

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Portafolios Sustentables: Índices de Sustentabilidad e
inversores socialmente responsables.

AUTOR: SALVATELLI, GINO FABRIZIO

[AGOSTO 2020]

Índice de contenidos

1. Introducción
2. Marco teórico
3. Revisión de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC)
 - 3.1. Iniciativas actuales
 - 3.2. Relevancia en las Corporaciones
 - 3.3. El impacto social
4. Índice de Sostenibilidad Dow Jones, la mejor medida actual de RSC
 - 4.1. Justificación de la creación del Índice
 - 4.2. Puntos clave y evaluación
 - 4.3. Industria de Utilities y DJSI en el período 2015-2018
 - 4.4. Otros índices de Sustentabilidad
5. ¿Existe relación entre los índices que miden empresas sustentables y los Mercados?
 - 5.1. Decisiones de Inversión y RSC
 - 5.2. ¿Influye el DJSI en la valuación de una compañía?
 - 5.3. Inversión socialmente responsable
6. Conclusión
7. Referencias bibliográficas

1. Introducción

Los datos sobre el cambio climático surgen cada año como el resultado de las políticas de ciertos actores que consideramos lejanos y fuera de nuestro alcance. En general, incorporamos esos datos y nos preocupamos por nuestro futuro y el de las próximas generaciones, pero debido a la vorágine cotidiana y sintiéndonos casi insignificantes en el tema al pensar que nuestras acciones poco podrán cambiar la realidad, pronto dejamos de cuestionar lo que sucede a nuestro alrededor.

En las últimas décadas, la inversión en Responsabilidad Social Corporativa (RSC) ha seguido una tendencia alcista en las grandes empresas. Nuevos conceptos han aparecido y otros continúan evolucionando. La duda que surge es si estas acciones son suficientes, o si contrarrestan el daño que otras corporaciones (o incluso aquella que realiza la más alta inversión) provoca al medio donde desarrolla su actividad. El panorama de inversión sostenible ha crecido enormemente en los últimos años, a tal punto que actualmente es una industria multimillonaria, que abarca múltiples clases de activos, desde infraestructura y microfinanzas hasta acciones públicas y bonos soberanos.

Teniendo en consideración las premisas básicas de las finanzas, a la hora de tomar la decisión sobre en qué tipo de organización se desea invertir, los individuos pueden optar por aquella que se adapte a sus valores de RSC.

Este trabajo intenta agregar otra variable de decisión a las finanzas personales y de empresas, en la que, al invertir, se tengan en cuenta las políticas que tiene la organización para detener el cambio climático, y la acción de ésta en el medio ambiente y social en que se desempeña. Se analizará el valor de mercado de tres empresas españolas del sector *utilities* que siguen los Objetivos de Desarrollo Sostenible propuestos por la Organización de las Naciones Unidas y que, además, cotizan en el Índice de Sostenibilidad del Dow Jones (DJSI), y el valor que esto tiene para los inversionistas interesados en RSE.

Las “finanzas verdes” o sustentables son un hecho, y altos ejecutivos de grandes corporaciones, como así también la mayoría de los gobiernos de todo el mundo, lo tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones. Es una tarea que involucra a todos, debemos tomar conciencia y aprovechar este momento para cuidar lo que resta de nuestro planeta.

2. Marco teórico

El concepto de Responsabilidad Social Corporativa surgió en el año 1953, gracias al aumento del conglomerado de las corporaciones y al economista estadounidense Howard Bowen, que en su libro "*Social Responsibilities of the Businessmen*", expresa que “Las corporaciones además de producir bienes y servicios deben devolver a la sociedad parte de lo que ésta le brinda” (Bowen, 1953). Además, explica que “aquellos que toman decisiones de negocio deben de hacerlo en términos deseables para los valores de la sociedad” (Bowen, 1953). Continuaron con esta línea de pensamiento los autores Davis y Frederick, a principios de los años '60¹.

La evolución del término continuó con Johnson y Carroll en la década de 1970, donde el primero se encarga de especificar el concepto, haciendo llegar estos retornos a “los intereses de empleados, proveedores, distribuidores y a la comunidad local” (Johnson, 1971). Carroll, define que el concepto consiste en: “Responsabilidad corporativa (económica, legal, ética y filantrópica), cuestiones sociales y de negocios (derechos humanos y del trabajo, cuidado ambiental y anticorrupción) y acciones corporativas” (Carroll, 1979).

El concepto y la esencia del término “*desarrollo sostenible*”, fue popularizado en 1987 gracias a la publicación de la Primera Ministra noruega Gro Harlem Brundland, titulado “Our Common Future”. Lo define como aquel desarrollo que “satisface las necesidades del presente sin comprometer las necesidades de las futuras generaciones”. Implica un cambio muy importante en cuanto a la idea de sustentabilidad, principalmente ecológica, y a un marco que da también énfasis al contexto económico y social del desarrollo. Este informe se ha convertido en un referente fundacional del desarrollo sostenible.

Posteriormente, a principios de los '90, el autor Wood se encargó de desarrollar un marco institucional y extender las acciones corporativas. Cuatro tipos de responsabilidad empresarial (económica, legal, ética y filantrópica) fueron unidas con tres niveles

¹ <http://www.iosrjournals.org/iosr-jbm/papers/Vol19-issue5/Version-6/P190506105109.pdf>

institucionales (legal, organizacional e individual). El autor extiende las acciones a evaluación, manejo de los accionistas y gestión en la implementación.

Debido a los desastres medio ambientales de la década del '80 y a los escándalos económicos y de corrupción de los '90, las empresas socialmente responsables percibieron una ventaja económica en cuanto a si los programas de sostenibilidad pueden asociarse estrechamente con mejores actuaciones. Esto derivó en la creación del Índice de Sostenibilidad Dow Jones World en 1999. Dow Jones define sostenibilidad corporativa como "un enfoque comercial que crea valor a largo plazo al aprovechar las oportunidades y gestionar los riesgos derivados de la economía, desarrollos ambientales y sociales". Además, agrega que "las empresas muestran altos niveles de competencia gerencial en el tratamiento global, y desafíos frente a las oportunidades económicas, ambientales, y sociales, así como riesgos que pueden cuantificarse y seleccionarse para fines de inversión".

Más recientemente, en el año 2011, la Comisión Europea introduce un nuevo concepto y define la Responsabilidad Social como: "El proceso de integración social, medio ambiental, ética, derechos humanos y preocupaciones de los consumidores en las operaciones de los negocios y las estrategias de los accionistas".

Este concepto fue evolucionando a lo largo de los últimos setenta años, hasta el reconocimiento por parte de las Naciones Unidas y gran parte de los accionistas y miembros del directorio de grandes corporaciones, donde la idea fue tomando fuerza, relevancia y puesta en práctica.

Tal importancia asumió en las organizaciones, que a partir del año 1999 la firma especialista en finanzas sustentables, RobecoSAM, elabora anualmente el informe "SAM Corporate Sustainability Assessment" (CSA). Este informe es una revisión sobre 4.700 empresas de todo el mundo, de 61 industrias diferentes, que se enfoca en factores económicos, medioambientales y sociales. RobecoSAM trabaja para mejorar la integración de los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés) en las decisiones de inversión para ayudar a los inversores a cosechar los beneficios de la inversión en sostenibilidad. De los resultados obtenidos en la evaluación

CSA se elabora el Índice de Sostenibilidad Dow Jones, donde se valúan las corporaciones más sustentables del mundo.

Este marco teórico es el punto de partida para, poniendo en práctica conceptos de finanzas aprendidos en la Especialización, conocer la situación actual en materia de responsabilidad social corporativa de las organizaciones y evaluar si los inversores la tienen en consideración a la hora de tomar decisiones de inversión.

3. Revisión de la Responsabilidad Social Corporativa

3.1 Iniciativas actuales

En la Convención contra la Corrupción del 2003, la Organización de las Naciones Unidas (ONU) lanzó una iniciativa internacional con diez principios universalmente aceptados para promover el desarrollo sostenible en materia de Derechos Humanos, trabajo, medio ambiente y anticorrupción. Esta iniciativa, denominada Pacto Mundial (Global Compact) es un marco práctico para desarrollar, implantar y divulgar políticas y prácticas de sostenibilidad empresarial, ofreciendo a sus entidades adheridas una amplia gama de recursos y herramientas de gestión para ayudarles a implementar modelos de negocio y desarrollo sostenible.

El objetivo de este Pacto es impulsar el conocimiento del negocio y la acción en apoyo al cumplimiento de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), establecidos por la ONU en el año 2015, entre los que se puede mencionar salud y bienestar, educación de calidad, igualdad de género, acción por el clima, reducción de las desigualdades, fin de la pobreza, entre otros².

Es de común acuerdo entre los responsables políticos del mundo, el reto global actual en materia medioambiental. Esto se traduce en mantener un desarrollo que equilibre e involucre los temas sociales, económicos y medioambientales. Según datos del último informe SOER del año 2020 emitido por la Agencia Europea de Medio Ambiente, considerada la evaluación ambiental más completa de Europa, establece que desde el año

² Fuente: <https://www.undp.org/content/undp/es/home/sustainable-development-goals.html>

1950 la población mundial se ha triplicado, la producción económica se ha multiplicado por 12, el uso de energía se multiplicó por 5, y en general, un daño generalizado de los ecosistemas, que se espera continúe en esta misma línea los próximos años. Según expresa el autor del informe: “La Tierra está experimentando una pérdida de biodiversidad excepcionalmente rápida, y el número de especies amenazadas de extinción en la actualidad es mayor que en cualquier momento de la historia de la humanidad. De hecho, hay pruebas de que está en curso la sexta extinción masiva de biodiversidad”³.

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU complementan las políticas medioambientales de la Unión Europea, las cuales son:

- 1) proteger, mejorar y conservar el capital natural de la UE;
- 2) convertir la UE en una economía hipocarbónica eficiente en el uso de los recursos y
- 3) proteger a los ciudadanos frente a las presiones y riesgos medioambientales.

En línea con lo mencionado, el Acuerdo de París persigue los mismos objetivos:

- 1) 20% de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero (en relación a 1990);
- 2) 20% de energías renovables de la UE; y
- 3) 20% de mejora de la eficiencia energética.⁴

De acuerdo a recientes informes, la UE redujo las emisiones un 23% entre 1990 y 2016, al mismo tiempo que su economía experimentaba un crecimiento del 53% durante el mismo periodo.

Los países de América Latina y el Caribe, una región de alta vulnerabilidad frente al cambio climático, también suscribieron al Acuerdo de París contra el cambio climático y han firmado acuerdos con las Naciones Unidas. Pero la principal limitante es la falta de recursos presupuestarios y humanos, que dificulta la visibilidad de las necesidades ante el resto del mundo⁵.

Estos acuerdos muestran la importancia actual que los líderes políticos le otorgan a los temas sociales y ambientales. Existen otras tantas iniciativas que involucran economía circular, reducción de los gases de efecto invernadero y reducción de la huella de carbón.

³ Fuente: <https://www.eea.europa.eu/es/publications/el-medio-ambiente-en-europa>

⁴ https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2020_es

⁵ https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/3640/1/S2009028_es.pdf

Aun queda camino por recorrer, y pasar de los eslóganes a los hechos definitivos, de la cuestión de marketing al cumplimiento de los objetivos sostenibles propuestos, como así también a asumir el compromiso de que estos objetivos alcancen a todos los ecosistemas, industrias y poblaciones de todos los continentes.

3.2 Relevancia en las Corporaciones

En la “Comunicación Sobre el Progreso” acerca de los 17 Objetivos Globales para el año 2030 del Pacto Mundial de las Naciones Unidas en el año 2015⁶, se destaca un continuo crecimiento en el número de empresas participantes. Informa que la tasa de entrada al Pacto en la primera mitad del año 2015 creció en 637 nuevas corporaciones, en contraste con las 566 de igual periodo del año 2014, llegando a un total de 8.326. Pero no sólo se observan organizaciones ingresantes, sino que el Pacto Mundial se encarga también de la expulsión de aquellas que no cumplen con los requisitos, entre ellos, el de informar el progreso respecto a los temas de interés.

En la versión 2019 del mismo informe⁷, elaborado en conjunto con Accenture, se concluyó que sólo el 21% de los jefes ejecutivos a cargo de los negocios está jugando un papel fundamental en la contribución de las metas de Desarrollo Sostenible, y menos de la mitad está integrando la sostenibilidad en sus operaciones comerciales, todo esto a menos de 4.000 días que quedan hasta 2030, año donde se piensa cumplir con los Objetivos Globales y, a pesar, de que el 99% de ellos expresa que la sostenibilidad es un área crítica para el éxito futuro de su organización.

Los líderes de 1.600 empresas consultadas señalan la incertidumbre socioeconómica, geopolítica y tecnológica como causal que no permite cumplir con la meta de sostenibilidad.

Sin embargo, el informe destaca que el 81% de las empresas está tomando acciones para atenuar el impacto global y llegar a la meta mundial. Más de 200 instituciones han aprobado los objetivos para la acción climática, y un número similar se compromete a reducir los gases de efecto invernadero a cero para el año 2050.

⁶ <https://www.unglobalcompact.org/news/2411-06-30-2015>

⁷ Fuente: <https://www.unglobalcompact.org/news/4481-09-24-2019>

Los CEO's identifican tres requisitos críticos para alcanzar la meta del año 2030. En primer lugar, la necesidad urgente de elevar la ambición corporativa dentro de sus propias organizaciones. En segundo lugar, la necesidad de que los negocios, los gobiernos, los entes reguladores y las organizaciones no gubernamentales se unan para dar forma a soluciones realistas, acompañados de la tecnología y la ciencia para afrontar los desafíos globales. Y, en tercer lugar, la redefinición de un liderazgo responsable para ayudar a las empresas a ser un conductor principal de las metas mundiales.

En términos monetarios, es importante mencionar la cantidad invertida en este campo por parte de las organizaciones. De acuerdo al informe de KPMG Internacional del año 2013⁸, las 100 mayores empresas del globo invirtieron USD 12.200 millones en acciones sociales, es decir el 2.5% de sus beneficios antes de impuestos. Con respecto a los sectores que más destinaron a la Responsabilidad Social Corporativa, se destaca en primer lugar el farmacéutico con el 12% de sus ganancias, seguido por los sectores de *utilities*, transporte y minería.

En cuanto a las regiones, el mismo informe de KPMG del año 2017⁹, muestra un significativo incremento en América Latina, impulsado por México, Brasil y Colombia. El 39% del grupo de las 100 corporaciones más grandes, se encontraban adheridas y en línea con los Objetivos de Desarrollo Sostenible por parte de la ONU.

Además de los datos cuantitativos, cada vez son más las empresas que integran a sus informes Contables y Financieros, el de sostenibilidad. Según KPMG, el 60% de las compañías de todos los sectores reportaron informes de RSE en el año 2017, a diferencia del 44% en el año 2011, lo que demuestra la relevancia que tomó para esas empresas y también para los inversores y “*shareholders*”.

⁸ Fuente: <https://es.slideshare.net/theHumansNetwork/informe-sobre-responsabilidad-social-corporativa-2013>

⁹ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/2017/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>

3.3 El impacto social

Si bien ninguna empresa argentina se destaca en estos informes, la agenda de sustentabilidad muestra un ritmo creciente es cuanto acciones de RSE desde que nuestro país se adhirió al Pacto Mundial de la ONU en el año 2004. Pueden identificarse cinco tendencias que dominan las estrategias actuales de Responsabilidad Social y sustentabilidad: igualdad de género, compliance y anticorrupción, economía circular, cadena de valor y fortalecimiento e importancia de la incorporación a los ODS para el año 2030.

En noviembre de 2016, el Congreso de la Nación Argentina aprobó la Ley de Responsabilidad Social Empresaria, con el objetivo de cuantificar y cualificar el ejercicio de la responsabilidad socio-ambiental, valorando en forma objetiva las condiciones de equidad y sustentabilidad social, ambiental, económica y financiera que asumen las empresas en su comportamiento.

Un caso de éxito que se destaca en nuestro país es el de la empresa argentina Tersuave Pinturas, adherida al Pacto Mundial en 2003, y comprometida con los diez principios que promueve el pacto. En su informe anual del año 2019, la empresa reafirma su compromiso con los Derechos Humanos y el medio ambiente, y resalta en las acciones llevadas a cabo, el acuerdo con el INCUCAI (Instituto Nacional Central Único Coordinador de Ablación e Implante), promocionando la donación de órganos y su línea telefónica en los más de 4 millones de envases de pintura vendidos en el año 2018 en el país. Además, con el programa “Tersuave pinta tu Escuela”, la empresa restauró 4.404 escuelas, impulsando una educación digna con mejores instalaciones y apoyando la erradicación del trabajo infantil. Realizó, además, programas para el cuidado del medio ambiente, obteniendo como resultado 1.180 kg de papel reciclado, más de 2 millones de bolsas Oxi-biodegradables entregadas, 76 kg de botellas de plástico recicladas equivalentes a 113 ladrillos destinados a la construcción de espacios con impacto social¹⁰.

La Responsabilidad Social Corporativa no debe ser incluida en las organizaciones por cuestión de marketing, la motivación debe estar sujeta al compromiso empresarial por

¹⁰ <http://www.iarse.org/reportes>

devolver a la sociedad y al ambiente en donde se desempeña, parte de lo que éstos le otorgan.

En España, de acuerdo al informe publicado por la Fundación SERES en conjunto con Deloitte¹¹, un total de 32,7 millones de personas se beneficiaron por las acciones de RSE en 2017, con una inversión total de 846 millones de euros, un 10% mayor que en el año 2016. Se registraron 9.023 proyectos de 77 empresas, involucrando a 300.000 empleados, un 180% más que en 2013 según el mismo informe, abocándose a ámbitos sociales (coberturas de necesidades) en su mayoría, seguido por coberturas de empleo e integración laboral. Además, el 90% de estas compañías contempla los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

En este país europeo, la Ley dictada en 2018, exige a aquellas empresas con más de 500 empleados o que son de interés público, publicar en sus reportes anuales, información relativa a su gestión social, medioambiental, de derechos humanos y la lucha contra la corrupción y el soborno¹².

En términos de mercados, en 2018 la Unión Europea lanzó un plan de acción para el crecimiento financiero sustentable¹³. El plan resalta diez reformas en tres áreas:

1. Reorientar los flujos de capital hacia una inversión sostenible, a fin de lograr un crecimiento sostenible.
2. Incorporación de la sostenibilidad en la gestión de riesgos.
3. Fomentar la transparencia y el largo plazo en la actividad financiera y económica.

Además, incorporó las Bolsas de Valores Sostenibles (SSE)¹⁴, compuesto actualmente por 101 Bolsas de Valores de todo el Mundo. Es una plataforma de aprendizaje entre pares (empresas listadas) para explorar cómo las Bolsas de Valores, en colaboración con inversores, reguladores y empresas, pueden mejorar la transparencia corporativa en cuanto a medio ambiente, sociedad y gobierno corporativo y promover la inversión sustentable. Invita a Bolsas de Valores de todo el mundo a formar parte, y mejorar la

¹¹https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/20190118_V%20Impacto%20social%20empresas%20DEF.pdf

¹²<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-17989>

¹³<https://www.unpri.org/download?ac=5173>

¹⁴<https://sseinitiative.org/esg-disclosure/>

divulgación y desempeño de los temas mencionados anteriormente, en línea con el objetivo 17 del Pacto Mundial: Alianzas para cumplir los objetivos¹⁵.

Considerando los datos expuestos y las declaraciones de altos ejecutivos en la última década sobre la Responsabilidad Social Corporativa, se pone de manifiesto la preocupación por parte de las organizaciones en este tema. Aún queda mucho camino por recorrer para alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible, pero año a año se ha incrementado el compromiso por parte de las corporaciones.

4. Índice de Sostenibilidad Dow Jones, la mejor medida actual de RSC

4.1 Justificación de la creación del Índice

Frente a los datos acerca de la aceleración del cambio climático hacia finales del siglo XX y, en consecuencia, el creciente interés de las empresas por la Responsabilidad Social Corporativa surge la necesidad de contar con un índice financiero que involucre estos conceptos. Era necesario para el mundo de las finanzas, un índice que valore las prácticas sostenibles de las empresas en términos sociales, medioambientales y económicos.

La compañía internacional sueca RobecoSAM, especialista en inversiones sustentables desde el año 1995, es la encargada junto a Dow Jones de elaborar el Índice de Sostenibilidad (DJSI) desde el año 1999. El mismo está compuesto por una familia de índices que evalúan el desempeño de sostenibilidad de empresas que cotizan en bolsa. Son un punto de referencia en cuanto a sostenibilidad global, ya que rastrea el desempeño de las acciones de las compañías líderes mundiales¹⁶.

Reto Ringger, fundador de la compañía SAM, reconoció un problema en las inversiones para pensiones, es decir aquellas de un plazo de 20 a 30 años. En el manejo de los portafolios encontraba una brecha entre estos plazos y el horizonte de la inversión. Era un modelo de inversión no sustentable, ya que no se estaba ofreciendo inversiones en productos de largo plazo porque no consideraban riesgos de largo plazo, como el cambio

¹⁵ <https://www.unglobalcompact.org/library/2001>

¹⁶ Fuente: <https://www.spglobal.com/esg/csa/indices/djsi-index-family>

climático, regulaciones ambientales y la innovación. Ringger se propuso crear inversiones en productos que incorporen estos riesgos de largo plazo.

Ringger y sus socios se dispusieron a crear un prototipo de índice que compruebe su teoría: mientras más sustentable es una compañía en términos de RSC, mejor valuación tendrá a largo plazo. Este índice le permitiría a SAM monitorear el precio, y la performance, de compañías sustentables a través del tiempo. Tal fue el éxito conseguido al comprobar su teoría que logró cerrar un acuerdo con Dow Jones en 1999¹⁷.

Al principio solo 280 compañías proporcionaron datos a SAM, de las que se seleccionaron 228 para su inclusión en el primer lanzamiento del índice. En su inicio, se trataba de un pequeño grupo de pioneros de la sostenibilidad que se seleccionaba a sí mismo. La transparencia era deficiente y era difícil imaginar que se convertiría en el punto de referencia líder para la sostenibilidad corporativa que es hoy en día. La relativamente joven compañía de gestión de activos con sede en Zúrich necesitaba la influencia industrial de una marca reconocida a nivel mundial para lograr que las compañías más grandes del mundo compartieran voluntariamente esta información. Fue por esta razón que los fundadores de SAM y Dow Jones Indexes (ahora S&P Dow Jones Indices) lanzaron la idea de crear un índice de sostenibilidad global basado en los datos de responsabilidad social empresarial que surgen de las organizaciones. El resultado fue una asociación para crear un producto financiero que transformaría el panorama de inversión sostenible, dando lugar a los Índices de Sostenibilidad Dow Jones en 1999.

Esta familia de índices que mide las acciones sobre 61 industrias está compuesta por los índices DJSI World, Norteamérica, Europa, Asia Pacífico, Korea, Mercados Emergentes, Australia, Chile y MILA (Alianza del Pacífico). Este trabajo se enfoca en el DJSI World, que se lanzó en 1999. Éste se basa en las 2.500 empresas más grandes del “Dow Jones Global Total Stock Market Index”, y cubre sólo el 10% superior, en términos económicos, ambientales y sociales.

¹⁷ Fuente: SAM's Origins and Evolution

Si bien muchas veces se intentó desacreditar los resultados del índice, expertos en el tema consideran que “logra estructurar una medición objetiva de un concepto que puede ser muy abstracto” (2019, Betzhold).

En la actualidad, la sostenibilidad empresarial se ha transformado en un aspecto clave a la hora de evaluar empresas, a causa de la demanda por parte de los inversores cada vez más comprometidos con el entorno. Los inversores están ahora mas interesados en aportar capital a compañías “bien gobernadas, que no estén involucradas en escándalos de corrupción y cuya administración dé garantías de continuidad en el tiempo” (2019, Muñoz). Esta nueva demanda se ha vuelto tema de conversación en los directorios, ya que permite a las empresas identificar nuevas oportunidades de negocio, implementando un modelo de negocio que cree valor para múltiples actores del ecosistema donde se desempeña la organización¹⁸.

4.2 Puntos claves y evaluación

El Corporate Sustainability Assessment (CSA) elaborado por RobecoSAM sobre 7300 empresas de todo el mundo, es actualmente el principal *benchmark* sobre sostenibilidad global. Con los resultados obtenidos, las corporaciones reciben un puntaje entre 0 a 100, que los incluye (o excluye) en el Índice de Sostenibilidad del Dow Jones.

El objetivo de la evaluación es otorgar información no financiera relevante para contribuir a una mejor toma de decisiones en términos de inversiones de largo plazo. Por lo tanto, las preguntas están estructuradas para capturar y evaluar los siguientes elementos¹⁹:

- a. Conciencia de la importancia de estos factores para el éxito financiero.
- b. Determinación del potencial impacto financiero (materialidad) de su exposición a factores de sostenibilidad.
- c. Implementación de estrategias para gestionar estos riesgos de sostenibilidad o para capitalizar oportunidades relacionadas de una manera que sea consistente con sus modelos de negocio.
- d. Medición de resultados en relación con Indicadores clave de rendimiento (KPI) establecidos para evaluar la efectividad de su estrategia de sostenibilidad.

¹⁸ Fuente: <https://www.df.cl/noticias/site/artic/20191011/asocfile/20191011163013/20191014suple.pdf>

¹⁹ Fuente: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf

Esta evaluación de sustentabilidad sigue un proceso de cinco pasos:

1. Análisis global de gran escala de relevancia económica, medioambiente y tendencia social.
2. Un cuestionario acerca de sostenibilidad.
3. Evaluación de performance y divulgaciones públicas de la compañía.
4. Análisis de los medios y stakeholders.
5. Contacto y compromiso con representantes de cada compañía²⁰.

El CSA compara compañías de 61 industrias, y aplica el enfoque “mejor de la clase”, es decir reconoce el desempeño de aquellas organizaciones que mejor actuaron en términos de RSC. Además, permite a las empresas desarrollar e implementar una estrategia comercial exitosa y sostenible, como así también, satisfacer las expectativas y necesidades de inversores y partes interesadas.

El encargado de llevar adelante el CSA es el equipo de Investigación RSC (ESG Research), quienes son los encargados de recolectar información para la evaluación anual y puntaje de las distintas compañías. La responsabilidad final es agregar los comentarios de todas las partes interesadas internas y externas (stakeholders), y traducirlas en un enfoque uniforme para evaluar el desempeño de la sostenibilidad corporativa.

La puntuación que recibe cada empresa que se postula a ser evaluada por CSA, varía entre 0 y 100. Esta evaluación abarca los tres criterios fundamentales de la RSC. El peso de cada criterio evaluado depende de cada industria o rubro que se analice. En cierta industria puede tener más peso la dimensión económica, mientras que en otra puede ser más significativa la dimensión medioambiental. Dentro de cada dimensión, el proceso de subniveles es aplicado para totalizar el puntaje final. Por ejemplo, el caso de la industria de Utilities (MUW – Multi and Water Utilities), el peso para la evaluación del año 2020 será²¹:

²⁰ Fuente: SAM's Origins and Evolution, pag. 57.

²¹ Fuente: https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/SAM_CSA_Weights.pdf

	Weight in % of total Score
Economic Dimension	32
Codes of Business Conduct	3
Corporate Governance	6
Customer Relationship Management	2
Information Security/Cybersecurity & System Availability	2
Innovation Management	2
Market Opportunities	6
Materiality	2
Policy Influence	2
Privacy Protection	2
Risk & Crisis Management	3
Supply Chain Management	2
Environmental Dimension	42
Biodiversity	2
Climate Strategy	7
Electricity Generation	8
Environmental Policy & Management Systems	3
Environmental Reporting	2
Operational Eco-Efficiency	8
Transmission & Distribution	3
Water Operations	4
Water Related Risks	5
Social Dimension	26
Corporate Citizenship and Philanthropy	2
Human Capital Development	3
Human Rights	2
Labor Practice Indicators	2
Occupational Health and Safety	4
Social Reporting	2
Stakeholder Engagement	6
Talent Attraction & Retention	5

Del resultado de CSA se elabora el Índice de Sostenibilidad del Dow Jones, con las siguientes reglas²²:

- Elegibilidad: Se eligen sólo aquellas empresas que alcancen un puntaje de al menos 40% del puntaje más alto dentro del índice de universo respectivo.
- Selección “mejor de la clase”: Se selecciona el 10% de las mejores empresas por industria de todo el mundo.
- Margen de error: Si existe una distancia de 0,3% respecto de la última compañía seleccionada, es decir no llega al criterio de “mejor de la clase”, también se selecciona esta última.

Una vez que una empresa figura en el DJSI, se supervisa diariamente para detectar cualquier problema que surja, lo que puede llevar a la exclusión de la empresa si se considera lo suficientemente crítico. Los ejemplos de eventos que conducirían a la

²² Fuente: https://www.spglobal.com/esg/csa/static/docs/DJSI_ReviewPresentation_Results.pdf

exclusión incluyen: prácticas comerciales desleales, abusos a los derechos humanos, o provocar desastres medioambientales. Este monitoreo es respaldado por RepRisk, una firma de investigación global y proveedora de servicios ambientales, sociales y de gobierno.

Actualmente y de acuerdo al informe del CSA 2019, el DJSI está compuesto por 317 empresas, entre las que se destacan Microsoft Corp., Alphabet Inc C (Google) y Nestle SA Reg. El sector que aporta más empresas al índice es Tecnologías de la Información con un 25,1%, seguido por Cuidado de la Salud (22,9%) y el sector Financiero (12,1%). Casi el 50% de las empresas que lo conforman pertenece a Estados Unidos²³.

La principal crítica al DJSI es el uso de datos informados por la empresa que está siendo evaluada, lo que puede hacer dudar acerca de la credibilidad de la información recibida. Sin embargo, el índice se ha convertido en un actor fundamental a la hora de buscar referencias sobre la inversión en Responsabilidad Social Corporativa. Valuar este activo intangible no es tarea fácil, y RobecoSAM ha logrado establecer una línea de valuación que continúa evolucionando, y está abierta a nuevos desafíos globales.

Para los inversores, el DJSI brindó una de las primeras oportunidades para invertir en un subconjunto de empresas globales que lideran las prácticas de sostenibilidad en sus respectivas industrias. Hoy en día, hay aproximadamente USD 4.5 mil millones en activos en fondos u otros productos pasivos vinculados al DJSI. Datos a septiembre de 2019, fecha del último reporte emitido por RobecoSAM, muestran la siguiente performance del índice a lo largo de los años.

²³ Fuente: <https://eu.spindices.com/indices/equity/dow-jones-sustainability-world-index#data>

Exhibit 2: Historical Performance of the DJSI World



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Sept. 10, 2019. Index performance based on total return in USD. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

Comparando con datos del S&P500, es visible una tendencia similar. Los retornos en los últimos 20 años han estado muy por debajo de la media, con una lectura del 6.2% en los frente al 11.0% histórico. Como se observa en el gráfico debajo²⁴:



²⁴ Fuente: Elaboración propia. Datos obtenidos de Yahoo Finance. Consultado Índice S&P 500 (^GSPC) el 16/07/2020. Se toma el Price Return de los últimos 20 años.

Como conclusión, la sostenibilidad puede ser un factor competitivo crítico, si cada empresa lo implementa de la forma correcta y verdadera. La evaluación de sostenibilidad corporativa de SAM permite establecer una línea base para el desempeño de sostenibilidad y realizar evaluaciones comparativas competitivas. También ayuda a que las empresas aprendan de las compañías de mejor desempeño para mejorar el propio, proporciona información sobre lo que está sucediendo en el mercado: qué estrategias están funcionando, cuáles no y qué está impulsando el crecimiento.

4.3 Industria de Utilities y DJSI en el período 2015-2018

Las empresas de servicios públicos, conocidas en Finanzas como Utilities, abarcan a aquellas empresas que son prestatarias de servicios generales, como agua, gas, energía y transporte. En general, son compañías públicas sujetas a regulaciones especiales por parte de los gobiernos, en donde actúan en un mercado monopolizado, por la gran inversión en infraestructura que requieren²⁵.

Las principales características del sector son las siguientes²⁶:

- Los bienes y servicios tienen una demanda inelástica.
- Posee una gran inversión en bienes de capital.
- Está altamente regulado.
- Es un sector generalmente “defensivo”. Mayormente, en mercados financieros tienen rendimientos inferiores a los índices de referencia.

La continua demanda de energía debido a aumento de la población mundial ha provocado una emisión récord de gases de efecto invernadero. Se espera que para el año 2030, se demande un 50% más de energía, 40% más de agua y 35% más de alimentos. De acuerdo al informe de la Comisión Europea en 2017, el 80% de las emisiones de gases emitidos en la Unión Europea fue provocada por la industria energética, donde se incluye la quema de carbón, petróleo y gas.

²⁵ Fuente: <https://www.merriam-webster.com/dictionary/public%20utility>

²⁶ Fuente: <https://analisistecnico.com.ar/blog/2018/%E2%80%8Bgeneracion-y-transporte-de-energia-utilities-pamp-cepu-ceco2-edn-tran/%E2%80%8Bgeneracion-y-transporte-de-energia-utilities-pamp-cepu-ceco2-edn-tran>

En el sector de servicios públicos, existe actualmente un “*trilema energético*” desarrollado por el World Energy Council que explica los desafíos de las principales compañías proveedores de estos servicios, los cuales son: otorgar un servicio que alcance a todos (seguridad energética), equitativo o asequible, y sustentable. De acuerdo a encuestas realizadas en el año 2015, el 100% de los ejecutivos se inclinó por priorizar la seguridad energética, mientras que sólo un 62% se interesó por prestar un servicio sustentable como prioridad²⁷.

La pregunta que surge es si se planea una alternativa sustentable en el corto plazo, una que incluya energías renovables, por ejemplo. En el informe de RobecoSAM sobre las 9 empresas de Europa y Estados Unidos con la más alta huella de carbón, expone las principales estrategias y acciones en RSC que se planean llevar a cabo, entre ellas la descarbonización del sector para el año 2050, reduciendo las emisiones en un 80%, y establecer un gobierno corporativo y comités de soporte capacitados en esta problemática, que vigilen los temas de cambio climático, además de instalar auditorías internas que controlen los riesgos²⁸.

El año 2015 fue un año quiebre en términos de RSC, ya que fue el año donde se establecieron los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible propuestos por la ONU. En ese año, la empresa Iberdrola S.A, una utility española dedicada a la producción, distribución y comercialización de energía, acompañó el acuerdo firmado en París en la Convención Marco de la Naciones Unidas sobre el cambio climático (CMNUCC). En esta convención, la compañía se comprometió a reducir su intensidad de emisiones de CO2 un 50% para el año 2030, respecto a las emisiones de 2007²⁹.

Además, el Grupo se compromete a ser neutra de carbono para el año 2050, apostando por un futuro descarbonizado. Para lograr este objetivo, se propuso la siguiente línea de acción en su “Política contra el cambio climático”³⁰ del año 2009, entre las que se destacan:

²⁷ Fuente: <https://www.pwc.com/ca/en/power-utilities/publications/pwc-global-power-and-utilities-survey-2015-05-en.pdf>

²⁸ Fuente: <https://www.robeco.com/latam/es/vision-del-mercado/2019/10/interaccion-engagement-con-las-utilities-electricas-sobre-estrategias-de-cambio-climatico.html>

²⁹ Fuente: https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/inversores/docs/IA_InformeSostenibilidad15.pdf

³⁰ Fuente: <https://www.iberdrola.com/gobierno-corporativo/sistema-gobierno-corporativo/politicas-corporativas/politica-contra-cambio-climatico>

- a) Desarrollo de energía eléctrica a partir de fuentes renovables, innovando en tecnologías más eficientes.
- b) Apoyar los procesos de negociaciones internacionales de cambio climático y la participación significativa del sector privado en la agenda global para cumplir el objetivo climático incluido en el Acuerdo de París de mantener el aumento de la temperatura media global muy por debajo de los dos grados centígrados.
- c) Realización de acuerdos y colaboración con distintos organismos.
- d) Abogar por mecanismos de establecimiento de precios de emisiones que genere una señal de precio fuerte y sostenible, capaz de generar los recursos necesarios para financiar de forma equitativa los proyectos de energía limpia, tanto en los países industrializados como en las economías emergentes y en vías de desarrollo.
- e) Integrar la variable del cambio climático en los procesos internos de toma de decisión, así como en el análisis y gestión de los riesgos a largo plazo para el Grupo.
- f) Supervisar periódicamente el inventario de emisiones de gases de efecto invernadero de la sociedad.

El conjunto de políticas y estrategias de sostenibilidad, entre las que podemos mencionar la lucha contra el cambio climático; inversión en energías renovables; desarrollo del capital humano; implicancias con los grupos de interés, le valieron a Iberdrola S.A. ser incluida en 2016 en la evaluación CSA de RobecoSAM, obteniendo un puntaje de 91/100, y en el Índice de Sostenibilidad del Dow Jones Europa, siendo actualmente la única compañía eléctrica europea³¹.

Otra compañía del sector utility que reingresó al DJSI en el año 2015 fue Red Eléctrica de España (REE). La compañía se posicionó entre las ocho empresas seleccionadas del sector Electric Utilities en el ámbito mundial y entre las dos del entorno europeo con mejor desempeño en sostenibilidad, con una valoración global de 88 puntos sobre 100. El Grupo fue reconocido en 2017 como la mejor empresa del mundo en sostenibilidad en este sector por el Índice, con una puntuación global de 93 puntos sobre 100, alcanzando

³¹ Fuente: <https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/noticias/detalle/iberdrola-lidera-el-indice-dow-jones-de-sostenibilidad-en-el-sector-de-las-utilities-3391679920160908>

la máxima valoración en 12 de los 23 criterios evaluados. Asimismo, la compañía lideró el súper-sector Utilities, que engloba los sectores de electricidad, gas y agua.

El compromiso de sostenibilidad 2030 del Grupo Red Eléctrica se despliega a través de planes plurianuales de sostenibilidad específicos para las distintas empresas del Grupo y programas anuales de proyectos. En este sentido, el Plan de sostenibilidad de Red Eléctrica de España se compone de 18 líneas básicas que aseguran una gestión responsable del negocio y permiten avanzar en las prioridades de sostenibilidad y dar respuesta a las expectativas de los grupos de interés. Entre los puntos fuertes de sostenibilidad, se destacan:

1. Descarbonización de la economía.
2. Anticipación y acción para el cambio.
3. Contribución al desarrollo del entorno.
4. Cadena de valor responsable³².

Estas dos compañías y sus planes de acción son un ejemplo de la inversión en sustentabilidad por parte de grandes corporaciones. Muchos se preguntan por qué y por qué ahora (en referencia a los últimos 20 años) se expandió el tema Responsabilidad Social en casi todas las industrias. De acuerdo al estudio de MSCI ESG, cuatro puntos centrales responden estas preguntas:

- a. Los inversores son menos tolerantes a los temas concernientes a RSE.
- b. Los inversores demuestran deseos de actuar responsablemente.
- c. Las empresas tienen una mayor comprensión de los potenciales beneficios financieros relacionados con los temas de RSE.
- d. Se ha evolucionado mejorando las calificaciones y medidas de lo que antes era “incalificable” o “inmedible”.³³

Es notable el creciente interés por parte de los inversores para colocar sus ahorros en aquellas compañías y proyectos sustentables.

³² Fuente: <https://www.ree.es/es/sostenibilidad/compromiso-con-la-sostenibilidad/negocio-responsable/plan-de-sostenibilidad-2017-2019>

³³ Fuente: http://www.strategisk-csr.dk/wp-content/uploads/2019/06/S3-MSCI-CSR-Link_Improving-ESG-Performance_June-3_London_Final.pdf

4.4 Otros índices bursátiles de Sustentabilidad

Los índices bursátiles que abarcan sustentabilidad son relativamente nuevos. En el año 2009 había más de 50 índices, donde la mayoría de ellos habían sido creado en los últimos 3 años. Algunos de los nuevos, son índices generales, multisectoriales y multinacionales, pero la mayoría son especializados en energía limpia y cambio climático y algunos son especializados por países. Aunque son herramientas originalmente desarrolladas para orientar en sus decisiones a los Inversores Socialmente Responsables, pueden servir como referencia a los consumidores y demás grupos de interés y a la propia empresa (Olcese, 2009). Se destacan los siguientes:

- I. FTSE4Good: Son una serie de índices bursátiles de la Bolsa de Londres, que agrupa a empresas de todo el mundo con prácticas sólidas en materia ambiental, social y de gobernanza. Esta familia de índices tiene como principal objetivo ayudar a los inversionistas a identificar aquellas empresas que a nivel global cumplen con estándares reconocidos de RSC. Las empresas que son incluidas en la clasificación de índices FTSE4Good son las que obtienen los puntajes más altos en la evaluación que hace FTSE Russell de empresas que cotizan en bolsas de valores de todo el mundo.

La evaluación se realiza con base en la información pública disponible de las empresas sobre sus prácticas ambientales, sociales y de gobierno corporativo, dando credibilidad y transparencia a la evaluación. Esta revisión de información se realiza cada seis meses y en la más reciente que se llevó a cabo en junio 2020 se evaluaron más de 4 mil compañías públicas de 47 países.

Las evaluaciones permiten actualizar los índices FTSE4Good, incluyendo empresas que mejoraron su desempeño y transparencia, así como eliminando a las que ya no cumplen con los estándares. Por ejemplo, con la reciente revisión de junio pasado se incluyeron 77 nuevas compañías al FTSE4Good Global, mientras que 31 salieron, además de que 62 empresas entraron al FTSE4Good Emerging Index.

- II. MSCI ESG: MSCI Inc. es el mayor proveedor mundial de índices ambientales, sociales y de gobernanza (RSE) con más de 1.500 índices RSE de renta fija y renta variable diseñados para ayudar a los inversores institucionales a evaluar de manera más eficaz el rendimiento de las inversiones RSE y gestionar, medir e informar sobre los mandatos RSE.

La metodología de calificación evalúa a las empresas en materia ambiental, social y problemas de gobernanza para generar una calificación general de AAA (más alto) a CCC (más bajo). Los datos se recopilan de conjuntos de datos gubernamentales y de ONG, documentos de divulgación de la compañía y fuentes de medios públicos sobre 37 temas clave de RSE para formar una evaluación de riesgos. A los “problemas” de RSE se le asigna ponderaciones específicas de la industria de acuerdo con su impacto y el horizonte temporal de riesgo y oportunidad. Los analistas califican a las compañías tanto por la exposición de esta a los problemas de RSE y la capacidad de la empresa para gestionar su exposición. Las puntuaciones resultantes se combinan para generar la calificación general de RSE.

Además, MSCI también asigna un puntaje de controversia por cada controversia que afecte a la empresa. MSCI define un caso de controversia como una instancia o situación en curso en la que las operaciones de la empresa y / o los productos supuestamente tienen un impacto ambiental, social y / o de gobierno negativo. A estas se asignan calificaciones de "Menor" a "Muy grave", en función de la escala y la naturaleza del impacto³⁴.

5. ¿Existe relación entre los índices que miden empresas sustentables y los Mercados?

5.1.Decisiones de Inversión y RSC

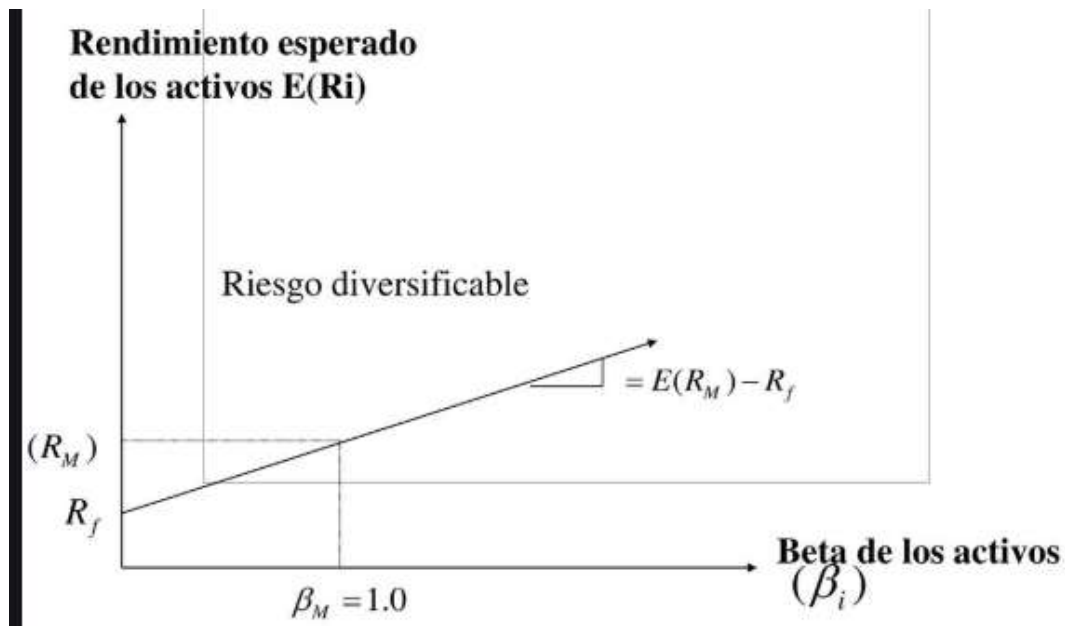
Los inversores del Mercado de Capitales ponen la atención en ciertos datos de las empresas a la hora del armado de su portafolio, éstos son los “*Drivers*”: datos sobre el

³⁴ Fuente: MSCI ESG Research. <https://www.msci.com/esg-ratings>

ratio de distribución de dividendos, riesgo y la tasa de crecimiento, además de la rentabilidad esperada, deuda y estados financieros, son analizados por los analistas de mercado para determinar si ese activo integrará su portafolio. Con estos datos intentan localizar aquellos instrumentos de inversión que les permitan obtener la mayor rentabilidad posible sujeta al riesgo que estén dispuestos a asumir.

Esta es una de las relaciones más importantes de las finanzas y la inversión en mercados de capitales, la relación riesgo-rendimiento. El estudio de la historia del mercado de capitales muestra una lección relevante: existe una recompensa significativa por correr un riesgo significativo, esta recompensa se la reconoce como “prima de riesgo” o Beta, una medida del riesgo sistemático. A la hora de armar una cartera de inversión, teniendo en cuenta el principio de la diversificación para la eliminación del riesgo no sistemático, el inversor sólo se preocupa por el riesgo sistemático, ya que el rendimiento esperado de un activo depende de este.

Teniendo en cuenta el *principio de mercados eficientes*, la relación fundamental entre la beta y el rendimiento esperado es que todos los activos deben tener la misma razón entre recompensa y riesgo. Lo anterior significa que todos se encuentren sobre la misma línea, la Línea del Mercado de Valores (LMV), uno de los conceptos más importante de las finanzas modernas. La LMV es una recta de pendiente positiva que representa la relación entre rendimiento esperado y beta, donde la pendiente es la diferencia entre el rendimiento esperado del portafolio del mercado (R_m) y la tasa libre de riesgo (R_f), o, en otras palabras, la prima de riesgo del mercado. Gráficamente, se observa lo siguiente:



Analizando un portafolio de mercado, es necesario considerar un portafolio compuesto por todos los activos del mercado, donde todos éstos deben encontrarse en la Línea del Mercado de Capitales (LMC). Para determinar en qué punto de la LMC se encuentra ese portafolio, hay que conocer la Beta, en este caso del mercado, del portafolio bajo análisis. Como esta cartera es representativo de todos los activos del mercado, debe tener un riesgo sistemático promedio.

A la hora de constituir una cartera de valores, un inversor busca combinar los distintos activos individuales de tal manera que la cartera le garantice “rentabilidad”, “seguridad” y “liquidez”. Teniendo en cuenta la *Teoría del Portafolio*, es necesario además analizar el resultado de la interacción de un grupo de activos, a través del cálculo de la covarianza y la correlación.

A todos estos datos cuantitativos, se les suma otros analizados por los inversores. El nivel de endeudamiento, cantidad de activos, evaluación de los resultados marginales, análisis de los Estados Financieros, son la esencia de la valuación de actividad de la compañía. También se tiene en cuenta el *Management* o la administración de la empresa, el producto o servicio y las proyecciones del sector donde se invierte.

El objetivo de este trabajo es responder a la pregunta de si existe relación entre la decisión de inversión y las prácticas de las empresas frente a la Responsabilidad Social Corporativa. La pregunta inicial que desvela a aquellos que elaboran los índices de Responsabilidad, donde se tiene al DJSI como al más relevante, es si la inclusión de una empresa en un índice de RSE realmente es importante para los inversores interesados en finanzas sustentables. La escuela de negocios parisina HEC Paris, en su informe del año 2019, investigó la importancia que tiene para los inversores la inclusión en el principal referente mundial de RSE, el Índice de Sustentabilidad del Dow Jones (DJSI) World³⁵.

Examinar los efectos de la visibilidad de la RSE es importante, en primer lugar, debido a los recursos que las empresas dedican a estas actividades. Por ejemplo, cada vez más empresas están estableciendo sistemas de información, emitiendo informes de RSC y pagando a proveedores externos de aseguramiento de RSC para auditar la información. Los evaluadores utilizan esta información para evaluar las actividades de RSE de las empresas. En segundo lugar, el número y la importancia de los índices de sostenibilidad han aumentado dramáticamente con el tiempo, lo que requiere un examen empírico de los efectos de la inclusión en estos índices.

La conclusión a la que arribó la investigación es interesante desde el punto de vista de los mercados financieros: se descubrió que la adición o continuación en el DJSI atrae más atención de los analistas financieros, con más informes escritos sobre estas empresas. También conduce a un aumento en el porcentaje de acciones que poseen los inversores a largo plazo, lo que indica una tendencia de que los inversores profesionales están prestando cada vez más atención a las empresas visibles para la RSE. Por lo tanto, las empresas pueden obtener un beneficio de las actividades de RSE y, más específicamente, la inclusión en el DJSI.

En otro estudio realizado conjuntamente entre Global Reporting Organization y RobecoSAM en el año 2016, que tuvo el mismo objetivo mencionado, se propusieron analizar 129 Reportes de Sustentabilidad de 3 sectores: minería, metales y servicios de electricidad³⁶. Las conclusiones a las que arribaron son las siguientes:

³⁵ Fuente: <https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/sustainability-indices-do-investors-actually-care>

³⁶ Fuente: <https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/New-RobecoSAM-study-reveals-GRI-Standards-fit-for-investment-grade-disclosures.aspx>

1. Existe una alineación general entre los temas relevantes publicados en los reportes y los temas que interesan a los inversores, en todos los sectores, menos en el de servicios de electricidad.
2. Los inversores quieren que las empresas publiquen con mayor profundidad aquella información relacionada con la estrategia corporativa y la evaluación de las oportunidades y riesgos.
3. Existe un acuerdo entre los inversores y las empresas sobre la creciente importancia del análisis de materialidad para definir los aspectos de sostenibilidad más importantes.

Ante las perturbaciones sociales, ambientales y financieras, se está prestando más atención a las políticas de responsabilidad social corporativa (RSE), y los puntos de referencia de sostenibilidad se han multiplicado. El acceso a información global de los mercados permite a los inversores el análisis pormenorizado de cada una de las acciones que toman las organizaciones, y son evaluadas para las decisiones de incluirlas o el portafolio de inversión.

5.2.¿Influye el DJSI en la valuación de una compañía?

Hasta ahora se mencionó que el rendimiento requerido en una inversión depende del riesgo de esta. Si se compra un activo de cualquier clase, lo que se gana (o se pierde) por la inversión se llama *rendimiento de la inversión*. Este rendimiento tiene dos componentes. Se podría recibir directamente algo de dinero mientras se posea la inversión, conocido como dividendo, o el valor del activo comprado cambiará a menudo, en este caso se tiene una pérdida o ganancia del capital, que se determina en los Mercados Financieros.

Un mercado financiero es un espacio (físico, virtual o ambos) en el que se realizan los intercambios de instrumentos financieros y se definen sus preferencias. Como todo mercado está determinado por las fuerzas de la oferta y la demanda. Roger Ibbotson describe a los mercados financieros como: “el fenómeno humano mejor documentado de la historia. Todos los días se negocian acciones de aproximadamente 2.000 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Nueva York y por lo menos se negocian en otras bolsas

y en mercados *over the counter* las acciones de otras 6.000 empresas. Bonos, mercancías genéricas, futuros y opciones también aportan un cúmulo de datos”.

De la interacción de la oferta y la demanda en el mercado de valores surge el precio de la acción, y el valor de mercado de una compañía. Los analistas y especialistas financieros además de la evaluación de los datos de la compañía y del análisis técnico y fundamental, también se rigen por las noticias, rumores y cualquier tipo de información que sea relevante. Cuando una compañía se vuelve pública, sus acciones se comercializan en los mercados bursátiles y su precio ira variando de acuerdo al entusiasmo de los inversores.

El análisis técnico tiene en cuenta los datos del pasado de una empresa y de su entorno. Con esta información se intenta prever qué movimientos realizará el mercado y se fija un valor real para el precio de la acción. El análisis fundamental calcula el valor de la acción comparándola con su precio en el mercado. De esta forma, se evita tener una medida sobrevalorada o infravalorada del valor de esa acción.

Con lo mencionado, se realiza un análisis accionario para conocer la repercusión, en términos de volumen operado y el precio de la acción, tras la noticia del informe de RobecoSAM. Los casos de las siguientes compañías tratan tres escenarios:

1. Incorporación al DJSI en el año 2016. Es el caso de Iberdrola S.A
2. Reincorporación en el año 2015. Se analiza la acción de Red Eléctrica Corporación S.A.
3. Empresa que participa ininterrumpidamente en el informe desde el año 2001. El caso de Naturgy Energy Group S.A.

Nótese que todas pertenecen al sector utility de España.

1. Iberdrola S.A. Muestra el siguiente gráfico, comprendido entre los años 2015 a junio de 2020.



Se observa la tendencia alcista del precio de la acción desde el año 2015 a la fecha. El tratamiento de las energías renovables, así como también una gestión ordenada en términos económicos y financieros se ven ratificados en la confianza de los inversores a la hora de armar una cartera de inversión.

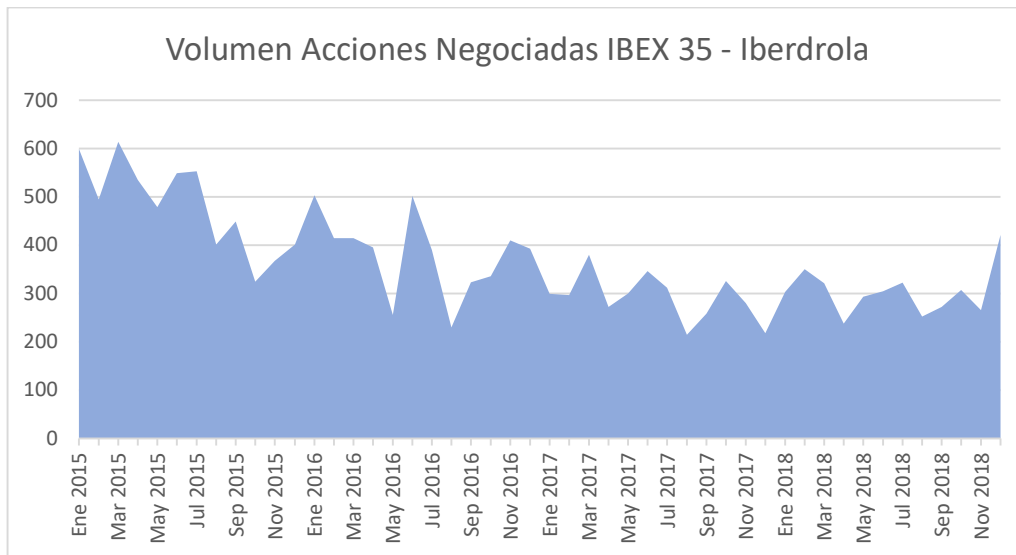
En el año 2016, la empresa fue premiada en la inclusión del Índice de Sustentabilidad del Dow Jones Europa en el sector utilities con 91 puntos, por las políticas corporativas y acciones realizadas en los últimos años, convirtiéndose en la empresa insignia de la industria y la primera empresa española en formar parte del Índice en 17 ocasiones.^{37 38}

El volumen de acciones negociadas en la Bolsa de España (IBEX 35), entre los años 2015-2018, fue en promedio en aquel año 4.567,34 millones, y en particular en el mes de

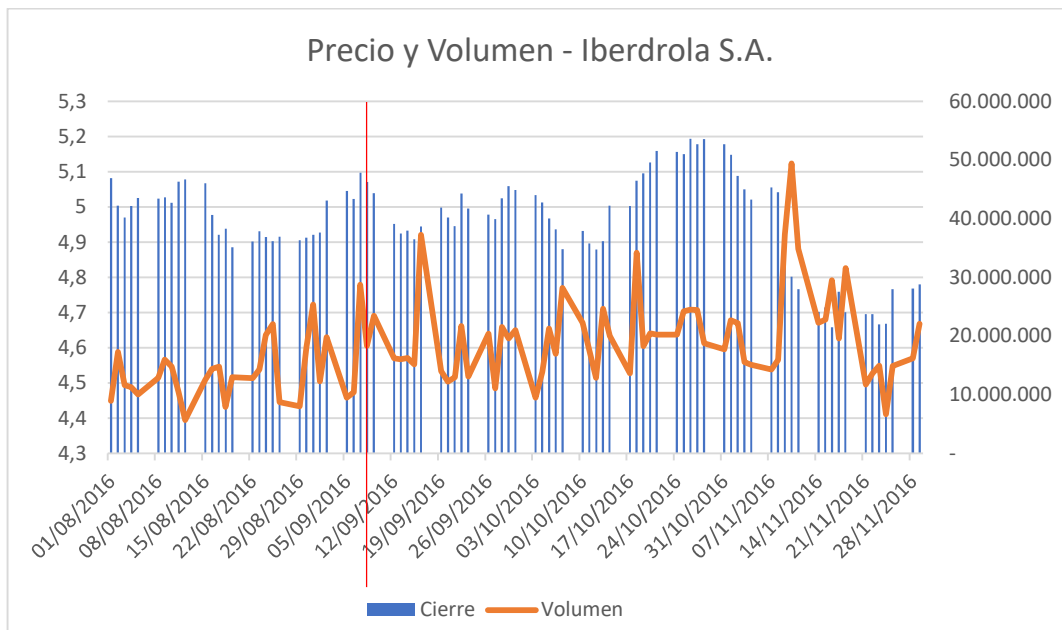
³⁷ Fuente: https://www.spglobal.com/esg/csa/static/docs/f03a43f6aa8b4bf498b984e2146117ea_review-presentation-2016_tcm1016-14662.pdf

³⁸ Fuente: https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/IA_InformeSostenibilidad16.pdf

septiembre de 2016, fecha donde fue lanzado el índice, 323,2 millones, mostrando una tendencia bajista para los años siguientes.



Centrando el análisis y comprendiendo 30 días anteriores a la fecha del informe de RobecoSAM y 60 días posteriores a esa fecha (en el año 2016 la fecha del informe fue el 08 de septiembre), se observa una posible reacción en el precio y volumen de la acción el día 16 de septiembre, producto de esta noticia.

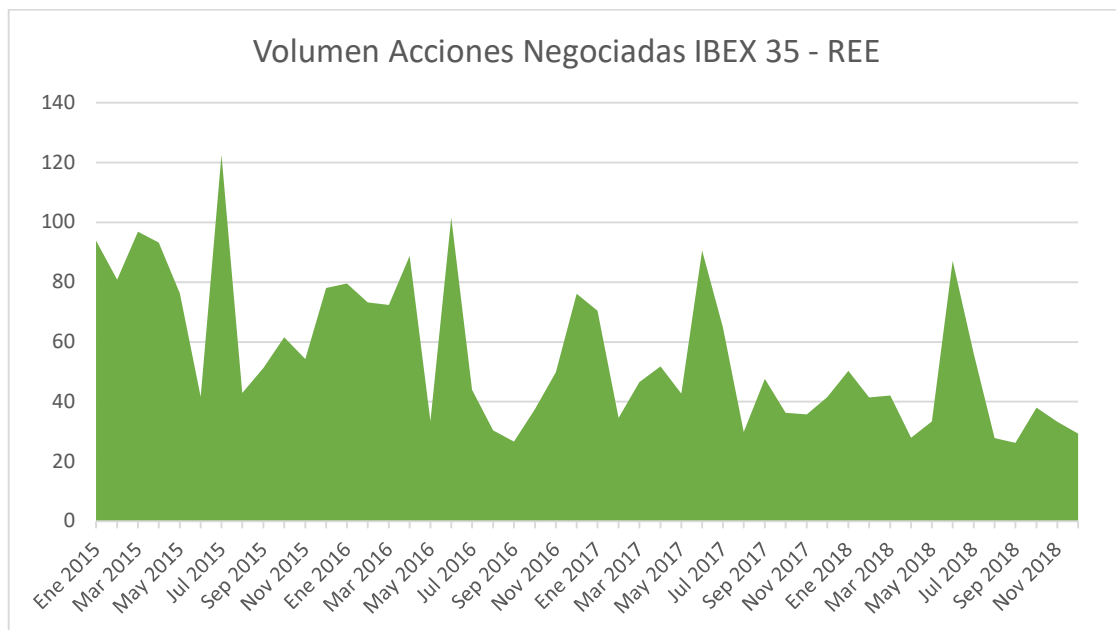


Otras compañías españolas del sector utility, con alta inversión en RSE son Gas Natural Fenosa (Naturgy Energy Group S.A.) y Red Eléctrica Española (Red Eléctrica Corporación S.A.). Se procede a analizar gráficamente ambas acciones, tomando datos de la Bolsa de Valores de España al día 08/07/2020.

2. Red Eléctrica de España S.A.:

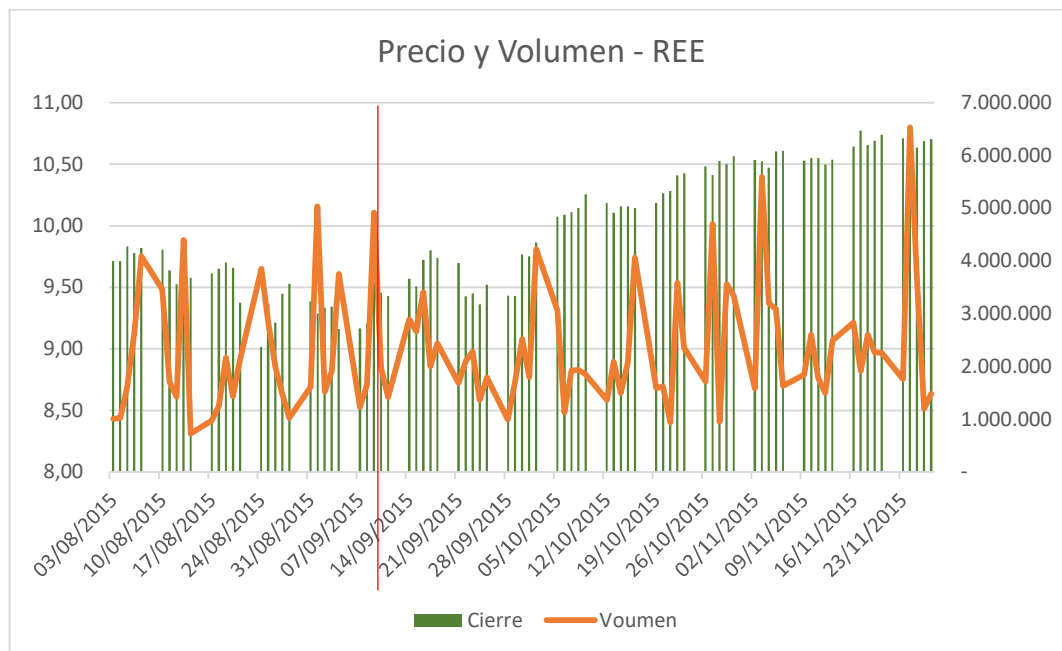


La compañía reingresó en el año 2015 al DJSI, luego de ser excluida en el año 2014. El volumen de acciones negociadas en ese año fue de 892,92 millones, y para el mes de septiembre de ese año (mes de lanzamiento del índice) fue de 26,65 millones, muy por debajo del promedio anual.



Al igual que Iberdrola S.A., se procede con el análisis de 90 días, comprendiendo 30 días antes de la fecha de emisión del informe de 2015 (en este año fue el 10 de septiembre) y 60 días posteriores.

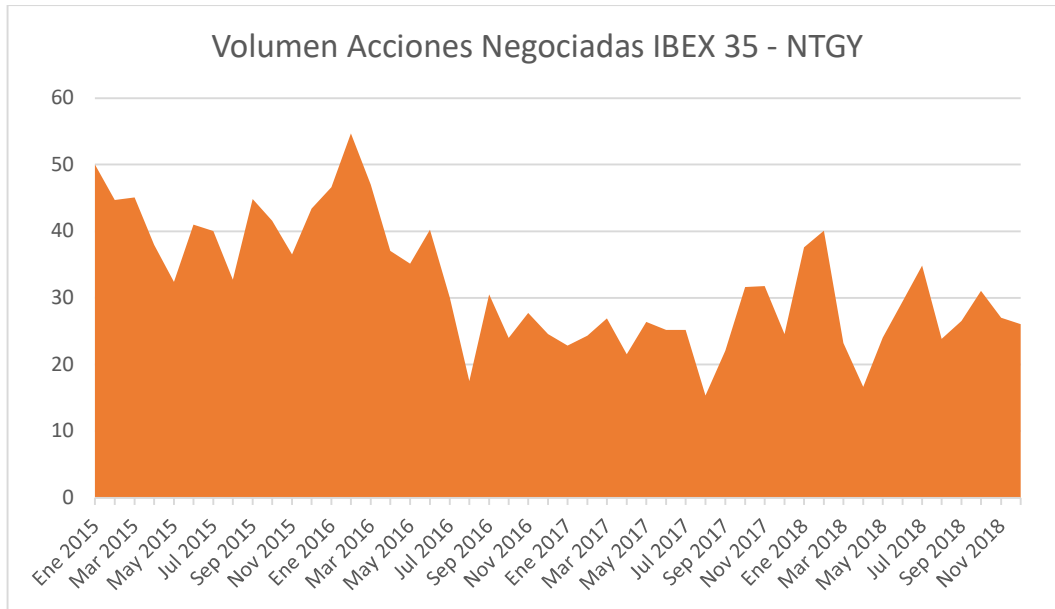
Gráficamente no se visualiza un claro sentido de la acción. Se observa una tendencia alcista y luego correcciones en el precio.



3. Gas Natural Fenosa (Naturgy Energy Group S.A):

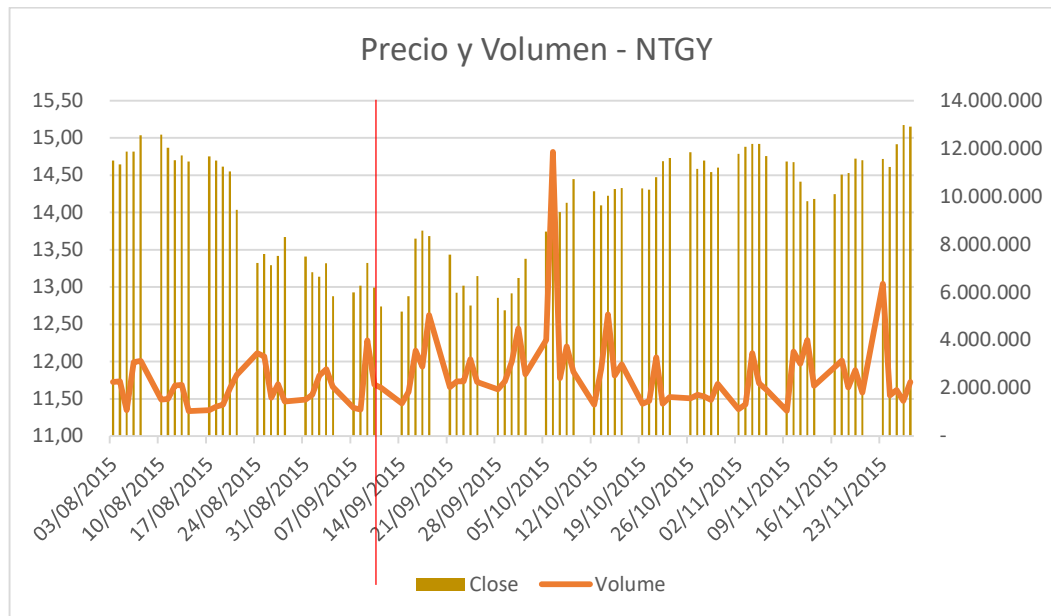


En el año 2001 la compañía fue premiada ingresado al DJSI, convirtiéndose en el año 2015 como la única compañía líder mundial de su sector en la categoría Utilities³⁹. El volumen accionario que se observa entre el periodo bajo análisis 2015-2018 es el siguiente:



El siguiente gráfico representa el análisis en los 90 días entre la fecha del informe:

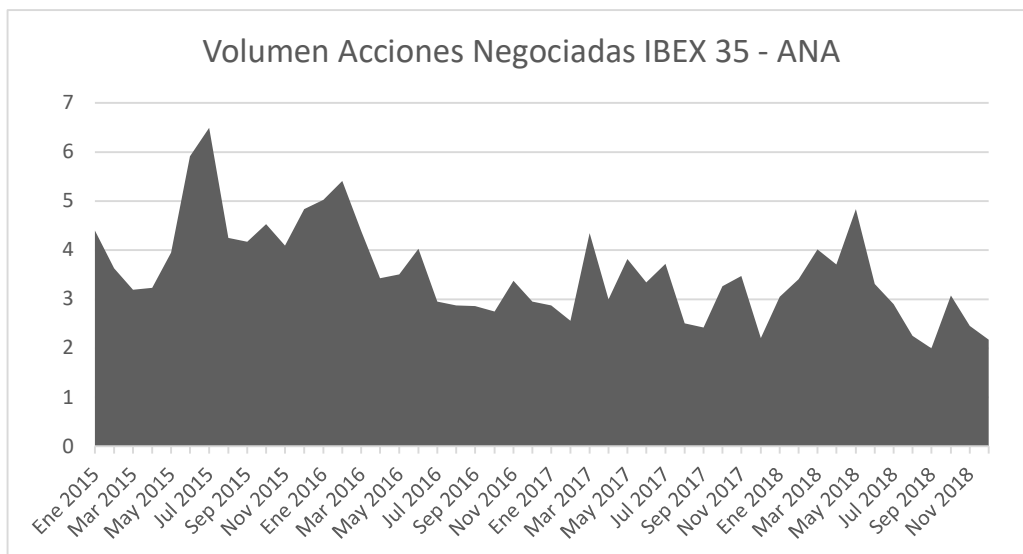
³⁹ <https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2015/09/gas-natural-fenosa-unica-compania-espanola-lider-mundial-en-su-sector-segun-el-djsi/>



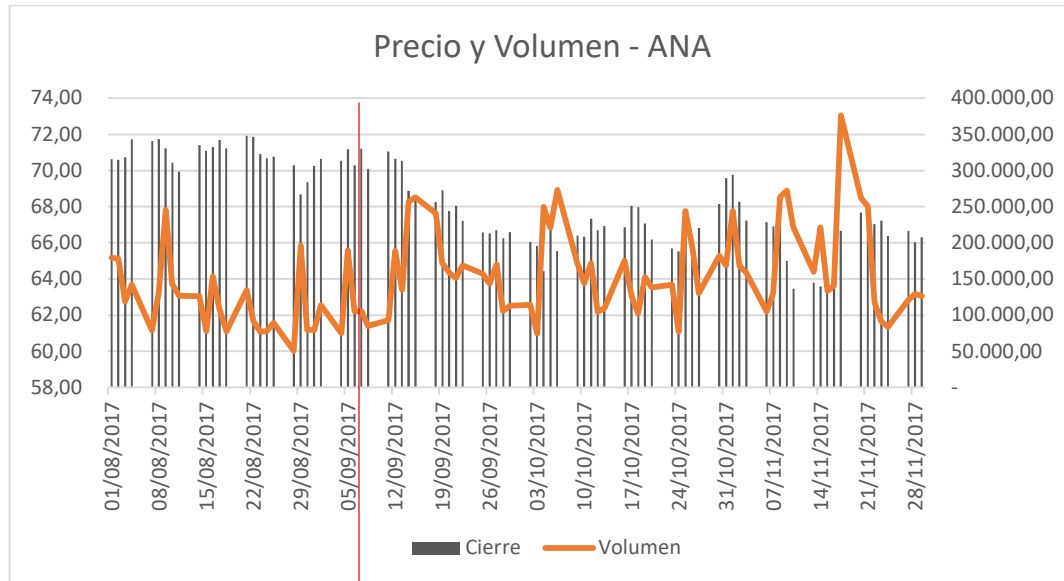
Se observa poco movimiento de la acción, excepto a principios del mes de octubre donde se muestra un pico máximo.

En línea con la investigación llevada a cabo por Robinson, Kleffner y Bertels en su trabajo titulado “*Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership*” (2011), donde concluyen que “no hay evidencia de movimientos anormales de precios antes o después del anuncio de incorporación de una acción al DJSI”, una primera aproximación a la que se arriba es que el mercado no reacciona de una forma claramente directa con respecto a los anuncios del DJSI.

En el caso de otra utility española, Acciona S.A., que fue suprimida del DJSI en el año 2017, luego de 10 años consecutivos de participación en el Índice, se puede llegar a una conclusión similar. Nuevamente, debajo se muestra el análisis del mercado accionario:



En términos de volumen y precio accionario, se destaca para el año 2017 (30 días antes de fecha anterior al informe y 60 días próximos), una tendencia alcista las ruedas siguientes, y un acomodamiento de precios.



Se concluye que el mercado no percibe negativo para una empresa que sea suprimida y pierda su cotización del DJSI, en el mediano plazo.

El análisis grafico poco dice acerca de la reacción de los inversores ante las noticias sobre RSE, en este caso el lanzamiento del Informe de RobecoSAM en los distintos años. Esto se complementa con una investigación realizada por Haw, Chatterji y Mitchel, titulada “*Do investors actually value Sustainability?*”⁴⁰, donde analizaron empresas de 27 países desde la creación del índice en 1999 y las reacciones de los inversores.

La conclusión a la que permiten arribar ambas investigaciones es que si bien el interés hacia las practicas sustentables ha crecido en los últimos años, se observa que, en mayor medida, inversores castigan este accionar responsable por parte de las corporaciones. Analizando el informe de RobecoSAM, considerado actualmente la mejor *benchmark* sobre sustentabilidad empresarial y base del DJSI, se aprecia que la tendencia a tener en cuenta estos informes por parte de los inversores no es muy significativa.

⁴⁰ Fuente: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.2752>

5.3. Inversión Socialmente Responsable

La inversión responsable es “un enfoque de inversión que reconoce la relevancia de factores ambientales, sociales y de gobierno (RSE) junto con métricas financieras tradicionales”. Un enfoque basado en la creencia de que abordar los problemas de RSE protegerá el valor y mejorará los rendimientos de la cartera, especialmente a largo plazo⁴¹. Los Principios para la Inversión Responsable, una red internacional de inversores respaldada por las Naciones Unidas (UNPRI), la definen como “una estrategia y práctica para incorporar factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) en las decisiones de inversión y la propiedad privada”⁴².

Los inversores responsables pueden optar por excluir sectores enteros que consideran insostenibles o poco ético, o pueden buscar empresas con un mejor desempeño RSE que sus pares. Cada vez más, los inversores responsables buscan complementar su inversión existente con procesos con análisis RSE.

Para muchos inversores, el cambio climático plantea importantes desafíos y oportunidades financieras, ahora y en el futuro. Se estima que la transición esperada hacia una economía baja en carbono requerirá alrededor de \$ 1 billón de inversiones al año en el futuro previsible, generando nuevas oportunidades de inversión. Al mismo tiempo, el perfil de riesgo-retorno de las organizaciones expuestas a riesgos relacionados con el clima puede cambiar significativamente, ya que dichas organizaciones pueden verse más afectadas por los impactos físicos del cambio climático, la política climática y las nuevas tecnologías. Esto sugiere que los inversores pueden no ser capaces de evitar los riesgos relacionados con el clima al salir de ciertas clases de activos, ya que una amplia gama de tipos de activos podría verse afectada.

Tanto los inversores como las organizaciones en las que invierten deben considerar sus estrategias a más largo plazo y la asignación más eficiente de capital. Las organizaciones

⁴¹ Fuente: <https://www.pwc.com/gx/en/sustainability/publications/assets/bridging-the-gap.pdf>

⁴² Fuente: <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment>

que invierten en actividades que pueden no ser viables a largo plazo pueden ser menos resistentes a la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono, y sus inversores probablemente experimentarán rendimientos más bajos. Para agravar el efecto sobre los rendimientos a más largo plazo, existe el riesgo de que las valoraciones actuales no tengan en cuenta adecuadamente los riesgos relacionados con el clima debido a la información insuficiente.

Además, debido a que la transición a una economía con bajas emisiones de carbono requiere cambios significativos y, en algunos casos, disruptivos en todos los sectores económicos e industrias a corto plazo, los responsables de las políticas financieras están interesados en las implicaciones para el sistema financiero global. Dadas estas preocupaciones y el impacto potencial en los intermediarios financieros e inversores, los ministros de finanzas del G20 y los responsables de los bancos centrales solicitaron al Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board⁴³) que revise cómo el sector financiero puede tener en cuenta los problemas relacionados con el clima.

Como parte de su revisión, la Junta de Estabilidad Financiera identificó la necesidad de una mejor información para respaldar la inversión informada, los préstamos, y decisiones de suscripción de seguros y mejorar la comprensión y el análisis de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima. Una mejor información también ayudará a los inversores a comprometerse con las empresas sobre la capacidad de recuperación de sus estrategias y el gasto de capital, lo que debería ayudar a promover una transición fluida y no abrupta hacia una economía baja en carbono.

La inversión socialmente responsable (ISR) pretende dar una respuesta a aquellos inversores más sensibilizados con variables ligadas al desarrollo tanto social como medioambiental. Parte de la base de que el comportamiento de una compañía puede ser un indicador de la calidad de su gestión y permitir que esté mejor preparada para gestionar potenciales riesgos y oportunidades a largo plazo. Cualquier tipo de inversor (tanto de naturaleza institucional como individual) puede ser socialmente responsable. Normalmente, se trata de un tipo de inversor que no busca obtener retornos elevados en

⁴³ El Consejo de Estabilidad Financiera, es un organismo internacional que persigue la eficacia y estabilidad del sistema financiero internacional. Se creó tras la Cumbre del G-20 en Londres como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera.

el corto plazo. La inversión socialmente responsable favorece las rentabilidades sostenibles a largo plazo.

Hay muchas formas de invertir de manera responsable. Los enfoques suelen ser una combinación de dos áreas generales:

1. Considerando problemas de RSE mientras se construye un portafolio.
2. Mejorando el rendimiento de RSE en las empresas donde ya están invirtiendo.

La forma en que los propietarios de activos responderán a este importante desafío variará, pero las acciones podrían incluir⁴⁴:

- a. Introducción de una política climática independiente.
- b. Revisión de decisiones de inversión.
- c. Comprometerse con empresas y formuladores de políticas.

Los interesados o responsables de armar una carta o portafolio de inversión pueden integrar los problemas de RSE en los procesos de inversión. El primer paso es definir el objetivo de riesgo-rendimiento de largo plazo. Luego, es posible que los propietarios de activos especifiquen criterios adicionales de “impacto en el mundo real”, con esto se integra los factores de RSE en el portafolio de inversión. Por ejemplo, podría un inversor socialmente responsable perseguir una cartera de largo plazo de mínima varianza que también genere un impacto máximo (positivo) en el mundo real. Además, se ha dado importancia a realizar análisis de escenarios relacionados con el clima como parte de los procesos de toma de decisiones de los inversores, destacando los riesgos y oportunidades potenciales que el cambio climático posee para inversores a largo plazo⁴⁵.

Cada vez más se reconoce que dicha estrategia no solo proporcionará beneficios más amplios para la sociedad y el medio ambiente, sino que también proporciona una economía global más estable y un sistema financiero resistente donde invertir. El informe de UNPRI y PwC identificó cinco razones principales por las cuales los Objetivos de Desarrollo Sostenible son relevantes para los inversores⁴⁶:

⁴⁴ Fuente: <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-climate-change-for-asset-owners/5981.article>

⁴⁵ Fuente: <https://www.fsb-tcfd.org/publications/final-recommendations-report/>

⁴⁶ Fuente: <https://www.unpri.org/sdgs/the-sdg-investment-case/303.article>

- I) Alineación con el deber fiduciario: Los ODS pueden ayudar a los inversores a comprender las tendencias de sostenibilidad relevantes para la actividad de inversión y sus deberes fiduciarios.
- II) ODS como fuente de crecimiento global del PIB.
- III) No cumplir con los ODS como fuente potencial de riesgo sistémico.
- IV) Un riesgo marco para industrias y empresas específicas.
- V) Una fuente de inversión interesante.

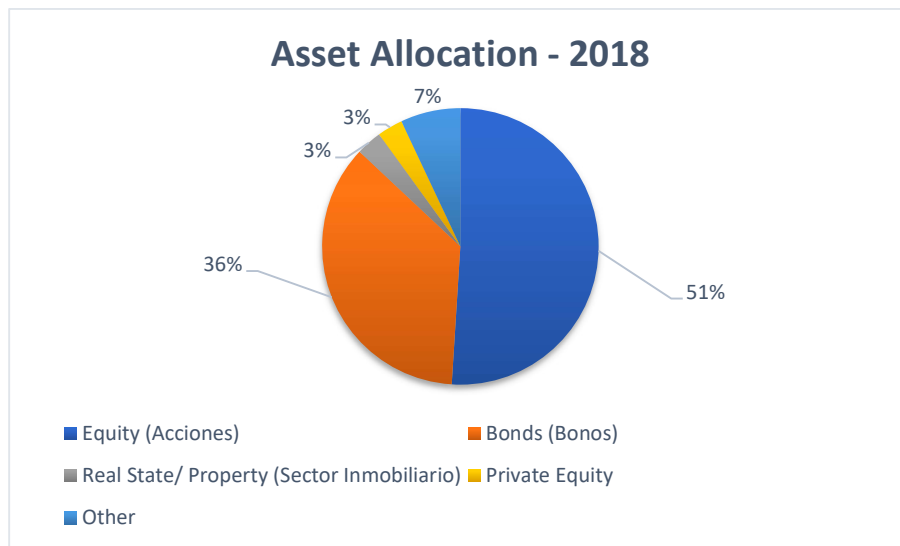
Normalmente, existe un software encargado de identificar el mix óptimo de activos, de acuerdo al nivel de riesgo dispuesto a asumir, que es aquel ubicado en un punto de la frontera eficiente. Es posible incorporar una tercera dimensión a la decisión de inversión sobre un activo, es decir considerar además aquel activo que tenga impacto positivo real de acuerdo a los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Aunque los resultados positivos de los ODS dependen en gran medida de cada cartera individual, algunas clases de activos o clases de sub-activos pueden proporcionar mejores oportunidades para resultados de RSE positivos que otras (por ejemplo, bonos verdes).

La inversión socialmente responsable es relativamente reciente, aunque su crecimiento, especialmente a lo largo de los últimos años, está siendo exponencial. De acuerdo con datos publicados por la Alianza Global de la Inversión Sostenible (GSIA), a finales de 2018, el importe de fondos ISR a nivel mundial superó los 30.000 miles de millones de dólares, con una tasa de crecimiento del 35% al compararlo con los 2016⁴⁷. Hasta el momento están siendo los grandes inversores institucionales (principalmente franceses y nórdicos), los que están impulsando en mayor medida su crecimiento. Sin embargo, la entrada en los mercados de dinero de los *millennials* (inversores jóvenes más predispuestos a combinar retornos con beneficios sociales y ambientales) permite prever una presencia cada vez mayor del inversor individual.

La asignación o distribución de activos puede variar considerablemente de una región a otra. En Canadá y Europa, por ejemplo, la mayoría de los activos están en bonos (34%) y acciones (51%), como se muestra debajo. Esto es un cambio respecto a 2016, cuando el 32% de los activos estaban invertidos en renta variable y el 64% en bonos, En 2018,

⁴⁷ Fuente: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf

bienes raíces y el capital privado (Private Equity)/Venture Capital tenían cada uno el 3% de los activos de inversión sostenibles globales. Las inversiones sostenibles también se pueden encontrar en fondos de cobertura, efectivo o vehículos de depósito, productos e infraestructura; estas los activos se reflejan en la categoría "otros activos", en el gráfico debajo.



El Informe de Impacto de Bloomberg del año 2016, determinó que "1 de cada 5 dólares bajo administración profesional en los EE.UU se administra utilizando estrategias de inversión sostenibles y responsables"⁴⁸.

Los cambios físicos del cambio climático ya han tenido implicaciones financieras tangibles para algunos sectores. Las pérdidas totales por catástrofes naturales mundiales en 2019 totalizaron \$ 150 mil millones de dólares. Los rendimientos esperados de sectores como utilities, energía, y telecomunicaciones, también se verán afectados. Según consultores y analistas, las valoraciones de empresas o activos se verán afectados por la forma en que las corporaciones eligen responder a los problemas climáticos. El cambio climático dará lugar a cambios en el clima, las demandas de los consumidores y las expectativas sociales, y dará como resultado el desarrollo de nuevas regulaciones y

⁴⁸ Fuente: <https://www.bloomberg.com/impact/>

tecnología, consideraciones importantes al establecer una política de inversión, contratar a un administrador de activos, trabajar con consultores de inversión y cumplir con el deber fiduciario. Los inversores no pueden evitar los riesgos relacionados con el clima, pero pueden proteger sus carteras contra ellos.

6. Conclusión

Es común creer que las prácticas socialmente responsables por parte de las organizaciones se deben a cuestiones de marketing, o que intentan mitigar otras prácticas menos responsables que causan graves daños ambientales, como el caso de Exxon Valdéz en la década del 80. Los índices de mercado sobre sustentabilidad surgieron en respuesta a este tipo de planteos, e intentan medir y valorar de la forma más adecuada posible el accionar empresario en cuanto a RSE.

Como primera conclusión, el Índice de Sustentabilidad Dow Jones se ha convertido en la marca del mercado más acertada para valorar las políticas empresarias sobre responsabilidad. Si bien existen críticas acerca de la forma de valuación, muchas de las grandes corporaciones que participan del Informe de RobecoSAM, esperan con ansias los resultados anuales, para conocer si fueron adicionados o suprimidos del Índice.

Las finanzas juegan un rol fundamental en este ámbito. Grandes cantidades de dinero son invertidas anualmente en este campo por instituciones de todas las industrias, y el presupuesto de cada empresa en este campo ha crecido exponencialmente la última década. Además, en algunos países, se ha convertido en un interés público, alcanzando a la población en general y hasta gobiernos. Se considera a la organización como una entidad inmersa dentro de una comunidad a la que debe responder social y ambientalmente y, además, existe la reacción del mercado.

Tras realizar el análisis en los mercados en las fechas de exposición del informe de RobecoSAM, es posible determinar que los inversores siguen prevaleciendo la renta, y prevale el análisis técnico y fundamental de la acción por sobre el *análisis sustentable*, aunque cada vez más las finanzas verdes ganan lugar en las carteras de los inversores, a través de por ejemplo los bonos verdes.

Es decir, que en mediano plazo (considerado de 3 a 6 meses) el mercado estaría actuando de forma ineficiente, ya que el mayor riesgo que el inversor asume al esperar ganancias de mercado por compañías en las que podrían ser susceptibles de percibir sanciones o perjuicios económicos debido a sus prácticas poco sustentables. Esta “ineficiencia” podría suprimirse en el largo plazo (más de 6 meses).

El conjunto de iniciativas gubernamentales, políticas empresariales y conciencia social, deben ser el punto de partida para las inversiones socialmente responsables, con estrategias que involucren las prácticas sustentables tanto a mediano como a largo plazo, que responda a la ecuación principal de las finanzas: máxima rentabilidad del capital para un riesgo determinado del inversor y, además, sin poner en mayor riesgo los factores sociales, ambientales y de gobierno corporativo.

7. Referencias Bibliográficas

- Agencia Europea de Medio Ambiente (2019). Informe SOER. Consultado el 22/07/2020. URL: <https://www.eea.europa.eu/es/publications/el-medio-ambiente-en-europa>
- Airam Fernández 14/10/2019. *Inversores Responsables: Tendencia que crece en el País*. Diario Financiero Chile. Consultado el 01/08/2020. URL <https://www.df.cl/noticias/site/artic/20191011/asocfile/20191011163013/20191014suple.pdf>
- Barbafina, Martin, Price Waterhouse and Co. (2015). *Megatendencias. Cambio climático y escasez de recursos*. Consultado el 12/07/2020. URL: <https://www.pwc.com.ar/es/publicaciones/assets/megatendencias2.pdf>
- Berk y Demarzo (2008). *Finanzas Corporativas (1ra Edición)*. México. Ed. Pearson
- Blasco, J. y King, A. (2017). *The road ahead*. Informe KPMG. Consultado el 22/07/2020. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/2017/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>
- Bloomberg Professional Services (2017). *The growing role of ESG investing in portfolio management*. Consultado el 05/08/2020. URL: https://www.bloomberg.com/professional/blog/growing-role-esg-investing-portfolio-management/?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=dsa&utm_term

[=&gclid=CjwKCAjwxqX4BRBhEiwAYtJX7dDOaKTJCH7tQlhfmkgTNbzOGsZXjiCD7MIAZjNw18EnZtvlfj5K9xoC-CIQAvD_BwE](https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/20190118_V%20Impacto%20social%20empresas%20DEF.pdf)

Bowen, H. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. New York, USA. Harper & Row.

Brundtland Report (1987). *Our Common Future*. The World Commission on Environment and Development, Oxford University Press, New York, NY.

Bush, Friede, Lewis y Bassen (2018). *Digging deeper into ESG-Corporate Financial-Performance-Relationship*. Global Research Institute.

Carroll, A. (1999), *Corporate social responsibility*. Business and Society, Vol. 38. NY USA.

Carrol, A. (1979). *Ethics and Stakeholder Management*. Business & Society South Western Publishing, Cincinnati USA.

Christofi A., Christofi P. y Sisaye (2014). *Corporate sustainability: historical development and reporting practices*. Management Research Review.

De Corral, Blanca (2014). *Índices bursátiles sostenibles y otros criterios para “medir” la sostenibilidad de la empresa*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

Deloitte y Fundación SERES (2018). *V Informe del impacto social de las empresas*. Consultado el 23/07/2020. URL:

https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/20190118_V%20Impacto%20social%20empresas%20DEF.pdf

Domenech, P. y Carqués, J. (2009), Últimos desarrollos sobre la RSE en España: ¿Un avance hacia la sostenibilidad?, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa N65.

Durand, Paugam y Stolowy (2019). *Sustainability Indices: Do Investors Actually Care?*. HEC Paris. Consultado el 01/08/2020. URL:

<https://www.hec.edu/en/knowledge/articles/sustainability-indices-do-investors-actually-care>

Fundación Seres y KPMG (2018). *V Informe de l impacto Social de las Empresas*. Consultado el 06/06/2020. URL:

https://www.fundacionseres.org/Repositorio%20Archivos/Informes/20190118_V%20Impacto%20social%20empresas%20DEF.pdf

Global Reporting (2016). *New RobecoSAM study reveals GRI Standards fit for investment-grade disclosures*. Consultado el 01/08/2020. URL:

<https://www.globalreporting.org/information/news-and-press-center/Pages/New-RobecoSAM-study-reveals-GRI-Standards-fit-for-investment-grade-disclosures.aspx>

GRI (2020), *Sustainability Reporting Guidelines*. Consultado el 22/07/2020. URL:

<https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>

Haw, Chatterji, Mitchel (2017). *Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*. University of Toronto, Rotman School of Business

Informe Price Waterhouse and Co. (2015). *A different energy future, where energy transformation is leading us*. Consultado el 15/07/2020. URL:

<https://www.pwc.com/ca/en/power-utilities/publications/pwc-global-power-and-utilities-survey-2015-05-en.pdf>

Informe Price Waterhouse and Co. (2015). *Bridging the gap: Aligning the Responsible Investment interests of Limited Partners and General Partners*. Consultado el 15/07/2020. URL:

<https://www.pwc.com/gx/en/sustainability/publications/assets/bridging-the-gap.pdf>

Informe Deloitte (2018). *Aumenta la presencia de empresas españolas en el DJSI World*.

Consultado el 31/07/2020. URL: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/aumenta-presencia-empresas-espanolas-DJSI.html>

Instituto Argentino de Responsabilidad Social y Sustentabilidad (2020). Consultado el 05/07/2020. URL: <http://www.iarse.org/reportes>

Investing. Información relativa acciones. URL: <https://es.investing.com/>

Jhavar y Gupta (2017). *Understanding CSR – Its History and Recent Developments*. University of Delhi. Delhi.

KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting (2017). *The Road Ahead*.

Consultado el 10/07/2020. URL: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/be/pdf/20_a_17/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf

Lamoen, Deixonne, Torres y Yomtob. Informe Robeco. (Octubre 2019). *Are electric utilities' governance and strategies fit for the energy transition?*. Consultado el 17/07/2020.

Micilotta, Woll, O'connor y Abbey (2016). *Global Sustainable Investment Review*.

GSIA. Consultado el 15/07/2020. URL: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf

Naqvi y Jus (2019). *The Benchmark that Changed the World: Celebrating 20 Years of the Dow Jones Sustainability Indices*. Consultado el 14/07/2020. URL:

https://www.spglobal.com/_media/documents/education-the-benchmark-that-changed-the-world-1-.pdf

Principles for Responsible Investment (2017). *A blueprint for responsible investment*.

Artículo UNPRI. Consultado el 27/07/2020. URL: <https://www.unpri.org/about-the-pri/a-blueprint-for-responsible-investment/478.article>

Principles for Responsible Investment (2013). *Cambio climático para propietarios de activos. Introducción a la inversión responsable*. Consultado el 31/07/2020.

<https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-climate-change-for-asset-owners/5981.article>

Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (2020). Consultado el 22/06/2020

URL: <https://www.undp.org/content/undp/es/home/sustainable-development-goals.html>

Principles for Responsible Investment (2018). *Financing Sustainable Growth*.

Consultado el 15/07/2020. URL: <https://www.unpri.org/download?ac=5173>

Robinson, Kleffner y Bertels (2011). *Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership*. Journal of Business Ethics.

Ross, Westerfield y Jordan (2008), *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (9na Edición). Mexico. Ed. Mc GrawHill

Samaniego, J. (2009). *Cambio climático y desarrollo en América Latina y el Caribe: una reseña*. Informe CEPAL.

Sustainable Stock Exchanges Initiative (2020). *ESG Disclosure*. Consultado el

01/06/2020. URL: <https://sseinitiative.org/esg-disclosure/>

Task Force on Climate-Related Financial Disclosure (2017). *Recommendations*.

Consultado el 12/08/2020. URL: <https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>

The Humans' Network (2013). *Informe sobre Responsabilidad Social Corporativa*

KPMG. Consultado 16/07/2020. URL:

<https://es.slideshare.net/theHumansNetwork/informe-sobre-responsabilidad-social-corporativa-2013>

UN Global Compact (2020). Consultado el 12/07/2020. URL:

<https://www.unglobalcompact.org/>

MSCI (2020). *ESG-Indexes*. Consultado el 12/07/2020. URL:

<https://www.msci.com/esg-indexes>

Yahoo Finance. Información relativa acciones. URL: <https://finance.yahoo.com/>

Paternoster A. (2014). *Herramientas para medir la sostenibilidad Corporativa*.

Universitat Politècnica de Catalunya.

Unión Europea (2020). *EU Climate Action*. Consultado el 17/07/2020. URL:

https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2020_es