁFICO 11: Tabla con los 6 dominios y los 38 criterios

DERECHOS HUMANOS	RECURSOS HUMANOS	COMPORTAMIENTO EN LOS MERCADOS	GOBIERNO CORPORATIVO	MEDIOAMBIENTE	PARTICIPACIÓN DE LA COMUNIDAD
Derechos humanos fundamentales	Diálogo social	Seguridad de los productos	Composición y funcionamiento del Directorio	Estrategia medioambiental	Desarrollo social y económico Local
Derechos laborales fundamentales	Participación de los empleados	Información a los clientes	Auditoría y controles internos	Prevención y control de la polución	Impacto de los productos/servicios en la sociedad
No Discriminación y diversidad	Gestión de las reestructuraciones	Relaciones responsables con los clientes	Accionistas	Productos y servicios verdes	Contribuciones filantrópicas
Trabajo forzado y trabajo infantil	Desarrollo de carrera	Relaciones sustentables con los proveedores	Remuneración de los altos ejecutivos	Biodiversidad	
	Sistemas de remuneración	Integración de factores medioambientales en la cadena de valor		Agua	
	Salud y seguridad	Integración de factores sociales en la cadena de valor		Energía	
	Horarios de trabajo	Prevención de la corrupción		Emisiones atmosféricas	
		Prevención de las prácticas anticompetitivas		Residuos	
		Prácticas responsables de <i>lobbying</i>		Polución local	

Fuente: Elaboración propia

Cada criterio se pondera en función de la relevancia que tiene por sector. Existen tres factores que contribuyen a ponderar cada criterio.

- Factor 1. Naturaleza de los derechos, intereses y expectativas de los grupos de interés: fundamental/esencial/legítimo.
- Factor 2. Vulnerabilidad de los grupos de interés: alto/medio/bajo.
- Factor 3. Categorías de riesgo para la empresa: cohesión del capital humano, eficiencia operativa y organizativa, reputación, seguridad jurídica, seguridad del mercado y transparencia.

GRÁFICO 12: Pilares ESG - VIGEO



Fuente: VIGEO EIRIS

Para cada criterio, Vigeo Eiris revisa en profundidad la estrategia de cada compañía y sus sistemas de gestión, y se evalúan en función de 3 pilares que se estructuran en 9 ángulos de análisis: la importancia de los compromisos (Liderazgo), la eficiencia de su aplicación (Implementación) y el rendimiento obtenido (resultados). Las calificaciones persiguen una escala de calificación de 4 niveles.

El resultado de la puntuación de la compañía viene dado por la puntuación conjunta de la importancia de las políticas implementadas, la coherencia de su aplicación y los resultados.

4.1.4 Morningstar Sustainability Rating

La Agencia de rating Morningstar, impulsó en 2016 una metodología de rating específica ESG. La compañía obtiene de Sustainalytics toda la información relevante sobre los

fondos de inversión, los analiza y los compara entre sí para analizar, desde el punto de vista ESG, la gestión de riesgos y el impacto financiero. Morningstar estipula que las compañías de diferentes sectores tienen distintos conjuntos de riesgos en material ESG, y por tanto esos riesgos deben de presentar distinta ponderación.

La evaluación del riesgo ESG de una sociedad arranca con la evaluación de su grado de exposición a los riesgos generales tanto en sus operaciones como en sus productos o servicios, y acto seguido analiza las medidas adoptadas para gestionar dichos riesgos de manera específica, tal y como refleja el siguiente gráfico.

GRÁFICO 13: ESG Marco de riesgos

Exhibit 1 ESG Risk Framework



Fuente: www.Morningstar.com

A continuación, se procede a calcular la media ponderada por activos según la exposición de riesgo ESG de cada fondo de inversión en los últimos 12 meses y, por último, las puntuaciones obtenidas se cuantifican mediante un promedio ponderado exponencial que pondera los fondos recientes en mayor grado que los fondos más antiguos. En base a esta metodología, los fondos de inversión son certificados con sistema gráfico de 1 a 5 globos, en función de su grado de compromiso en material ESG siendo 5 globos la máxima puntuación y 1 la mínima asignable:

GRÁFICO 14: ESG Rating Morningstar



fuelle: www.morningstar.com

En 2019, según su propia base de datos, Morningstar analizó más de 20.000 fondos de inversión distintos, de los cuales, sólo el 10% obtuvo la calificación de 5 globos. Y de esos aproximadamente 2000 fondos analizados, sólo 411 obtuvieron además las 5 estrellas de Morningstar en materia de calidad de gestión (independientemente de criterios ESG). Esto será analizado con mucha más profundidad más adelante en este estudio.

4.2 ÍNDICES DE REFERENCIA O BENCHMARKS

4.2.1 Ftse4good Spain:

Hay que mencionar que desde el año 2008 el grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME) se asoció con el grupo FTSE para poder crear, diseñar y gestionar el Índice FTSE4Good IBEX.

En él se incluyen todas las empresas capitalizadas con buenas prácticas sostenibles, estas deben cumplir una serie de criterios sociales, ambientales y de gobierno para poder entrar en el índice (para poder ser incorporadas en el índice estas deben tener al menos una puntuación de 3.1 sobre 5).

Esta herramienta es útil a la hora de que inversores busquen empresas en las que poder confiar y poder invertir en base a unos principios que confían y depositan su confianza en los criterios de FTSE. Estos beneficios pueden llegar a ser:

- - Que a través de una participación y su evaluación por FTSE4Good se establezca un impacto, impulsando así las prácticas ESG por parte de estas empresas.
- -Actividades comerciales estrictas donde se integren a empresas con buenas prácticas o excluyan a otras que si las desempeñan.

- -Evitar la inversión en carbón puro o en sectores que llegan a estar excluidos como pueden ser los negocios de armamento o tabaco.

GRÁFICO 15: Pesos del FTSE4Good Ibex

ICB Supersector breakdown	FTSE 4Good IBEX
0500 Oil & Gas	4,70
1700 Basic Resources	3,54
2300 Construction & Materials	8,50
2700 Industrial Goods & Services	9,68
3300 Automobiles & Parts	0,37
3500 Food & Beverage	0,50
4500 Health Care	3,52
5300 Retail	7,22
5500 Media	0,55
5700 Travel & Leisure	2,67
6500 Telecommunications	9,83
7500 Utilities	20,26
8300 Banks	24,61
8500 Insurance	0,82
8600 Real Estate	1,52
8700 Financial Services	1,27
9500 Technology	0,45

fuelle: BME

En esta tabla podemos distinguir los pesos de los sectores que componen el índice, cabe destacar que los sectores que más peso tienen son el sector bancario y el de utilities con un 24,61% y 20,26% respectivamente, por otro lado, mencionar los sectores con menor representación que son el tecnológico y el automovilístico, datos de enero de 2020.

4.2.2 Eurostoxx ESG 50 Leaders

Uno de los benchmarks europeos referencia en el área de inversiones ESG es el EURO STOXX ESG LEADERS 50 INDEX. Es un índice compuesto por las 50 empresas punteras mundiales en términos ambientales, sociales y de buen gobierno basado en los criterios y medidores ESG de la empresa de rating europea Sustainalytics. Este índice a su vez es un derivado del propio EURO STOXX ESG LEADERS INDEX, con la salvedad que el primero se compone con las 50 cotizaciones más grandes en cuanto a capitalización y mayor grado de adaptación a las políticas socialmente responsables.

A continuación, se muestra una tabla con las 10 compañías con mayor peso relativo en el índice.

GRÁFICO 16: Componentes Eurostoxx ESG 50 Leaders

Top 10 Components⁵

Company	Supersector	Country	Weight (%)
IBERDROLA	Utilities	ES	2.74
E.ON	Utilities	DE	2.59
NOKIA	Technology	FI	2.59
ENEL	Utilities	IT	2.58
DEUTSCHE TELEKOM	Telecommunications	DE	2.50
SCHNEIDER ELECTRIC	Industrial Goods & Services	FR	2.38
ASML HLDG	Technology	NL	2.36
INTESA SANPAOLO	Banks	IT	2.23
KONINKLIJKE DSM	Chemicals	NL	2.21
DEUTSCHE BOERSE	Financial Services	DE	2.21

⁵ Based on the composition as of Feb. 28, 2020

Fuente: Stoxx.com

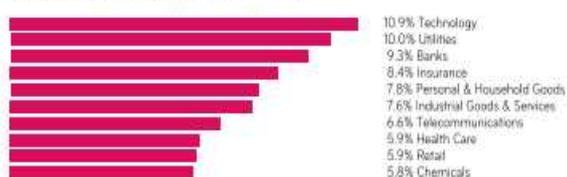
Se observa a su vez un significativo grado de diversificación en cuanto al sector empresarial, como en la nacionalidad de las compañías. Así mismo se puede observar la existencia de una cierta paridad entre los pesos relativos pues entre la primera y la décima compañía más grande presente en el índice apenas hay 53 puntos básicos de diferencia.

GRÁFICO 17: Composición Eurostoxx ESG 50 Leaders

Descriptive statistics

Index	Market cap (EUR bn.)			Components (EUR bn.)			Component weight (%)		Turnover (%)
	Full	Free-float	Mean	Median	Largest	Smallest	Largest	Smallest	
EURO STOXX ESG Leaders 50 Index	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	2.7	1.4	31.1
EURO STOXX Index	5,684.0	4,159.7	13.6	6.4	121.5	1.4	2.9	0.0	2.3

Supersector weighting (top 10)



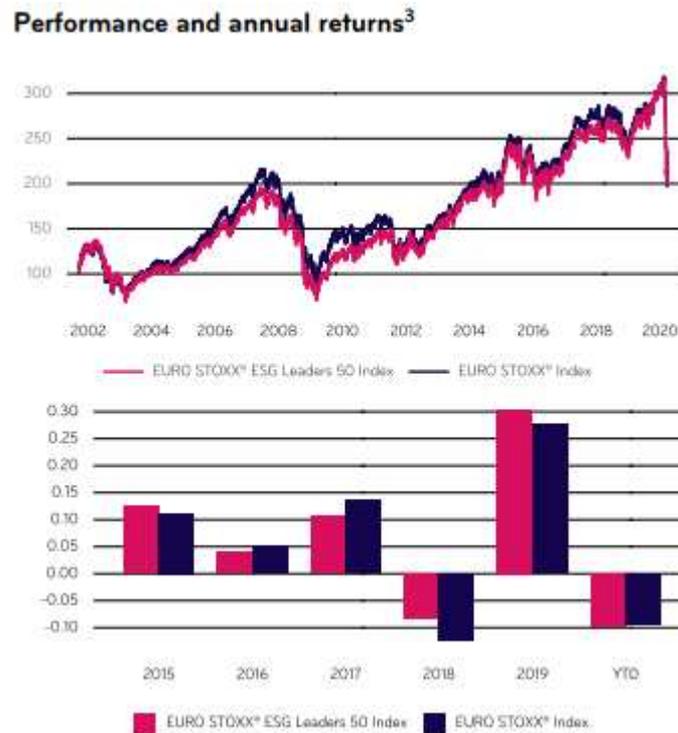
Country weighting



Fuente: Stoxx.com

En cuanto a la segmentación por sector o por país, ahí ya si se pueden observar algunas diferencias. Si bien la estructuración por sector está algo más diversificada (tecnología, Servicios, Banca, Seguros, Industria, Telecomunicaciones...), el reparto por países presenta no obstante grandes diferencias, pues sólo Francia y Alemania representan mas del 50% de la composición del índice.

GRÁFICO 18: Performance histórico Eurostoxx ESG 50 Leaders



Fuente: Stox.com

En cuanto a rentabilidades respecta, se puede observar una clara tendencia alcista en cuanto a la cotización del índice, a expensas de lo que está sucediendo en los mercados a raíz de la crisis de COVID-19 y le de recesión económica sufrida en 2008-2009.

En cuanto al desarrollo sostenible los mercados desempeñan un papel muy relevante, pero están lejos de estar orientados en la misma dirección. Se necesita con urgencia que se establezcan criterios de unificación de criterios para estandarizar unos resultados y que los inversores puedan premiar o castigar determinadas prácticas.

5. CRITERIOS DE SOSTENIBILIDAD

5.1 METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN DE SOSTENIBILIDAD

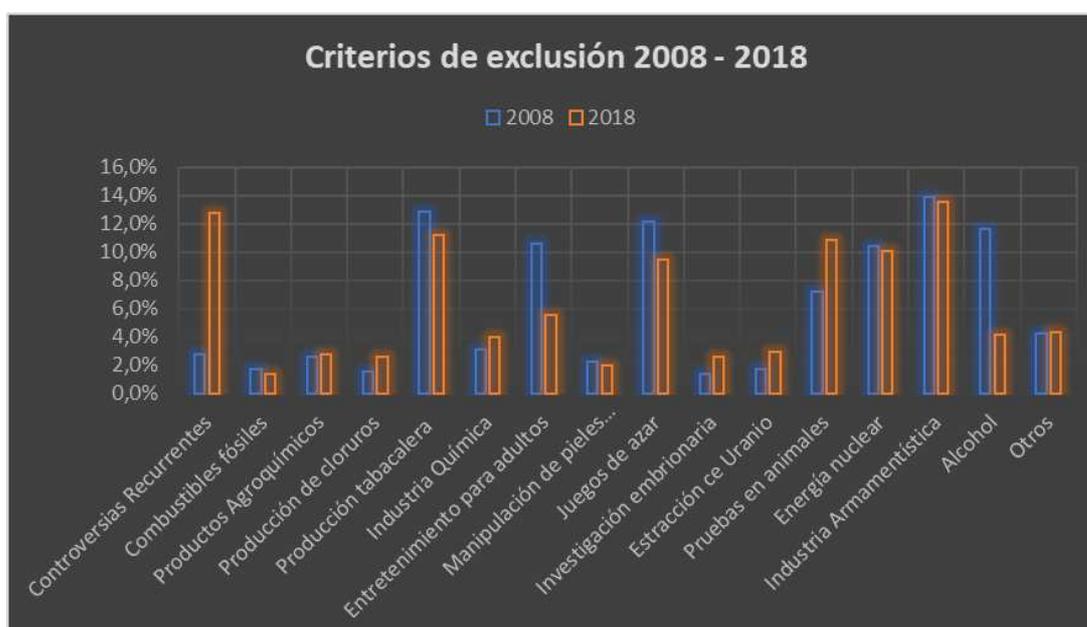
La mayoría de los sistemas de detección y/o selección de activos susceptibles de ser objeto de inversión ESG consisten en criterios negativos de excusión o positivos de inclusión. Estos criterios de valoración y su importancia relativa han ido evolucionando con las diferentes tendencias de los mercados, así como la combinación de estos. En la actualidad se podría afirmar que ya no se excluyen compañías por pertenecer a determinados sectores, sino que se excluyen por llevar a cabo determinadas prácticas inadecuadas. Lo mismo pasa con el Screening positivo, no por pertenecer a un sector propenso a ser respetuoso con el medio ambiente, se cumplen los requisitos o estándares para ser objeto de inversión ESG.

5.1.1 Screening negativo.

La práctica denominada como “Screening negativo” hace referencia al procedimiento de exclusión como objeto susceptible de ser inversión ESG a raíz de la detección, mediante criterios determinados, de aspectos contrarios a los principios ESG.

Analizando los distintos criterios de exclusión implementados por las principales agencias de rating ESG en el mercado, se obtiene la siguiente tabla. En ésta se puede observar la evolución, en peso relativo, de los criterios empleados que fuesen motivo de exclusión para alguna compañía.

GRÁFICO 19: Criterios de exclusión Morningstar



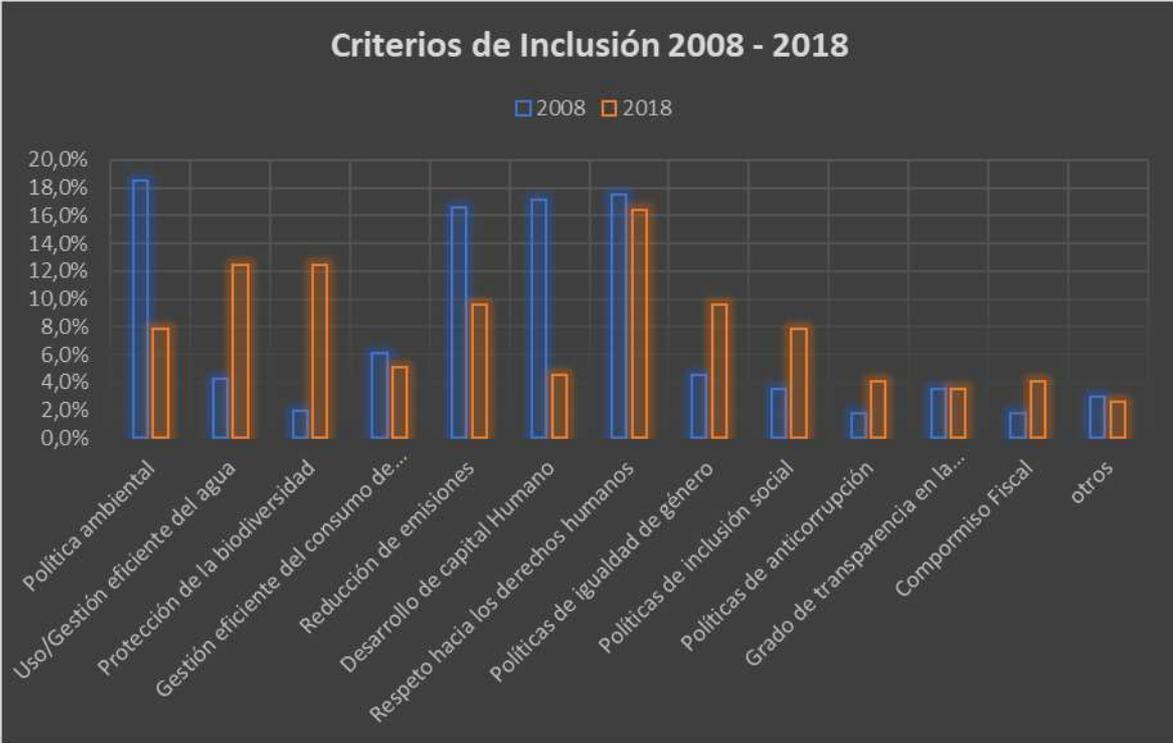
fuelle: www.Morningstar.com y elaboración propia

Se observa como a lo largo de esta última década, los pesos relativos de los principales motivos de exclusión han ido disminuyendo considerablemente (Industria tabacalera, juegos de azar, entretenimiento de adultos, industria armamentística...) y solo las controversias recurrentes se han visto incrementadas. Esto no quiere decir que el mercado ESG se haya vuelto más tolerante con los sectores tradicionalmente poco responsables, sino que mientras que, en el pasado, se excluía a una compañía por su actividad económica independientemente de su buena o mala gobernanza, en la actualidad, el mero hecho de ver a una compañía inmersa en controversias recurrentes, independientemente de su actividad económica, es motivo más que suficiente para ser excluida.

5.1.2 Screening positivo.

En contraposición, La práctica denominada como “Screening positivo” hace referencia a lo contrario anteriormente expuesto, es procedimiento de inclusión como objeto susceptible de ser inversión ESG a raíz de la detección, mediante criterios determinados, de aspectos favorables a los principios ESG.

GRÁFICO 20: Criterios de inclusión Morningstar



fuelle: www.Morningstar.com y elaboración propia

Al analizar los datos facilitados por el anterior gráfico, se observa un mayor grado de diversificación en los motivos de aceptación ESG. Se observa, como en 2008, La política medioambiental, la reducción de emisiones, el desarrollo de capital humano y el respeto por los derechos humanos acaparaban casi el 90% del total de los motivos de inclusión. Al compararlo con los datos de 2018, se observa un importante decrecimiento de los factores mencionados en favor de otros no tan distintos como la gestión eficiente de los recursos (Agua, Energía ...) o las políticas de inclusión social e igualdad de género. Esto no quiere decir que la reducción de emisiones haya pasado a un segundo plano, sino que, al ser tan importante, su ausencia es más un criterio de exclusión, y los nuevos criterios son de inclusión.

5.1.3 Engagement y voting.

Se basa en establecer un diálogo en vista de mejorar el comportamiento corporativo en materia ESG. Es una estrategia de inversión que cada vez presenta una mayor relevancia para iniciar una comunicación entre el inversor y los gestores de los fondos, con el fin de fomentar las prácticas sostenibles y el rendimiento en las inversiones. En la mayoría de los casos, esta metodología suele ser empleada por los gestores de los fondos.

El “voting” en este caso hace referencia a la capacidad que presentan los accionistas para ejercer su derecho de voto en las juntas y de juzgar bajo su propio juicio el cumplimiento de las ESG por parte de las compañías.

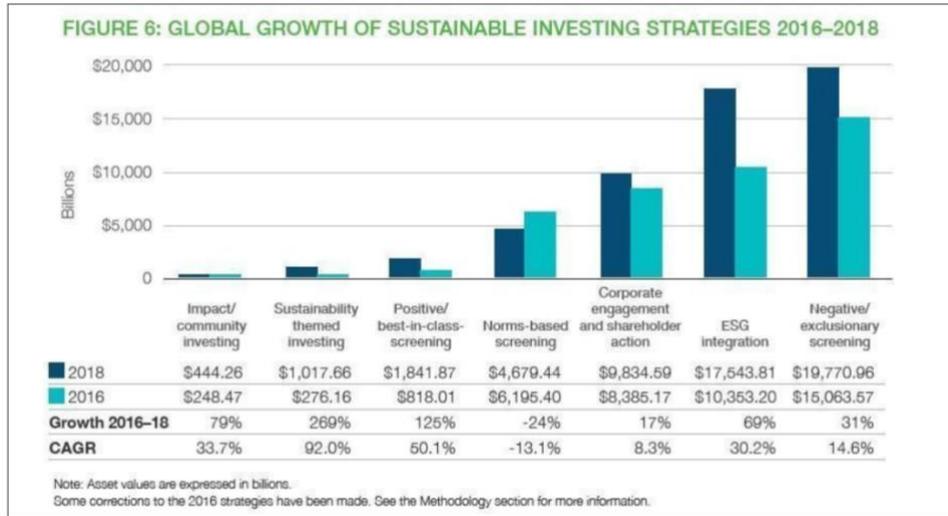
Actualmente, es una de las estrategias de inversión que más ha crecido, por encima de otras estrategias de ISR, aumentando un 27% en 2019 en España. Además, el “Engagement” climático se ha incrementado motivado por el Acuerdo de París y la emergencia climática.

5.1.4 Inversión de impacto.

En este caso, este tipo de estrategia tiene como principal objetivo generar un impacto social y ambiental positivo mientras que, a su vez, buscan obtener rendimientos financieros. Además, resulta imprescindible cuantificar y medir los impactos que hayan sido ejercidos para evaluar la rentabilidad financiera y la ganancia social obtenida. Por medio de esta medición, la compañía puede demostrar la efectividad y el alcance de las inversiones. Sin embargo, no resulta fácil evaluar el impacto social y ambiental, ya que cualquier decisión abarca una variedad de magnitudes, las cuales precisan variables representativas del impacto que generen.

Respecto a todas las mencionadas, la metodología de exclusión o Screening negativo es la estrategia más presente y la más utilizada a nivel global. Sin embargo, a lo largo de los años están dando paso a más estrategias que son más inclusivas.

GRÁFICO 21: Evolución de las estrategias ESG



fuerite: SGI

No obstante, las compañías tienen la posibilidad de elegir la metodología a seguir, y esto podría generar el inconveniente de que puedan utilizar los criterios más favorables o convenientes y de esta forma, conseguir una mayor puntuación. Por lo consiguiente, se puede comprobar la necesidad de modelos estandarizados que valoren a las compañías de manera uniforme, pues su ausencia genera una falta de transparencia a la hora de valorar el desarrollo de la práctica sostenible de las compañías.

5.2 SRI LABEL

Creado en septiembre de 2015 por el Ministerio de Economía, la etiqueta SRI es una herramienta utilizada para elegir inversiones que sean sostenibles y responsables. Su finalidad conduce al incremento de la visibilidad de productos ISR en cuanto a inversores en Francia y España respecta.

Esta etiqueta fue emitida bajo la supervisión final de un estricto proceso de selección llevado a cabo por organismos independientes, con el objetivo de constituir una única marca para aquellos inversores que quieren fomentar una economía más sostenible.

Las autoridades, además de ser las propietarias de la marca también aprueban los cambios realizados por el Comité de Etiquetas. Este comité sugiere los cambios y define las pautas a seguir además de supervisar el correcto procedimiento de etiquetado.

Para proceder a la obtención de la etiqueta, los fondos los fondos deben de llevar a cabo un exhaustivo proceso. El primer paso para verificar si un fondo es elegible o puede optar a la etiqueta SRI consiste en presentar su solicitud junto a la información relativa a la naturaleza y composición su cartera a una entidad de certificación. Este organismo se encargará de realizar un primer análisis para verificar si el fondo cumple con los criterios de elegibilidad que se presentan a continuación:

GRÁFICO 22: Sistema de etiquetas RSI

TITULO	REQUISITOS	INFORMACIÓN REQUERIDA	PUNTOS DE INSPECCIÓN, MÉTODO DE INSPECCIÓN, PROCEDIMIENTO PARA CONCLUIR SI SE HA CUMPLIDO UN REQUISITO O CRITERIO
I. Fondos elegibles	<p>Los siguientes fondos son elegibles:</p> <p>i. Fondos cubiertos por la Directiva OICVM.</p> <p>ii. Fondos de inversión alternativos (AIF) que no tengan un efecto de apalancamiento sustancial según lo definido por la Directiva AIFM y que sean:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Uso general fondos de inversión O - Fondos de ahorro para empleados 	Prospecto y KIID.	Comprobación de que el registro/autorización existe en la base de datos GECO de la AMF. El auditor comprueba que el fondo es un OICVM cubierto por la Directiva OICVM IV (2009/65/CE) o un Fondo de Inversión Alternativa (2011/61/UE) autorizado para la venta en Francia, un fondo de inversión de propósito general cubierto por el artículo L. 214- 24- 24 del Código Monetario y Financiero Francés o un fondo de ahorro para empleados cubierto por el artículo L. 214-163 del Código Monetario y Financiero Francés.
II. Organismo de promoción de etiquetas	Comprometerse a convertirse en miembro del organismo de promoción de etiquetas	Compromiso de membresía por escrito	Comprobación que el compromiso existe.
III. Casos especiales	<p>i. Fondos mixtos corporativos/soberanos Los valores de deuda emitidos por gobiernos, autoridades regionales y organismos públicos gubernamentales o internacionales, distintos de los bonos "verdes", no están incluidos en el ámbito de los activos SRI afectados por la etiqueta. Al menos el 30% de la cartera deben ser activos distintos de los títulos de deuda antes mencionados.</p> <p>ii. Los fondos de fondos o fondos multigestión deben invertirse al menos en un 90 % en fondos que tengan la etiqueta SRI o una etiqueta europea reconocida como equivalente por el titular de la etiqueta.</p>	<p>Declaración y folleto de la cartera</p> <p>Declaración de cartera que indica la etiqueta obtenida o solicitada para cada fondo y folleto.</p>	<p>El revisor verifica la composición de la cartera en términos de elegibilidad de los fondos subyacentes.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Verificación de que los fondos invertidos están etiquetados de hecho o son objeto de una solicitud de etiqueta - Verificación del cumplimiento de la proporción del 90% de los fondos etiquetados por SRI Cuando se requiere el cumplimiento de una norma cuantitativa y el fondo solicitante no cumple con esto o el fondo solicitante no ha estado operando lo suficiente para demostrar el cumplimiento de la norma, se considera que el criterio se ha cumplido si el solicitante

Elaboración propia. Fuente: lelabelisr.fr

Una vez que la solicitud haya sido admisible, el fondo pasa al segundo paso en el cual el organismo de certificación de encargará de auditar el fondo con el objetivo de verificar si cumple con los criterios de etiquetado, según la orden de 2016. Estos criterios de desglosan en seis temas:

- Objetivos financieros y ESG de los fondos se encuentran bien definidos y descritos respecto a los inversores de los fondos.
- Verificar el cumplimiento de los criterios ESG y su correcta metodología.
- Incluir los criterios ESG a lo largo del desarrollo de la cartera
- Existencia de una política de compromiso con las compañías del fondo a través la del diálogo y la votación.
- Transparencia
- Medición de los impactos sostenibles bajo los criterios ESG en el desarrollo de la sostenibilidad económica.

Una vez que se haya completado la auditoria, el organismo desarrollara un informe con las conclusiones que dictamine la decisión de otorgar la etiqueta SRI.

Por último, la decisión la toma el organismo de certificación respecto al informe de auditoría. Esta etiqueta es concedida por un periodo de tres años renovable, realizándose a lo largo de esta etapa auditorias provisionales que verifiquen el cumplimiento de los requisitos de la etiqueta.

6. COMPARACIÓN MERCADO ESG ESPAÑOL VS MERCADOS ESG INGLÉS Y FRANCÉS

6.1- MERCADO ESG ESPAÑOL

6.1.1 Introducción

La economía española ha conseguido obtener un crecimiento consolidado de un 3% desde la recesión que terminó en 2014, con tasas de crecimiento superiores a la zona euro. La situación crediticia nacional favorece la propia demanda aumentando la confianza de los hogares y la perspectiva de trabajo, consiguiendo un ahorro de la financiación de las familias en 2017 de 2,1 billones de €, el 182% del PIB.

Las IIC en el 2017 constatan el 14,8% del ahorro financiero, aproximadamente 464 millones de € y los fondos de pensiones un total del 5,7%. Ambos han ido mejorando año tras año, sobre todo respecto a los depósitos que dominaba el sector ahorro.

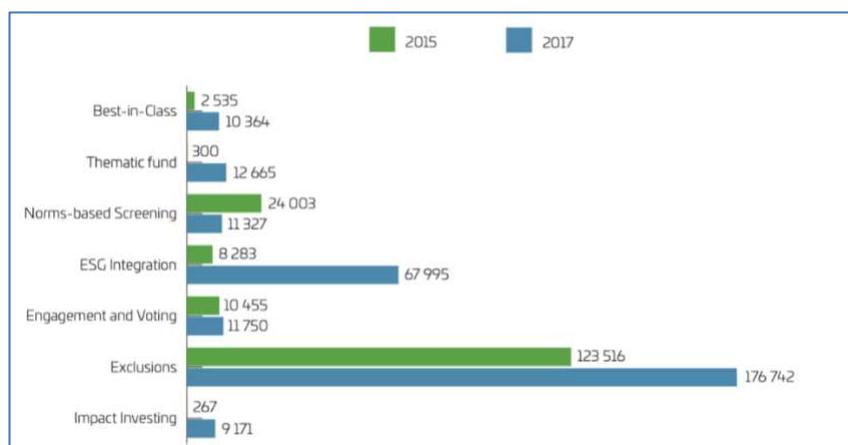
Estos buenos resultados del ahorro han hecho que la diversificación del ahorro sea importante, siendo los criterios ESG y de sostenibilidad los que han cobrado importancia con el paso de los años, mejorando la calidad de las inversiones.

Características del mercado ISR: Desde el 2003 el mercado ISR en España ha tenido una tasa de crecimiento positiva, destacando que la inversión en esta terminología sigue siendo positiva tanto en épocas de recesión como en épocas de beneficio económico, en parte por el continuo apoyo de las empresas por este tipo de apuestas.

el mercado ISR creció más en los últimos 2 años que en el PIB o el IBEX 35, representa entorno al 45% de los activos bajo gestión, excluyendo las iic extranjeras.

Hay que destacar que las inversiones en impacto representan el crecimiento más rápido con unos 9mil millones.

GRÁFICO 23: Evolución del mercado ESG en España 2015-2017



fuentes: www.Spainsif.es

6.1.2 Análisis Performance del mercado ESG en España

Como se puede apreciar en este estudio, existen distintas metodologías que permiten analizar y ponderar un mercado como el de las inversiones ESG. Para este análisis cuantitativo, se va a utilizar como base, la metodología de ranking implementada por Morningstar, cuya fuente de datos es Sustainalytics, una de las más veraces y prestigiosas.

Como se comentaba en anterior bloque de este estudio, Morningstar utiliza un doble sistema de valoración: Estrellas para medir la calidad en la gestión (de 1 a 5 estrellas, siendo 1 estrella baja calidad y 5 estrellas máxima calidad) así como Globos para medir el grado de adecuación respecto criterios socialmente responsables (de 1 a 5 globos, siendo 1 globo bajo grado de adecuación y 5 globos máximo grado de adecuación). De los más de 25.000 fondos de inversión analizados anualmente, sólo 419 han alcanzado la máxima calificación por ambos métodos y cuya distribución por comercialización geográfica es la siguiente:

GRÁFICO 24: Fondos ESG doble rating 5 estrellas & 5 globos

Fondos ESG rating 5 stars & 5 Globos		
	nº fondos	(%) sobre total
Fondos ESG rating 5 stars & 5 Globos	419	100%
Comercializados en España	24	6%
Comercializados en Francia	47	11%
Comercializados en Reino Unido	75	18%

fuelle www.Morningstar.com y elaboración propia

Sólo 24 fondos ESG comercializados en España, han alcanzado este doble grado creditico, y tan sólo 1 es de origen español: El fondo Bankinter Eficiencia Energética Y Medioambiente R FI. Lo cual pone de manifiesto, que el sector ESG en España, a pesar de venir protagonizando una tendencia creciente a lo largo de estos últimos años, aún tiene espacio de mejora.

Para analizar la performance de estos 24 Fondos ESG, se ha tomado como muestra temporal 4 periodos:

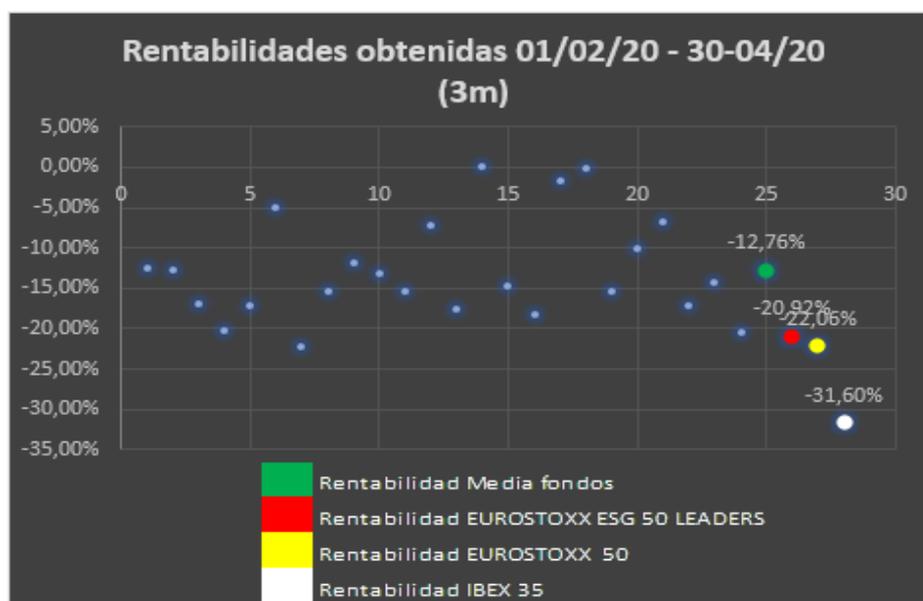
- 1 mes (01/04/20 a 30/04/20)
- 3 meses (01/02/20 a 30/04/20)
- 1 año (30/04/19 a 30/04/20)
- 3 años (30/04/17 a 30/04/20)

La comparación de dichos fondos será realizada frente a 3 índices de referencia:

- EURO STOXX 50
- EURO STOXX 50 ESG Leaders
- IBEX 35

Con estas selecciones temporales, se busca dos objetivos, por un lado, analizar la performance de dichos fondos a corto plazo (1 y 3 meses) durante una crisis sistémica como es la del COVID-19 y un análisis performance mas estable a medio plazo (1 y 3 años) para observar la evolución de dichos fondos frente al mercado europeo y nacional dada la creciente corriente inversionista orientada a los fondos de inversión ESG de estos últimos años.

GRÁFICO 25: Rentabilidades ESG España (3 meses)

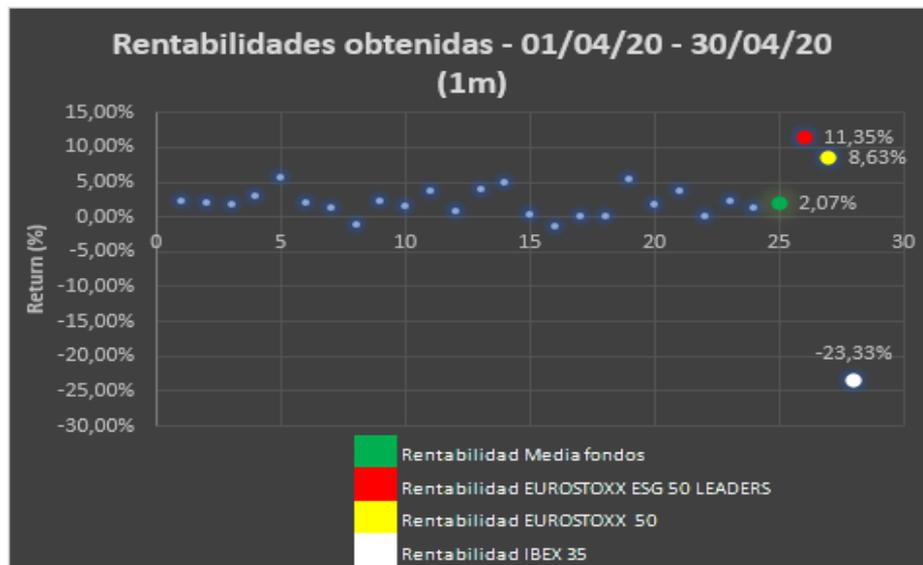


fuelle: www.Morningstar.com y elaboración propia

En este gráfico, se pueden observar los rendimientos obtenidos en un horizonte temporal de 3 meses tanto por los 24 fondos seleccionados como por los principales benchmarks. Se puede ver a primera vista, un relativamente importante grado de dispersión de las rentabilidades de estos fondos durante la actual crisis económica. Si bien es cierto que estos 24 fondos ESG, considerados “best-in-class”, se han comportado en su totalidad cualitativamente mejor que los 3 índices de referencia, ninguno ha logrado obtener rentabilidades positivas.

Por otro lado, al visualizar las mismas rentabilidades a un solo mes vista se observan ciertas diferencias:

GRÁFICO 26: Rentabilidades ESG España (1 mes)

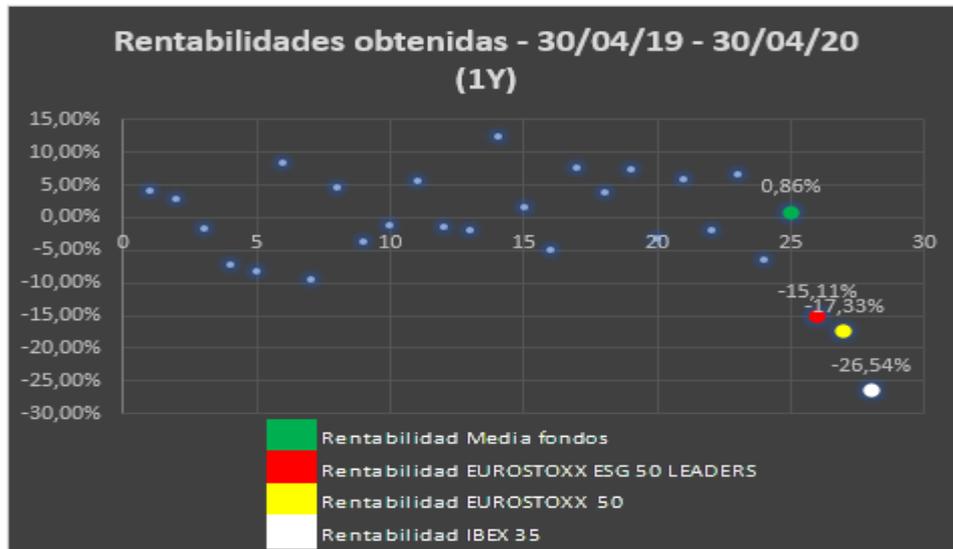


fuelle: www.Morningstar.com y elaboración propia.

En el mes de abril, la tendencia negativa se ha revertido, y tanto los 24 fondos analizados como los 2 índices de referencia europeos (el Ibex por su parte seguía con retornos negativos en abril) han retomado una senda de rentabilidades crecientes, generando una recuperación en V. Este efecto rebote, se ha visto mucho más acentuado en los índices benchmarks pasando de un -20% de retorno en 3 meses, a un +10% el último mes mientras que la media de rentabilidad de los 24 fondos a pasado de -12% de retorno a un 2%. De este comportamiento se extrae que la volatilidad sufrida por los índices de referencia europeos es significativamente mayor que la volatilidad inherente de estos fondos ESG. No obstante, más adelante se comparará los valores analizados mediante el ratio Sharpe, que nos indicará la relación entre la rentabilidad extra obtenida frente a la renta fija “risk free” por cada unidad de riesgo asumida.

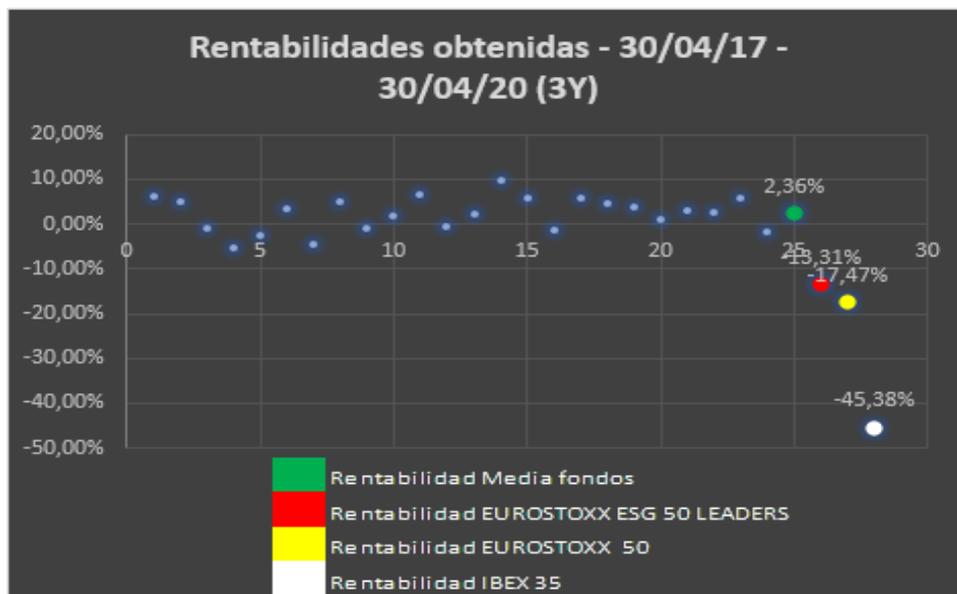
Por el contrario, si se analizan dichos valores a medio plazo (1 y 3 años), se puede apreciar un cierto patrón en cuanto a la obtención de rentabilidades.

GRÁFICO 27: Rentabilidades ESG España (1 año)



fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

GRÁFICO 28: Rentabilidades ESG España (3 años)



fuelle www.morningstar.com y elaboración propia

Al yuxtaponer ambos gráficos, se percibe un comportamiento distinto de los 24 fondos ESG con doble calidad crediticia por Morningstar frente a los 3 benchmarks seleccionados. Las rentabilidades de los fondos no solo presentan un mayor grado de agrupación, especialmente a 3 años, sino que, en ambos periodos de tiempo, la totalidad de fondos han batido a sus índices de referencia en cuanto a rentabilidad respecta. Es más, se observa un alto porcentaje de estos fondos en cuanto a obtención de rentabilidades positivas respecta. Esto se podrá apreciar en la siguiente tabla, donde refleja los porcentajes de abatimiento según la referencia tomada.

GRÁFICO 29: Mercado ESG España - porcentaje de abatimiento

PORCENTAJE DE ABATIMIENTO				
	3 años (%)	1 año (%)	3 meses (%)	1 mes(%)
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS	100%	100%	96%	0%
EUROSTOXX 50	100%	100%	79%	0%
IBEX	100%	100%	100%	100%
RENTABILIADES POSITIVAS	67%	50%	4%	92%

Fuente: www.morningstar.com y elaboración propia

De esta tabla hay que destacar que a largo plazo (tanto a 1 como a 3 años) el 100% de los 24 fondos han superado a sus respectivos índices, y más de la mitad ya presentan rentabilidades positivas (recordar que los 3 índices acumulan rentabilidades negativas en los 4 horizontes temporales).

Por otro lado, llama la atención que a 1 sólo mes vista (el corto plazo más inmediato), ningún fondo ha batido a los benchmarks europeos. No obstante, puede que sea debido a la alta volatilidad de estos, pues en el pasado mes de abril, los índices de referencia presentaban un crecimiento de un 10% de media en sus rentabilidades (un 2% en el caso de la rentabilidad media de los 24 fondos). Esto probablemente sea un efecto rebote debido a sus fuertes caídas de rentabilidad a 3 meses vista ((-20%) de media frente al (-12%) de media en los fondos).

Por último y no por ello menos relevante, soslayar que muy alejado de todo, queda el IBEX 35, que presenta las rentabilidades más negativas en los 4 horizontes temporales analizados.

Otro indicador para tener en cuenta es el ratio Sharpe. Este indicador muestra la rentabilidad extra obtenida con respecto a un activo de renta fija “risk Free” (en este caso se ha utilizado el bono alemán a 3 años, con una rentabilidad ex-cupón del 0.5%) por cada unidad de riesgo asumida (tomando como medidor de volatilidad la desviación típica). Al aplicar dicho ratio sobre los 24 fondos analizados, así como los 3 índices de referencia, se obtiene la siguiente tabla:

GRÁFICO 30: Mercado ESG España - Ratio Sharpe

RATIO SHARPE (a 3 años)	
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS	-12,01
EUROSTOXX 50	-15,08
IBEX 35	-37,02
Promedio de fondos	0,18
<i>positivos</i>	70,8%

fuentes: www.bloomberg y elaboración propia

No deja de ser significativo que el promedio de fondos no sólo presenta unas rentabilidades muy superiores a los índices de referencia, sino que éstas, a 3 años ajustadas sobre “risk free” por cada unidad de riesgo asumida son en su totalidad mejores que sus índices de referencia. No obstante, el 30% de estos fondos presentan un ratio Sharpe negativo, lo que indica que esos fondos, han arrojado unas rentabilidades inferiores al activo de renta fija de menor rentabilidad/riesgo en el mercado europeo para un mismo horizonte temporal.

6.2-MERCADO ESG EN REINO UNIDO

6.2.1 Introducción.

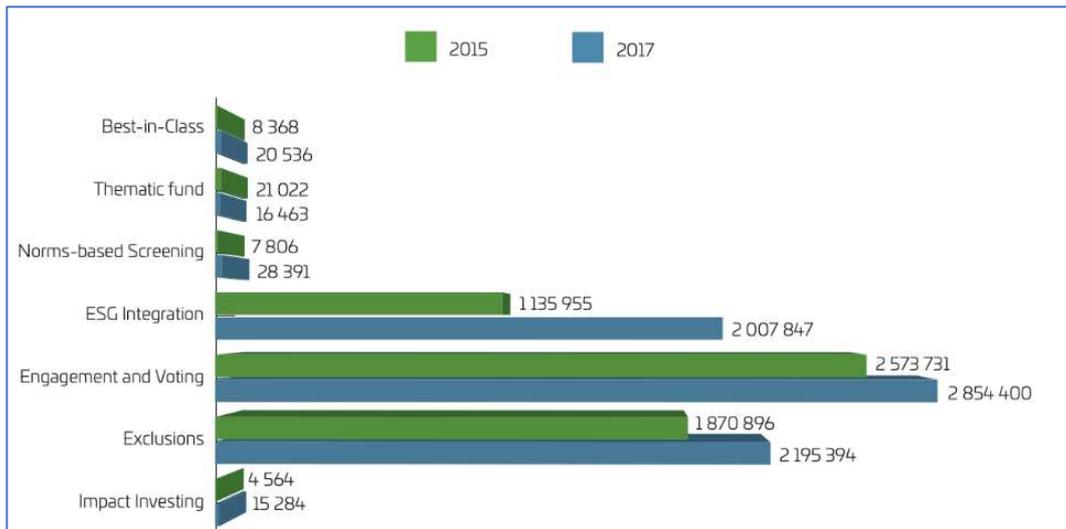
Reino Unido es una de las principales capitales mundiales del sector financiero, como prueba de ello es el peso relativo de su capital bajo gestión con respecto al total de la Unión Europea (el 37% de los activos existentes en toda Europa son gestionados desde las islas británicas).

En lo que respecta al mercado ESG británico, se denota un continuo crecimiento en las inversiones socialmente responsables estos últimos años. El 26% de todos los activos de Reino Unido ya se invierten utilizando estrategias ESG. Tanto las compañías como las propias gestoras tratan de atraer a un nuevo segmento de mercado, más sensibilizado con los criterios ESG. Según un estudio de UKSIF (Asociación de inversiones y finanzas sostenibles del Reino Unido), casi el 90% de los gerentes establecen que la regulación en cuanto a los niveles de emisión, es decir, el riesgo de transición energética afectará en la valoración de las compañías, mientras que casi la mitad de los administradores de fondos no presentan estrategias que se impliquen en el tema. Es por ello, que el cambio climático sigue siendo uno de los problemas más analizados e investigados de las Inversiones Socialmente Responsables. Cabe destacar el apoyo que presenta la iniciativa ClimaTeAction 100+ en el país británico.

Respecto a las metodologías ISR llevadas a cabo en Reino Unido, podemos establecer el *Engagement* y *voting* como estrategia de inversión más utilizada en el país, seguida por la metodología de exclusión o Screening negativo, que como ya mencionamos en el

capítulo anterior, es la más presente a nivel global. Además, también cabe hacer alusión a la estrategia basada en la integración de criterios ESG en el análisis financiero y el fuerte crecimiento que ha presentado desde el año 2015.

GRÁFICO 31: Evolución del mercado ESG Inglaterra 2015-2017



fuelle: www.Spainsif.es

6.2.2 Análisis Performance del mercado ESG en Reino Unido.

Siguiendo pues con los mismos estándares de análisis, se ha procedido a obtener la base de estudio sobre fondos ESG a raíz de la doble puntuación de calidad según el ranking Morningstar: 5 estrellas en calidad de gestión y 5 globos en el grado de adecuación de estos fondos a los parámetros socialmente responsable. Como se muestra en el GRÁFICO 24, de la muestra de 419 fondos ESG disponibles, 75 de ellos están comercializados en Reino Unido representando un 18% sobre el total.

Para analizar la performance de estos 75 Fondos ESG, se ha tomado como muestra temporal los mismos 4 periodos:

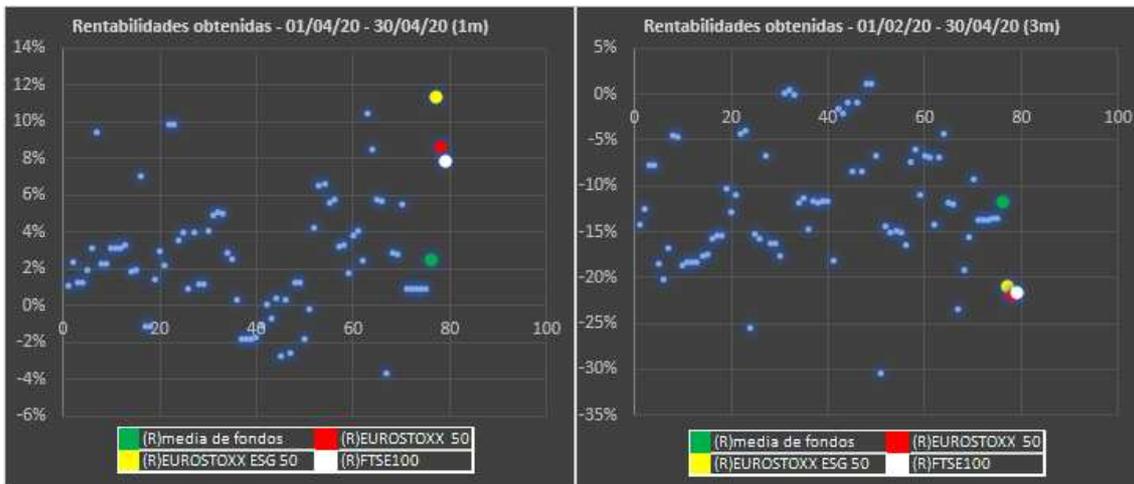
- 1 mes (01/04/20 a 30/04/20)
- 3 meses (01/02/20 a 30/04/20)
- 1 año (30/04/19 a 30/04/20)
- 3 años (30/04/17 a 30/04/20)

Así mismo, La comparación de dichos fondos será realizada frente a 3 índices de referencia:

- EURO STOXX 50
- EURO STOXX 50 ESG Leaders
- TFSE 100

A raíz de esta selección, los objetivos en cuanto a análisis performance son los mismo llevados a cabo que con los 24 fondos comercializados en España, con el añadido de poder comparar los fondos best-in-class en España frente a los británicos.

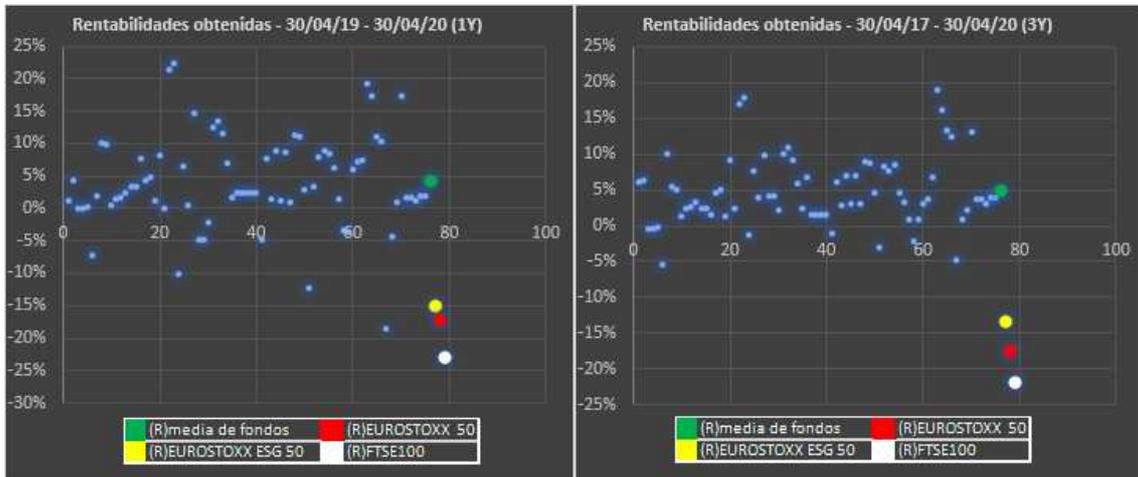
GRÁFICO 32: Rentabilidades fondos ESG británicos a corto plazo



fuelle: www.Morningstar.com y elaboración propia

Al analizar los datos obtenidos mediante el estudio Performance de los 75 fondos ESG “best-in-class” comercializados en Reino Unido, se puede observar un mayor grado de dispersión de los fondos en el corto plazo (horizontes temporales de 1 y 3 meses). La crisis del COVID 19, ha tenido un impacto más profundo en los índices de referencia que en los fondos. Los benchmarks, durante el mes de abril, han protagonizado un incremento de la rentabilidad bastante más significativo que la media de los 75 fondos, sin embargo, a 3 meses vista, los propios índices obtuvieron rentabilidades mucho más negativas, incidiendo así en el efecto rebote en V más pronunciado en los índices que en los fondos ESG. Muestra inequívoca del mayor grado de volatilidad asumida por parte de los índices con respecto a los fondos ESG (esto se verificará más adelante mediante la aplicación del ratio Sharpe).

GRÁFICO 33: Rentabilidades fondos ESG británicos a Largo plazo



fuelle www.morningstar.com y elaboración propia

Por otro lado, si se analizan los datos a unos horizontes más estables (1 y 3 años), se puede apreciar una cierta similitud estructural con respecto a los 24 fondos ESG analizados para España. Se observa de manera inequívoca un mayor grado de concentración entre los 75 fondos comercializados en Reino Unido en cuanto a obtención de rentabilidades respecta. Así mismo, se puede verificar como en un horizonte temporal de 3 años, la totalidad de los fondos analizados han batido a sus 3 benchmarks de referencia.

A continuación, se muestra la tabla que refleja los porcentajes de abatimiento de estos 75 fondos de inversión ESG analizados:

GRÁFICO 34: Mercado ESG Reino Unido - porcentaje de abatimiento

PORCENTAJE DE ABATIMIENTO				
	1 mes(%)	3 meses (%)	1 año (%)	3 años (%)
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS	0%	96%	99%	100%
EUROSTOXX 50	5%	96%	99%	100%
FTSE100	7%	96%	100%	100%
RENTABILIDADES POSITIVAS	5%	83%	88%	100%

fuelle www.morningstar.com y elaboración propia

Se observa efectivamente como a largo plazo, con el impacto económico del COVID algo más diluido, los porcentajes de abatimiento de los fondos analizados sobre sus benchmarks son altísimos, muestra palpable de la realidad de los fondos ESG: No sólo son una alternativa inversionista por el mero hecho de ser socialmente responsables, sino también por su potencial capacidad de performance.

En cuanto al ratio Sharpe respecta, la diferencia es abismal, lo cual es debido a la altísima volatilidad sufrida por los benchmarks.

GRÁFICO 35: Mercado ESG Reino Unido - ratio Sharpe

RATIO SHARPE A 3 AÑOS	
	SHARPE
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS -	12,01
EUROSTOXX 50 -	15,08
FTSE100 -	20,46
PROMEDIO DE FONDOS	0,36
Positivos	88%

fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

6.3- MERCADO ESG FRANCÉS

6.3.1 Introducción

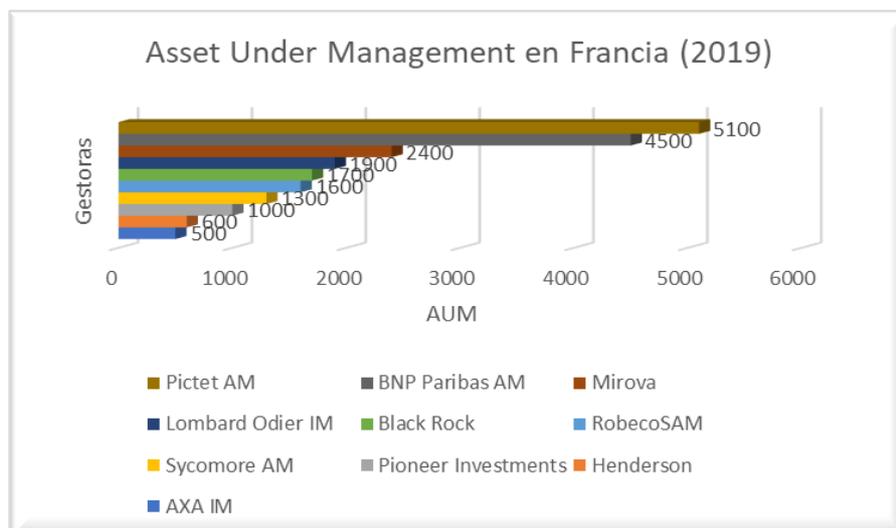
En lo que a inversiones socialmente responsable respecta, Francia es uno de los actores principales y pionero en la zona euro. La sensibilidad social y ecológica existente en el país galo está muy arraigada en su sociedad. Muchas de las gestoras financieras que están abanderando este cambio de tendencia inversionista sostienen que el mercado financiero francés es un perfecto modelo por seguir para el mercado ESG en España. De hecho, el gobierno francés ya modificó su propio marco normativo para obligar a ciertas instituciones de gran tamaño a incorporar y adoptar en sus compañías elementos directamente responsables con el medio ambiente, lo que a su vez ha servido para incrementar las empresas susceptibles de ser objeto de inversión ESG en el país, consiguiendo así una retroalimentación del sector ESG.

Actualmente, las sociedades gestoras arraigadas en Francia cuentan con más de 400 fondos exclusivos ESG, siendo 122 de ellos originalmente francófonos (España por ejemplo sólo cuenta con una treintena de fondos nacionales) con una capitalización global que ronda los 150.000 millones de euros. A raíz de un informe publicado por la sociedad de rating ESG francesa Novethic, el sector lleva desde 2001 en constante crecimiento en cuanto a “Asset under management” respecta, destacando el hecho de ser el sector financiero, punta de lanza de este cambio de tendencia. El informe subraya a su vez, que esta pluralidad de fondos sólo está gestionada por 38 sociedades gestoras y tan solo 8 de ellas son de “high-impact”, es decir, con una capitalización superior a los 1000 millones de euros.

Por lo general, estas 8 gestoras son las que cuentan con un abanico de productos centrados en políticas ESG más amplio y con mayor track record, por lo que son las compañías que dominan el mercado ESG en Francia. Este ranking a su vez está dominado por gestoras francesas, salvo el primer puesto, que lo ocupa la boutique Pictect Asset Management. A la firma helvética, le sigue BNP Paribas Asset Management y Mirova, la gestora filial de Natixis centrada en la gestión ESG.

BNP Paribas AM gestiona alrededor de 4.500 millones de euros en inversiones socialmente responsables frente a los 2400 millones de Mirova cerrando este podio de gestoras. Como podemos ver el gráfico a continuación, encontramos otras gestoras como Black Rock, Sycomore, Amundi o AXA Asset management.

GRÁFICO 36: Activos Bajo gestión ESG en Francia (2019)



fuentes: BNP Paribas y elaboración propia

Del total de fondos ESG disponibles en el país galo, el informe anteriormente mencionado divide y cataloga dichos fondos en 2 subgrupos:

- Medioambiental: Uno es el de los fondos ESG que invierten siguiendo una temática estrictamente respetuosa medioambientalmente hablando. Es donde se concentra un mayor número de fondos y activos bajo gestión. Son los fondos ESG más frecuentes. Entre estos fondos destacan los fondos focalizados en las empresas responsables con el tratamiento y distribución de aguas limpias y/o potables. Se destaca la gestora Pictect, que ya de por sí es pionera mundial en las inversiones temáticas. Disponen de un fondo "Pictect Water" centrado en esto que se comenta, así como las gestoras BNP Paribas AM con su fondo Paribas AQUA y Blackrock con su fondo Blackrock New Energy.

- El otro subgrupo que cataloga el citado estudio de Novethic, es el que incorpora los mejores fondos ESG de sus respectivas categorías (Best in class). Novethic incorpora en esta subcategoría los productos que se diferencian y especializan por ser los que más reconocimiento y valoración reciben en por las agencias de rating ESG. En este bloque destacan los fondos De las Firmas Francesas BNP Paribas AM y Mirova, en especial su fondo Mirova Euro Sustainable Equity.

6.3.2 Análisis Cuantitativo del mercado ESG en Francia.

Para tener un segundo punto de referencia algo más comparable con el Mercado ESG español, se ha procedido a realizar el mismo estudio performance sobre los fondos en Francia, ya que este es un país y un mercado con mayores similitudes al mercado español que el británico. La metodología de selección de fondos a modo de base de datos para este estudio se ha mantenido constante para que la comparación de resultados sea más precisa, es decir, se han obtenido los fondos comercializados en Francia que presenten la doble puntuación máxima por Morningstar: 5 estrellas en calidad de gestión y 5 globos en el grado de adecuación de estos fondos a los parámetros socialmente responsable.

Como se aprecia en el GRÁFICO 24, de la muestra de 419 fondos ESG disponibles, 47 de ellos están comercializados en Francia representando un 11% sobre el total.

Por destacar un detalle, de esos 419 fondos ESG, al cruzar los datos sólo 5 de ellos están comercializados en los 3 países estudiados, son los siguientes:

GRÁFICO 37: Fondos comercializados en España, Inglaterra y Francia con doble rating

Nombre	(R) 3 años (%)	Volatilidad 3 años	Sharpe 3 años
Aberdeen Standard SICAV I - European Equity Fund I Acc EUR	6,28%	0,1386	0,42
Allianz Global Investors Fund - Allianz German Equity AT EUR	-5,34%	0,1926	-0,30
JPMorgan Funds - Japan Equity Fund A (acc) - EUR	9,98%	0,1706	0,56
MFS Meridian Funds - Prudent Capital Fund A4 EUR	6,01%	0,0617	0,89
ODDO BHF TRUST Exklusiv: ODDO BHF Polaris Dynamic (CR-EUR)	3,07%	0,1307	0,20

fuente: www.morningstar.com y elaboración propia

En cuanto a horizontes temporales respecta e índices de referencia también se mantienen los mismos criterios:

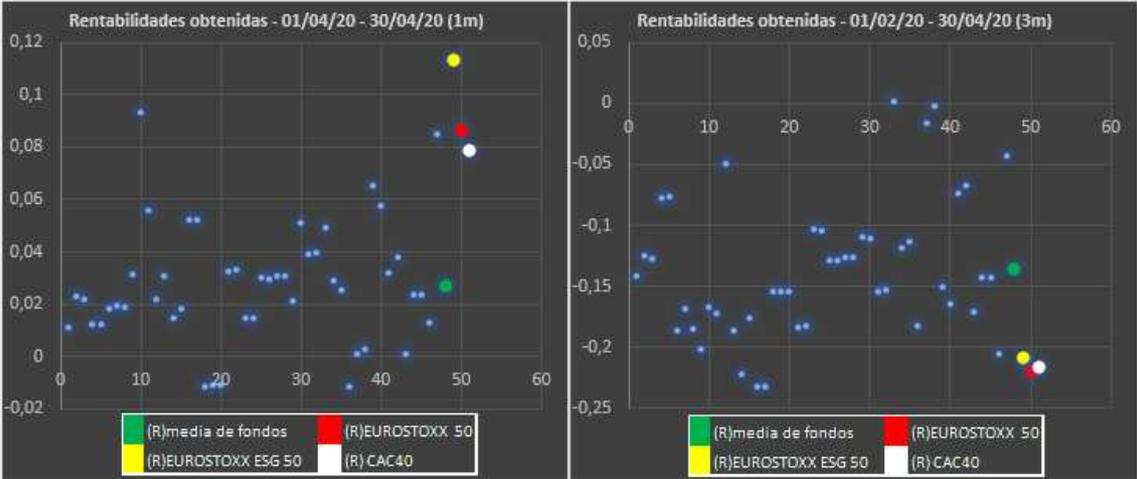
- 1 mes (01/04/20 a 30/04/20)
- 3 meses (01/02/20 a 30/04/20)
- 1 año (30/04/19 a 30/04/20)
- 3 años (30/04/17 a 30/04/20)

3 índices de referencia:

- EURO STOXX 50
- EURO STOXX 50 ESG Leaders
- CAC 40

A raíz de esta selección, los objetivos en cuanto a análisis performance son los mismo llevados a cabo que con los 24 fondos comercializados en España, con el añadido de poder comparar los fondos best-in-class en España frente a los franceses.

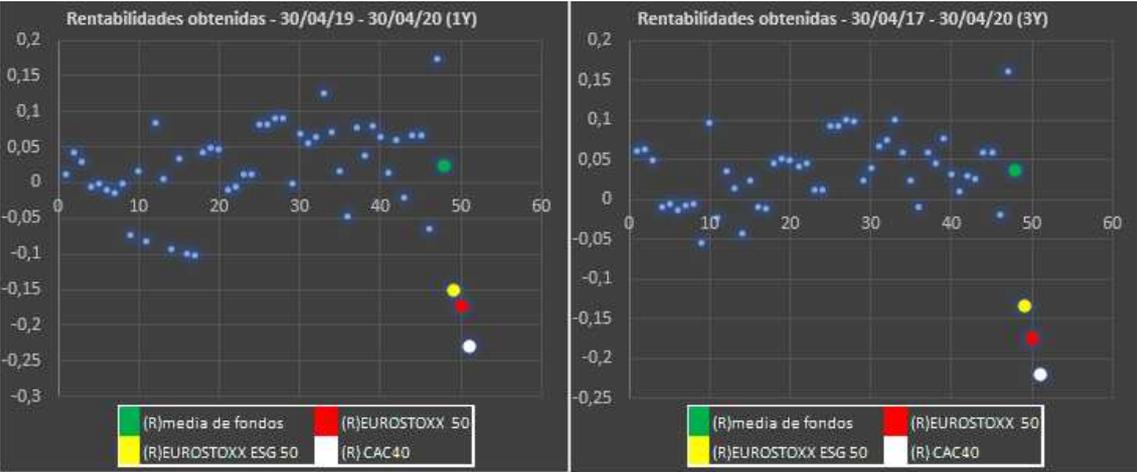
GRÁFICO 38: rentabilidades fondos franceses a corto plazo



fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

En cuanto al comportamiento de rentabilidades, se aprecian grandes paralelismos comparados con las muestras analizadas tanto en España como en Inglaterra. Relativa dispersión de rentabilidades de los 47 fondos analizados en el corto plazo, así como una mayor volatilidad de los índices respecto a los fondos durante el estallido de la crisis del COVID (rebote en V más pronunciado).

GRÁFICO 39: rentabilidades fondos franceses a largo plazo



fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

Al largo plazo analizado, las rentabilidades de los 47 fondos ESG comercializados Francia tienden a agruparse entorno a su media de rentabilidad (4%) mientras que las

rentabilidades obtenidas de los índices se mantienen estancadas en valores negativos (entre -15% y -25% de retorno).

Por reseñar un dato, el porcentaje de abatimiento de los fondos francés es total a largo plazo, tanto a 1 como a 3 años (tanto en España como en Reino Unido, los porcentajes de abatimiento a 1 años no son del 100 % aunque sí muy cercanos).

GRÁFICO 40: Mercado ESG Francia - porcentaje de abatimiento

PORCENTAJE DE ABATIMIENTO				
	1 mes(%)	3 meses (%)	1 año (%)	3 años (%)
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS	0%	94%	100%	100%
EUROSTOXX 50	2%	94%	100%	100%
CAC 40	4%	94%	100%	100%
RENTABILIDADES POSITIVAS	2%	66%	74%	100%

fuelle www.morningstar.com y elaboración propia

En cuanto al ratio Sharpe respecta destacar el claro abatimiento de la media de fondo de frente a sus benchmarks (recordad que muestra la rentabilidad extra obtenida con respecto al activo de renta fija “Risk free” (que para este estudio se ha tomado el bono alemán a 3 años con una rentabilidad ex-cupón del 0.5%) por cada unidad de riesgo asumida).

GRÁFICO 41: Mercado ESG Francia - ratio Sharpe

RATIO SHARPE A 3 AÑOS	
	SHARPE
EUROSTOXX ESG 50 LEADERS	- 12,01
EUROSTOXX 50	- 15,08
CAC 40	- 20,46
PROMEDIO DE FONDOS	0,23
<i>Positivos</i>	<i>74%</i>

fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

6.4 Cuadro Resumen

GRÁFICO 42: Cuadro resumen del análisis performance

	1 mes	3 meses	1 año	3 años
(R) promedio fondos España	2,07%	-12,76%	0,86%	2,36%
(R) promedio fondos Francia	3%	-14%	2%	4%
(R) promedio fondos Reino Unido	3%	-12%	4%	5%
(R) EUROSTOXX 50	9%	-22%	-17%	-17%
(R) EUROSTOXX 50 ESG Leaders	11%	-21%	-15%	-13%
(R) IBEX 35	-23,33%	-31,60%	-26,54%	-45,38%
(R) CAC 40	8%	-22%	-23%	-22%
(R) FTSE 100	8%	-22%	-23%	-22%
Volatilidad promedia fondos España				0,13
Volatilidad promedia fondos Francia				0,14
Volatilidad promedia fondos Reino Unido				0,13
Volatilidad EUROSTOXX 50				0,01
Volatilidad EUROSTOXX 50 ESG Leaders				0,01
Ratio Sharpe promedio fondos España				0,18
Ratio Sharpe promedio fondos Francia				0,25
Ratio Sharpe promedio fondos Reino Unido				0,36
Ratio Sharpe EUROSTOXX 50				-15,08
Ratio Sharpe EUROSTOXX 50 ESG Leaders				-12,01
% Abatimiendo (R) promedio fondos España VS (R) EUROSTOXX 50	0%	79%	100%	100%
% Abatimiendo (R) promedio fondos Francia VS (R) EUROSTOXX 50	2%	94%	100%	100%
% Abatimiendo (R) promedio fondos Reino Unido VS (R) EUROSTOXX 50	5%	96%	99%	100%
% Abatimiendo (R) promedio fondos España VS (R) EUROSTOXX 50 ESG leaders	0%	96%	100%	100%
% Abatimiendo (R) promedio fondos Francia VS (R) EUROSTOXX 50 ESG Leaders	0%	94%	100%	100%
% Abatimiendo (R) promedio fondos Reino Unido VS (R) EUROSTOXX 50 leaders	0%	96%	99%	100%

fuelle: www.morningstar.com y elaboración propia

7. CONCLUSIONES

A raíz de lo expuesto en este estudio, se puede aclarar que las inversiones ESG atraviesan por un buen momento no solo a nivel nacional sino también a nivel global. Con la nueva normativa valoramos positivamente que se establezca una pregunta en referencia a si el inversor desea destinar parte de su inversión a fondos de esta tipología.

Debido al coronavirus, los gestores de fondos trataran de mejorar sus resultados, es entonces donde las inversiones en ESG proporcionarán Alfa a su gestión, ya que se valorará positivamente en el mercado la eficiencia en el largo plazo y la reducción de riesgos en el mismo plazo.

Una taxonomía debidamente unificada clarificará los criterios de selección de inversiones, pudiendo hacer Screening en el criterio que sea más adecuado para el inversor o para el gestor que quiera equilibrar y gestionar su cartera. Así mismo, uno de los puntos pendientes del sector ESG a nivel global, sería el unificar también los criterios y la metodología en cuanto a Rating ESG, para así facilitar la comparación entre fondos de inversión y compañías.

Mediante el análisis performance llevado a cabo en este estudio, se ha podido demostrar que los fondos ESG “best-in-class” con doble calificación por Morningstar, no sólo representan una alternativa inversionista que busque fomentar el desarrollo sostenible del entorno económico, sino que también representan una potente herramienta de inversión capaz de generar un mayor retorno que los principales benchmarks europeos generando una mejor relación de rentabilidad por cada unidad de riesgo asumida.

Así mismo, hemos podido constatar y concluir, que el mercado ESG en España aún tiene recorrido por delante si lo comparamos con los países de nuestro entorno, no en calidad, las rentabilidades obtenidas de los fondos españoles son muy similares al resto de fondos europeos analizados, pero sí en cantidad.

Si bien es cierto que originalmente, el principal motivo del actual crecimiento de la corriente inversionista ESG en España estaba motivado por el hecho de representar una alternativa sostenible de inversión, al añadirle una importante capacidad de generar Alfa, el sector podrá crecer más y mejor en los años venideros. Esta corriente inversionista no es más que la punta de un iceberg socialmente responsable que ha encontrado en las finanzas su puerta de entrada a la economía española.

8. **BIBLIOGRAFÍA**

BOLSA DE MADRID (2020), disponible en
<<https://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/lbex/FTSE4Good>>

BARRONS (2020), disponible en < <https://www.barrons.com/articles/top-esg-funds-our-annual-ranking-finds-sustainable-funds-are-increasingly-beating-the-market-51579301101>>

CNMV (2007), disponible en
<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_27.pdf>

CNMV (2015), disponible en
<https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf>

CNMV (2020), disponible en
<http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ConsultaCBG_2020.pdf>

COMPROMISOEMPRESARIAL (2018), disponible en
<<https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2018/01/la-carta-de-larry-fink-deja-sin-argumentos-a-los-ceo/>>

EUROPEAN COMISION (2020), disponible en
<https://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/corporate-social-responsibility_en>

EUROSIF (2018), disponible en <<http://www.eurosif.org/2018srstudylaunch/>>

FACTSET (2020), disponible en <
https://www.factset.com/hubfs/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_030620.pdf>

FTSERUSELL (2018), disponible en
<https://www.ftserussell.com/research/investing-global-green-economy-busting-common-myths>

INVERCO (2020), disponible en < <http://www.inverco.es/20/21/24>>

KPMG (2020) disponible en <home.kpmg/sustainableinvesting>

KPMG (2020), disponible en
<<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/es/pdf/2020/05/COVID-19-Asset-wealth-Management.pdf>>

KPMG (2020), disponible en
<<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2020/01/integrating-esg-into-your-business.pdf>>

LA MONCLOA (2019), disponible en
<<https://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/Paginas/enlaces/220219-proyecto.aspx>>

LELABELISR (2020), disponible en <<https://www.lelabelisr.fr/en/>>

MORNINGSTAR (2019), disponible en
<https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf>

MSCI (2020) disponible en <<https://www.msci.com/esg-indexes>>

PWC (2020) disponible en <<https://www.pwc.es/es/covid-19/pwc-covid-19-cfo-pulse-survey.html>>

PWC (2020), disponible en <<https://www.pwc.es/es/financiero/consejo-administracion-empresas-cotizadas-2019-2020.pdf>>

PWC (2020), disponible en <<https://www.pwc.es/es/covid-19/pwc-covid-19-cfo-pulse-survey.html>>

PWC (2020), disponible en
<<https://www.pwc.es/es/publicaciones/economia/assets/consenso-economico-primer-trimestre-2020.pdf>>

SPAINSIF (2019), disponible en <<https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2019/10/Estudio-2019.pdf>>

SPAINSIF (2020), disponible en <<https://www.spainsif.es/asg-regulacion-encarecer-servicio/>>

UBS (2020) disponible en <<https://www.ubs.com/global/en/asset-management/insights/sustainable-and-impact-investing/2019/esg-integration.html>>

VIGEO-EIRIS (2020), disponible en <<http://vigeo-eiris.com/about-us/methodology-quality-assurance/?lang=en>>