

**Inversión
socialmente
responsable:
selección y
administración
de portafolios
con criterios
medioambientales,
sociales y
de gobierno
corporativo (ESG)**





Inversión socialmente responsable: selección y administración de portafolios con criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

Alejandro J. Useche, PhD



Disclaimer. Las opiniones contenidas en el presente documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Autorregulador del Mercado de Valores ni a su Consejo Directivo.

Alejandro J. Useche, PhD. Profesor asociado, Escuela de Administración, Universidad del Rosario. Correo electrónico: alejandro.useche@urosario.edu.co

ISBN: 978-958-500-221-0

DOI: <https://doi.org/10.12804/urosario9789585002210>

© 2023

© Universidad del Rosario

© Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia

© Alejandro J. Useche

Useche, Alejandro J.

Inversión socialmente responsable: selección y administración de portafolios con criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) / Alejandro J. Useche. – Bogotá: Editorial Universidad del Rosario, 2023.

76 páginas

1. Administración del portafolio – Análisis de inversiones. 2. Inversión – Técnicas. 3. Empresas – Gobierno. I. Universidad del Rosario. II. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. III. Título.

332.678

SCDD 20

Catalogación en la fuente – Universidad del Rosario. CRAI

DAMV

22 de agosto de 2023

Hecho en Colombia

Made in Colombia

Contenido

	Presentación	7
Inversión socialmente responsable (SRI): antecedentes y estado actual		9
	Medición de desempeño y riesgos ESG	18
Selección y administración de portafolios responsables		27
	Mejores prácticas internacionales	33
Avances, oportunidades y retos en el caso colombiano		53
	Conclusiones	60
	Referencias bibliográficas	62



Presentación

Atravesamos en la actualidad por uno de los periodos más complejos de la historia de la humanidad, en el que las decisiones que se tomen hoy podrían determinar nuestra propia existencia como especie y la perdurabilidad del medioambiente a largo plazo. El cambio climático es un hecho indiscutible, fenómeno fuertemente ligado a la actividad de los diferentes sectores productivos. En este contexto, las empresas son cada vez más conscientes de su responsabilidad con los grupos de interés, por lo que, más allá de realizar sus actividades con el único fin de maximizar sus propios beneficios, se orientan de manera creciente a la creación de valor social, enfoque que incluye el objetivo de hacer aportes positivos a las personas y la naturaleza, al tiempo que cumplen con las mejores prácticas en cuanto a gobernanza y liderazgo directivo.

Una de las más importantes tendencias globales en la industria financiera es la incorporación de aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en el proceso de toma de decisiones de portafolio, enfoque característico de la denominada inversión socialmente responsable (*socially responsible investment*, SRI). Aunque se podría percibir que este es un enfoque filantrópico, la evidencia mayoritaria muestra que la SRI puede generar desempeños iguales o superiores, en términos de rentabilidad y riesgo, en comparación con los métodos tradicionales, al tiempo que contribuye al logro de objetivos de sostenibilidad. Así, es necesario que los diferentes participantes del mercado de valores fortalezcan sus conocimientos sobre riesgos y oportunidades provenientes de la SRI, campo que se encuentra en una etapa inicial de desarrollo en nuestro país.

Con el fin de aportar a la difusión y el avance de la SRI en Colombia, el Autorregulador del Mercado de Valores —AMV— y la Universidad del Rosario presentan este documento de investigación, el cual, fundamentado en una extensa y actualizada revisión de literatura, se compone de seis secciones: en la primera, se exponen conceptos fundamentales,

antecedentes y estado actual de la SRI; en la segunda, se analizan aspectos sobre la medición del desempeño y los riesgos ESG; en la tercera, los principales enfoques para la selección y administración de portafolios responsables son analizados; en la cuarta, se hace una descripción de las mejores prácticas internacionales, incluyendo los casos más representativos en cuanto a regulación y normas de calidad; en la quinta, se describen los más destacados avances realizados alrededor de la SRI en Colombia, junto con las oportunidades y retos para su implementación en el país, para terminar en la sexta sección con las conclusiones generales del documento.

1 Inversión socialmente responsable (SRI): antecedentes y estado actual



La inversión socialmente responsable (*socially responsible investment*, SRI) es un enfoque que incorpora, además de los criterios financieros tradicionales de rentabilidad y riesgo esperados, aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (*environmental, social and governance*, ESG) para la conformación de portafolios de inversión (Silvola & Landau, 2021; WEF, 2021). Un “inversionista responsable” considera tanto los retornos monetarios de sus activos, como el impacto sobre la comunidad, los recursos naturales (United Nations Environment Programme, 2021a) y las buenas prácticas de las empresas en las que invierte (Doumpos et al., 2023; Lemke & Lins, 2014).

Tal enfoque es el resultado de la evolución, tanto en la teoría como en la práctica, de la concepción sobre la relación entre los negocios y su entorno: reconocidos académicos como Theodore Levitt (1958) y Milton Friedman (1962, 1970) afirmaron en su momento que la única misión de las empresas es maximizar la riqueza de sus propietarios, perspectiva que fue criticada por el campo de la responsabilidad social corporativa (RSC), desde el cual se propone incluir en las decisiones de negocios el compromiso con los grupos de interés o *stakeholders* (Freeman, 1984), el principio de ciudadanía corporativa (Carroll, 1998; Matten & Crane, 2005), la ética de los negocios (Crane & Matten, 2004), así como la creación de valor compartido (Porter & Kramer, 2006, 2011).

La SRI se impulsó con los movimientos sociales de los años 1960 y 1970, época en la que los inversionistas tomaron en cuenta de manera creciente la responsabilidad frente a problemáticas como el maltrato a los grupos minoritarios, la inequidad de género, la depredación del medioambiente, las inadecuadas condiciones laborales y el insuficiente respeto a los derechos humanos (Rojas et al., 2009). Para los años 1990, las preocupaciones por el efecto del tabaco en la salud, el deterioro de la capa de ozono y los desastres medioambientales como los de Chernobyl y Exxon Valdez, entre otros hechos, generaron una importante influencia en los mercados financieros y ayudaron a que empresas e inversionistas fueran más sensibles a los impactos de sus decisiones sobre el entorno. Al respecto, Laguna y Capelle-Blancard (2010) señalan que cada gran incidente en que se presentó una emisión tóxica accidental

produjo en el periodo 1990-2005 una pérdida promedio de un billón de dólares para la empresa responsable, lo que a su vez llevó a una caída promedio de 1,2% diaria en el valor de las acciones. En respuesta a estas catástrofes, se generaron en Estados Unidos nuevas regulaciones orientadas a regular los riesgos ambientales, las cuales empezaron a ser incorporadas en las decisiones de inversión (Kahn, 2007; Samans & Nelson, 2022).



Fuente: <https://pixabay.com/es/photos/dinero-moneda-inversi%C3%B3n-negocio-2724241/>

Diversas entidades financieras han creado, a partir de la década de los 2000, fondos de inversión responsable, orientados a la construcción de portafolios compuestos por títulos valores emitidos por empresas con altos desempeños ESG, evitando a la vez invertir en sectores que consideran generadores de externalidades negativas, como combustibles fósiles, armamento, bebidas alcohólicas, comidas rápidas y tabaco, entre otros (Ghoul & Karam, 2007).

Se considera que la SRI es una expresión de la denominada “propiedad activa”, enfoque en el que los accionistas están comprometidos con el ejercicio de sus derechos como propietarios, con el fin de influir sobre el desempeño y el riesgo a través del tiempo (Woods & Urwin, 2010). Más allá de considerar solamente la valorización de las acciones y los dividendos percibidos, los propietarios, incluyendo a los pequeños accionistas y empleados, en ejercicio de su derecho a tener voz, abogan por las buenas prácticas corporativas y contribuyen a elevar los estándares de gobierno corporativo. Particularmente, en el contexto estadounidense, diversos fondos de pensiones han sido partícipes de estos procesos, al ser importantes inversionistas institucionales, los cuales, junto con los sindicatos, han velado por el cumplimiento de prácticas laborales responsables, modelos de negocio sostenibles e independencia de las juntas directivas (Croft & Malhotra, 2016).

La evidencia empírica presentada por la literatura científica en cuanto al desempeño financiero de la SRI, en términos de rentabilidad y riesgo, es diversa (Hornuf & Yüksel, 2023). Al respecto, la Tabla 1 presenta una relación de los artículos empíricos de mayor impacto según Web of Science (WoS), publicados entre 2007 y 2021, en los que se evalúa cuantitativamente la relación entre SRI y desempeño de los portafolios de inversión, clasificados según el número total de citas recibidas. Se evidencia que, a pesar de la diversidad de resultados encontrados, la mayoría de publicaciones ha reconocido ventajas que la SRI tiene sobre inversiones realizadas con base en los criterios tradicionales, expresadas en la posibilidad de obtener relaciones retorno / riesgo superiores (Kaiser & Welters, 2019; Alessandrini & Jondeau, 2020; Gao et al., 2020), así como contribuir al fortalecimiento de largo plazo del valor de mercado de las acciones (Franco, 2020; Martínez-Ferrero et al., 2016; Wei et al., 2018).

Tabla 1. Relación entre empleo de SRI y desempeño de portafolios de inversión en principales artículos empíricos referenciados en WoS entre 2007 y 2021

Autores (año de publicación)	Número de citas	Relación ESG - rentabilidad	Relación ESG - riesgo	Mercado(s)	Periodo
Kempf & Osthoff (2007)	292	Directa	N/A	USA	1991-2003
Capelle-Blancard & Monjon (2014)	86	Mixta	Mixta	Francia, USA	2004-2007
Lean et al. (2015)	37	Directa	N/A	Unión Europea, USA	2001-2011
Joliet & Titova (2018)	25	Directa	N/A	USA	2009-2015
Oikonomou et al. (2018)	24	Directa	Inversa	USA	1991-2011
Lesser et al. (2016)	22	Mixta	Inversa	USA	2000-2012
Pedersen et al. (2021)	22	Inversa	Inversa	USA	1963-2019
Griffin & Sun (2013)	19	Directa	N/A	USA	2000-2011
Umar et al. (2020)	16	Directa	Inversa	Global	2007-2020
Du et al. (2017)	14	Directa	N/A	USA	2005-2011
Arribas et al. (2019)	13	Mixta	N/A	Global	2011-2016
Chow et al. (2014)	11	Directa	N/A	USA	1990-2007

De acuerdo con la Tabla 1, la mayoría de estudios muestra una relación directa entre uso de criterios ESG y rentabilidad de los portafolios, como Kempf y Osthoff (2007) para el caso de Estados Unidos en el periodo 1991-2003, y Lean et al. (2015) para la Unión Europea y Estados Unidos entre 2001 y 2011. Así mismo, Oikonomou et al. (2018) encontraron, además, una relación inversa entre la SRI y el riesgo de los portafolios, esto para el mercado estadounidense 1991-2011. Con una muestra diversificada global analizada entre 2007 y 2020, Umar et al. (2020) identificaron que la SRI permitió simultáneamente aumentar la rentabilidad y disminuir riesgo.



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/540345>

Ameer y Othman (2017) afirman que realizar inversiones con criterios ESG es equivalente a adquirir un “seguro” contra riesgos sociales y medioambientales, pues tales inversiones evitan costos por

incumplimiento de regulaciones medioambientales y sociales, reducen el riesgo de posibles litigios, escándalos o crisis y desarrollan mejores relaciones con sus grupos de interés, lo que contribuye a su crecimiento de largo plazo; así, se genera un círculo virtuoso gracias al cual crean valor económico, se vuelven más atractivas en los mercados de valores y pueden obtener más recursos para continuar con sus actividades favorables a los diferentes grupos de interés (Verheyden et al., 2016). En este sentido, Utz (2017) analizó 2579 empresas a nivel global, encontrando que mejores prácticas ESG minimizaban los riesgos idiosincráticos o específicos de cada grupo de acciones. Igualmente, Harjoto y Laksmana (2018) encontraron para una muestra de 1718 firmas durante el periodo 1998-2011, que un mejor desempeño en términos de responsabilidad social corporativa estuvo asociado con menores grados de riesgo, medido por cinco diferentes indicadores, lo que a su vez llevó a fortalecer el valor de mercado de las empresas analizadas.

En el caso de títulos de renta fija, emisores con desempeños ESG superiores tienden a obtener mejores calificaciones de riesgo crediticio, lo que implica que puede emitir bonos a menores tasa de interés (Madhavan & Sobczyk, 2020). Martellini y Vallee (2021) presentaron evidencia al respecto, mediante un estudio de 20 mercados desarrollados y 15 emergentes en el periodo 2010-2020, en el que concluyeron que el puntaje obtenido en la dimensión medioambiental por las empresas emisoras en mercados desarrollados tiene una relación negativa y estadísticamente significativa con el *spread* de las tasas de los bonos a uno, cinco y 10 años de madurez, impacto más pronunciado en el mediano plazo; mientras tanto, en el caso de mercados emergentes, el puntaje obtenido en la dimensión social presentó una relación inversa con el *spread* de los bonos a los mismos plazos mencionados, pero con un impacto mayor a corto plazo. Este hecho implica que emisores con mejores calificaciones medioambientales y sociales pueden reducir su prima de riesgo, lo que disminuye su costo de capital, pero, desde el punto de vista del inversionista, la reducción de tales riesgos significa una prima negativa, es decir, una menor rentabilidad cuando deciden asignar sus recursos a bonos de empresas con alto desempeño medioambiental o social.



Fuente: <https://unsplash.com/es/fotos/DNkoNXQt3c>

La SRI se encuentra en una etapa inicial de evolución en los países en desarrollo; específicamente, en el caso de América Latina menos del 1% de los activos financieros administrados se orienta a administrar riesgos de naturaleza ESG (Global Sustainable Investment Alliance, 2021; Sherwood & Pollard, 2019). Por su parte, la SRI en mercados desarrollados ha pasado de ser un estilo novedoso de selección de activos a una de las tendencias principales de inversión, alcanzando un total de más de 35 billones de dólares a nivel global a cierre de 2020, de los cuales aproximadamente 17 billones se encuentran en Estados Unidos y 12 billones en la Unión Europea, como se observa en la Tabla 2. Estas cifras representan, a su vez, 33% y 42% del total manejado por administradores profesionales en Estados Unidos y la Unión Europea, respectivamente (Forbes, 2020).

**Tabla 2. Inversión socialmente responsable,
valores en billones de dólares, 2016-2020**

Zona	2016	2018	2020	Crecimiento 2016 - 2020
Estados Unidos	8,72	12,00	17,08	95,8%
Unión Europea	12,04	14,08	12,02	- 0,2%
Canadá	1,09	1,70	2,42	123,1%
Australasia	0,52	0,73	0,91	75,6%
Japón	0,47	2,18	2,87	506,3%
Total	22,84	30,68	35,30	54,6%

Fuente: adaptado de Global Sustainable Investment Alliance, 2021, p. 9.

Más recientemente, Reuters (2022) afirmó que la SRI registró un aumento anual del 35% en 2021, alcanzando los 47,66 billones de dólares en 2022, monto que podría superar los 50 billones de dólares a nivel global en 2025, de acuerdo con las proyecciones de Bloomberg Intelligence (2021).

2

Medición de desempeño y riesgos ESG



La medición del desempeño ESG consiste en una calificación (score) que se da tanto a los resultados medioambientales, sociales y de gobierno corporativo que presenta una organización por periodo, como a la transparencia en su revelación al público (*disclosure*), evaluación que se realiza con el fin de valorarlas y gestionarlas adecuadamente a través del tiempo (Zanker, 2017). Así, es necesario identificar variables ESG mensurables, con el fin de definir criterios y fórmulas de cálculo que permitan realizar una evaluación objetiva, hacer seguimiento y llevar a cabo análisis comparativos entre organizaciones, sectores y países. La Figura 1 muestra algunas de las variables más comúnmente evaluadas en cada categoría.

Figura 1. Principales variables medioambientales, sociales y de gobierno corporativo





Fuente: foto de libre uso de freepik.es

El riesgo ESG se puede definir como el impacto potencial que problemáticas medioambientales, sociales o de gobierno corporativo podrían tener sobre los resultados financieros, el desempeño operacional, el cumplimiento regulatorio o la reputación de una organización (Cohen, 2023; Palmer, 2022). En años recientes, diversas autoridades financieras alrededor del mundo han fomentado la inclusión de aspectos ESG en la administración de riesgos y los esquemas de gobernanza, al tiempo que la evidencia empírica demuestra el peligro de prácticas sociales y medioambientales inadecuadas, por lo que los riesgos ESG son considerados hoy una categoría adicional de riesgos materiales a tener en cuenta dentro de las medidas financieras tradicionales, convirtiéndose en un elemento crítico de la administración corporativa (Antunes et. Al, 2023; Capelli et al., 2023; Ziolo et al., 2023).

Existen en la actualidad diversos enfoques, metodologías e indicadores para la medición del desempeño social corporativo y los riesgos ESG (Figura 2), los que tienen como marco conceptual común la “Triple Línea de Resultados” (*triple bottom line*) de Elkington (1998), quien planteó que las organizaciones deben reportar su desempeño económico, social y medioambiental (“triple p” por las palabras en inglés *profits, people, planet*).

Figura 2. Algunos índices de desempeño social corporativo y riesgos ESG



Con base en tal concepción, la Coalición para las Economías Ambientalmente Responsables del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, publicó en 2016 los estándares *Global Reporting Initiative* o GRI, como guía de los reportes voluntarios de sostenibilidad, los cuales permiten evaluar el impacto social, medioambiental y de gobierno corporativo de una empresa y su cadena de abastecimiento, incluyendo aspectos como estrategia, ética e integridad, gobierno corporativo, compromiso con los grupos de interés, emisiones, uso de energía y agua, seguridad ocupacional, capacitación al personal, etiquetado y marketing, entre otros (GRI, 2016).

En 2013, The International Integrated Reporting Council, IIRC, publicó el Marco Integrado de Reporte, con el fin de *“mejorar la calidad de la información disponible para los proveedores de capital financiero, permitiéndoles una asignación más eficiente y productiva del capital”* (IIRC, 2013, p. 3.). Su aplicación ha sido, sin embargo, más compleja que la del enfoque GRI, ya que se basa en reconocer seis tipos de capital (financiero, manufacturero, intelectual, humano, relacional y natural), delineando principios generales, más que indicadores precisos, sobre cómo la organización crea valor con tales clases de capital, llevando a que por cada 100 empresas que asumen el enfoque GRI, solo 15 elijan el IIRC (Bose et al. 2019).

Posteriormente, la Sustainability Accounting Standards Board, SASB, de Estados Unidos, adoptó un enfoque centrado en los inversionistas, publicando en 2018 un conjunto de 77 estándares acerca de la información mínima a reportar acerca de las prácticas de sostenibilidad por parte de empresas de 11 sectores diferentes mediante un “Mapa de Materialidad”, haciendo énfasis en el concepto de “materialidad financiera”, es decir, en la evaluación monetaria de hechos de carácter ESG que tengan una probabilidad razonable de causar un impacto efectivo sobre el desempeño financiero de una organización (SASB, 2018).

Con el mismo fin, Eurosif - European Sustainable Investment Funds, asociación líder de la promoción de la sostenibilidad en la zona europea y la generación de recomendaciones de política pública sobre finanzas sostenibles, con más de 400 organizaciones financieras afiliadas, creó en 2008 su Código de Transparencia, dirigido a fomentar una autorregulación proactiva de las entidades financieras sobre la transparencia en la difusión de la información relativa al manejo dado a las inversiones socialmente responsables. Eurosif (2021) recomienda un conjunto de estrategias de SRI, que aconseja seleccionar activos de los emisores con mayores puntuaciones ESG y que cumplan con altos estándares internacionales, excluir activos de industrias consideradas perjudiciales a la sociedad - como productoras de armas o de tabaco, el compromiso de los accionistas mediante el ejercicio de la propiedad activa, la integración explícita de criterios ESG en la actividad de administración de portafolios, entre otras.

El Código Eurosif fue actualizado en 2018 para incluir aspectos de medición, impacto climático, administración de riesgos y buenas prácticas de gobernanza formulados por *Task Force on Climate Related Financial Disclosures*, TCFD, organización conformada en 2015 por el G20 y *Financial Stability Board*, por lo cual se considera un punto de referencia para la revelación de información ESG en el contexto europeo.

En los últimos años se ha presentado un progreso conceptual y teórico destacado, en gran medida gracias al trabajo de organizaciones como la ONU y el Foro Económico Mundial, quienes han promovido el debate sobre temas ESG y su relación con las inversiones, generando una importante influencia sobre la academia y las investigaciones científicas. Así, se han desarrollado iniciativas conjuntas entre empresas privadas y entidades multilaterales orientadas a generar métricas integradoras, homogéneas y promover su uso común en organizaciones alrededor del planeta. Este es el caso de los “estándares de reporte ESG de las cuatro grandes” (*Big Four*), propuesta presentada conjuntamente por Deloitte, Ernst & Young (EY), KPMG y PricewaterhouseCoopers (PwC), cuatro firmas líderes de consultoría de impacto global, en alianza con el Foro Económico Mundial (WEF, 2020a, 2020b). Ellas proponen una estructura de medición de los riesgos ESG dividida en cuatro pilares considerados interdependientes, a saber, Principio de Gobernanza, Planeta, Personas y Prosperidad, alineados con los aspectos fundamentales de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Tal estructura da como resultado un sistema de 55 indicadores, dividido en 21 métricas básicas y 34 extendidas para la medición y el reporte del desempeño ESG de las entidades evaluadas, haciendo énfasis en la importancia de contar con medidas más precisas y estandarizadas de los impactos sociales de la actividad empresarial.

Por su parte, el CFA Institute (2023), ha aportado al estudio de los riesgos ESG y promueve activamente la capacitación de los profesionales en tal área, así como la aplicación práctica de la SRI, de manera que los inversionistas puedan apropiarse de este enfoque para tomar decisiones mejor informadas. Para esto, ofrece el programa *Certificate in ESG Investing*, dirigido esencialmente a profesionales que se desempeñan en el



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/1434035>

campo de las inversiones (*front office*, *back office*, ventas, distribución, *wealth management*, desarrollo de productos, consultoría, riesgo), aunque puede ser tomado por personas que no ejercen en los mercados financieros, pero desean ampliar sus conocimientos sobre el campo ESG. CFA ofrece los materiales de estudio, estimando que se requieren al menos 100 horas de preparación; una vez que el participante se registra, cuenta con seis meses para la presentación del examen, el cual consta de 100 preguntas de selección múltiple. Este certificado se ofrece por el momento sólo en algunas partes del mundo, pero CFA está trabajando con diversos reguladores para obtener su aprobación y así ampliar la cobertura. A abril de 2023, se habían registrado 35.500 profesionales, principalmente en Hong Kong, el Reino Unido, Estados Unidos, Singapur y Canadá, mercados en los que diversas firmas han adoptado institucionalmente esta certificación, como Goldman Sachs Asset Management, HSBC Wealth and Personal Banking, KPMG, S&P Global y UBS Asset Management, entre otras (Alma Mundus, 2022).

Según el ESG Investing Official Training Manual de CFA Institute (2021a, p. 4), la inversión ESG es un enfoque para la administración de activos en el cual los diferentes inversionistas incorporan explícitamente criterios ESG para sus análisis y toma de decisiones, identificando, evaluando y valorando riesgos y oportunidades, con el objetivo de obtener rendimientos financieros de su portafolio a largo plazo. CFA reconoce que toda inversión puede generar consecuencias positivas o negativas sobre la sociedad y el medioambiente, y que, al mismo tiempo, los aspectos ESG pueden influir sobre el riesgo, la volatilidad y el retorno de los activos financieros, en una interrelación dinámica.



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/870335>

CFA Institute (2018), reconociendo la falta de un enfoque homogéneo para la evaluación de los riesgos ESG, propuso, junto con el uso de los Principios de Inversión Responsable, un marco integrador basado en un extenso análisis de técnicas usadas por inversionistas alrededor del mundo, con miras a generar una guía de cómo personalizar e integrar los aspectos ESG a la toma de decisiones individuales de portafolio, generando el “*ESG Integration Framework*”.

The Investment Association (2019), entidad que agrupa a compañías administradoras de inversiones en el Reino Unido, generó una guía para la difusión de información sobre el manejo de las inversiones responsables y la sostenibilidad, proponiendo que ella se dividiera en información general sobre el enfoque de la firma, y específica sobre cada producto de inversión. Posteriormente, CFA (2021b) publicó el documento “*Global ESG Disclosure Standards for Investment Products*”, en el que propone estándares voluntarios para la revelación de la manera en que las firmas del mercado de valores consideran los aspectos ESG para definir metas, estrategias y prácticas de inversión.

En conclusión, la variedad de aspectos que son susceptibles de evaluación ha llevado a que no haya un consenso alrededor de métricas únicas para medir el impacto, el desempeño y los riesgos ESG, sino más bien una amplia gama de enfoques para su valoración, de manera que cada entidad encargada define metodologías, aspectos ESG y ponderaciones según sus criterios específicos (Camilleri, 2017; OECD, 2020). A lo anterior se suma el hecho de que las distintas autoridades generan estándares, manuales, indicadores y marcos normativos según las características particulares de su contexto. Resaltan, entonces, iniciativas de alcance mundial, como los Principios de Inversión Responsable, que ayuden a definir objetivos específicos comunes, alrededor de los cuales sea posible construir indicadores de medición homogéneos, así como marcos normativos que promuevan la adaptación de las mejores prácticas internacionales.

3

Selección y administración de portafolios responsables



Se han propuesto diversos enfoques para la selección responsable de portafolios (Croft y Malhotra, 2016, p. 130-141; Swiss Sustainable Finance, 2017, p. 35-36), que aplican criterios basados en el grado de cumplimiento esperado de aspectos ESG, dentro de los cuales destacan (en orden alfabético):

- *Best-in-class*: comparar y ranquear empresas de grupos predefinidos, para seleccionar las más destacadas entre sus pares. Esta estrategia implica el uso de criterios de preferencia ponderada, los cuales permiten dar un peso relativo a cada aspecto ESG.
- *Compromise*: invertir en acciones de la empresa en la que se es empleado, lo que expresa conocimiento y compromiso más profundos con la inversión, al tiempo que permite generar diálogo directo con las directivas para promover buenas prácticas ESG.
- *Divestment*: liquidación, vender las acciones de una empresa con el fin de influir sobre sus prácticas.
- *ESG integration*: seleccionar factores ESG más relevantes y de mayor impacto sobre resultados financieros, para analizarlos con criterios tradicionales de portafolio media-varianza. Una vez conformado el portafolio, aplicar criterios de accionista activo para cumplir con rentabilidad esperada.
- *Indexing*: estrategia pasiva de inversión de largo plazo orientada a lograr unas metas determinadas de rentabilidad y riesgo de un índice o conjunto de activos financieros.
- *Negative screening*: uso de juicios de valor para excluir total o parcialmente compañías que pertenecen a ciertos sectores o con bajos desempeños ESG.
- *Positive screening*: estrategia inclusiva consistente en seleccionar inversiones que cumplan con los criterios definidos para los objetivos del portafolio, según su desempeño ESG, independientemente del sector.

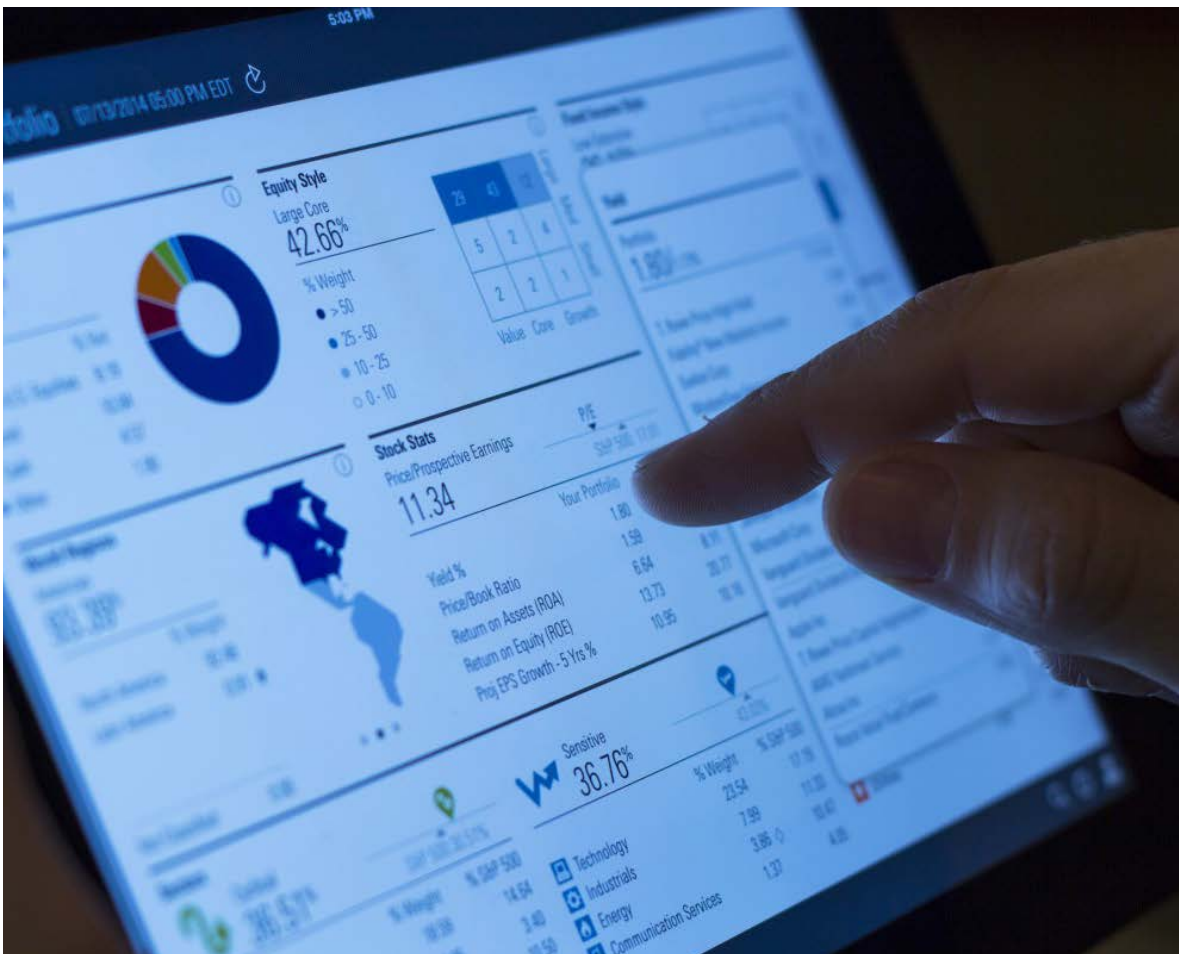
- *Proxy voting*: ejercer el derecho al voto en las asambleas de accionistas, o delegarlo en representantes (como fondos de pensiones), quienes deben ejercer el deber fiduciario, a favor del mejor interés a largo plazo de los representados.
- *Shareholder activism*: comportamiento proactivo de accionistas para influir en decisiones de las compañías, participación en asamblea de accionistas y ejercicio voz y voto.
- *Sustainable thematic investment*: invertir en empresas que producen bienes que generan bienestar social o medioambiental, con potencial de crecimiento sostenible a largo plazo.



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/1457035>

De manera complementaria, Fung et al. (2010, p. 26) proponen cuatro categorías básicas de portafolios responsables, así: i) medioambientales o verdes, cuando su prioridad es invertir en empresas que generen

aportes positivos al medioambiente, usen energías y tecnologías limpias o sean neutrales en emisiones; ii) éticos o “religiosos”, cuya conformación se basa en la aplicación de criterios morales por los cuales se evita invertir en organizaciones de sectores como armas, tabaco, bebidas alcohólicas o casinos, entre otros; iii) sociales, cuando el criterio de selección es el respeto que las empresas muestren por los derechos humanos, especialmente por las buenas condiciones de trabajo y el impacto sobre las comunidades a lo largo de las cadenas de suministro; iv) de gobierno corporativo, cuando se privilegia la transparencia en la toma de decisiones directivas, la inclusión de los accionistas y la independencia de la junta directiva. Ahora bien, en la práctica un portafolio puede incluir cualquier combinación de estas cuatro categorías.



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/948715>

Cuando se seleccionan activos usando simultáneamente criterios financieros y ESG, se conforma un portafolio “responsable”, también llamado en la literatura portafolio ESG (Bertolotti, 2020; Ouchen, 2021) verde (Anquetin et al., 2022; Yu et al., 2021) o sostenible (Arribas et al., 2019; Khan et al., 2020). Esto implica que los portafolios responsables no dejan de lado el análisis de las variables financieras tradicionales de riesgo y rentabilidad, sino que agregan consideraciones sobre el desempeño ESG de las empresas, según las preferencias individuales del inversionista.



Fuente: <https://unsplash.com/es/fotos/Uz8THWPXwhl>

La construcción de portafolios responsables incluye, entonces, elementos característicos de la optimización convencional, como la definición previa de una política de inversión, la determinación de objetivos de corto y largo plazo, el cálculo de riesgo y rentabilidad históricas, el análisis de las características del mercado, así como la evaluación del grado de tolerancia al riesgo, los cuales se evalúan a la luz de las consideraciones ESG. Tal proceso puede generar restricciones adicionales para la selección de activos, pues se suelen excluir ciertos tipos de

empresas o sectores, según el desempeño ESG evidenciado o la percepción sobre su impacto social y medioambiental (Chen et al., 2021; Liagkouras et al., 2020; Robiyanto et al., 2023), pero brinda al inversionista más elementos de juicio para tomar decisiones que satisfagan sus objetivos financieros y sus criterios de evaluación ESG.

En términos cuantitativos, la definición inicial y la recomposición periódica de portafolios responsables puede llevarse a cabo adicionando al método media-varianza tradicional propuesto por la Teoría Moderna del Portafolio, condiciones relacionadas con objetivos ESG, de manera que se realice un ejercicio de optimización restringida en el que la función objetivo sea la varianza del portafolio, la cual se ha de minimizar sujeta a restricciones que expresen el nivel de rentabilidad esperada, y el cumplimiento de un nivel mínimo de puntuación ESG promedio ponderado de los activos que componen el portafolio. Este tipo de proceso ha sido desarrollado, entre otros, por Ballesteros et al. (2012), Calvo et al. (2014), De Spiegeleer et al. (2021), Dorfleitner y Utz (2012), Hallerbach et al. (2004) y Steuer et al. (2007).

En este orden de ideas, es claro que las inversiones, como otras decisiones de tipo económico, son influidas por aspectos emocionales, psicológicos y cognitivos, campo estudiado por las finanzas comportamentales (Brodmann et al., 2021; Nofsinger, 2017). Particularmente, Ainsworth et al. (2018) han contribuido a generar evidencia sobre cómo los valores personales influyen en el proceso de selección de portafolios de los inversionistas responsables, quienes obtienen un beneficio no económico, denominado por ellos como dividendo psíquico, al adquirir activos emitidos por empresas con desempeños ESG destacados, estando incluso dispuestos a renunciar a algunos puntos de rentabilidad con el fin de cumplir unos objetivos sociales y medioambientales de sus inversiones.

4

Iniciativas internacionales, regulaciones y normas de calidad ESG



4.1. Iniciativas internacionales ESG

La década de los noventa marcó el inicio de las grandes iniciativas internacionales conjuntas para el logro de objetivos medioambientales y sociales; uno de los principales puntos de partida fue la Reunión de la Tierra (Earth Summit), realizada en Río de Janeiro, Brasil, en junio de 1992, en donde 178 países adoptaron la denominada “Agenda 21”, un plan de acción integral orientado a estructurar una alianza global para la promoción del desarrollo sostenible, la mejora de las condiciones de vida de las personas y el cuidado de los recursos naturales (United Nations, 2021). Luego, se le sumaron los Principios del Pacto Global de las Naciones Unidas, orientados a promover el desarrollo sostenible y las buenas prácticas ESG en las organizaciones (United Nations Global Compact, 1999). Posteriormente, se definieron los “Objetivos de Desarrollo del Milenio” (*Millenium Development Goals, MDG*) y los “Objetivos de Desarrollo Sostenible” (*Sustainable Development Goals, SDG*), marco que serviría de referencia a avances en el campo de la responsabilidad social corporativa y la SRI.



Fuente: <https://unsplash.com/es/fotos/yx5ecLK7Avw>

Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, OECD, definió un conjunto de Principios que se convierten en el punto de referencia internacional en asuntos de gobierno corporativo, dando unos lineamientos generales para que la legislación de los países y las normas internas de las organizaciones tengan en cuenta cinco aspectos principales, a saber: protección de los derechos de los accionistas, tratamiento equitativo a los propietarios, papel de los grupos de interés en el gobierno corporativo, adecuada revelación de la información y ejercicio diligente de las responsabilidades de las juntas directivas (OECD, 2015).



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/1430843>

A estas iniciativas se suma la del Banco Mundial, entidad que a través de la International Finance Corporation (2012) publicó el documento “Normas de Desempeño sobre Sostenibilidad Ambiental y Social”, el cual busca promover el compromiso de las organizaciones financieras con el desarrollo sostenible como parte integral de sus procesos

de administración del riesgo. Particularmente, este documento define ocho normas que un asesor y su cliente inversionista deben respetar durante el ciclo de inversión, relacionadas con evaluación y gestión de riesgos medioambientales y sociales, condiciones laborales, prevención de la contaminación, seguridad de la comunidad, buenas prácticas sobre adquisición de tierras, conservación de biodiversidad, respeto a los pueblos indígenas y defensa del patrimonio cultural.

En el campo específico de las finanzas, resalta la iniciativa denominada "Principios de Inversión Responsable" (*Principles for Responsible Investment*, PRI), propuesta en abril de 2006 por instancias de la sociedad civil con el apoyo de las Naciones Unidas (específicamente, considerando como aliados a la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, IF PNUMA, y al Pacto Global), que consiste en un conjunto de criterios y recomendaciones desarrolladas por y para los inversionistas con el fin de que incorporen en su toma de decisiones criterios ESG. Destaca su misión, la cual se definió así: "Creemos que un sistema financiero global económicamente eficiente y sostenible es una necesidad para la creación de valor a largo plazo. Este sistema recompensará la inversión responsable a largo plazo y beneficiará tanto al medio ambiente como a la sociedad en conjunto. El PRI trabajará en pro de lograr establecer este sistema financiero global y sostenible incentivando la adopción de los Principios y la colaboración para su aplicación, promoviendo el buen gobierno corporativo, la integridad y la rendición de cuentas, y superando obstáculos para instaurarlo como base de las prácticas, estructuras y regulación del mercado" (PRI Association, 2015, p. 1).

Los PRI, proveen un marco de referencia para evaluar, desde la óptica del inversionista, si un determinado activo cumple con criterios de sostenibilidad y si sus decisiones financieras pueden ser consideradas responsables. Conceptualmente, PRI ha hecho un aporte importante al proponer definiciones formales que resultan útiles tanto para participantes de los mercados financieros como para académicos y demás grupos sociales, en los cuales la SRI es entendida como "una estrategia y práctica para incorporar factores ambientales, sociales y de gobierno



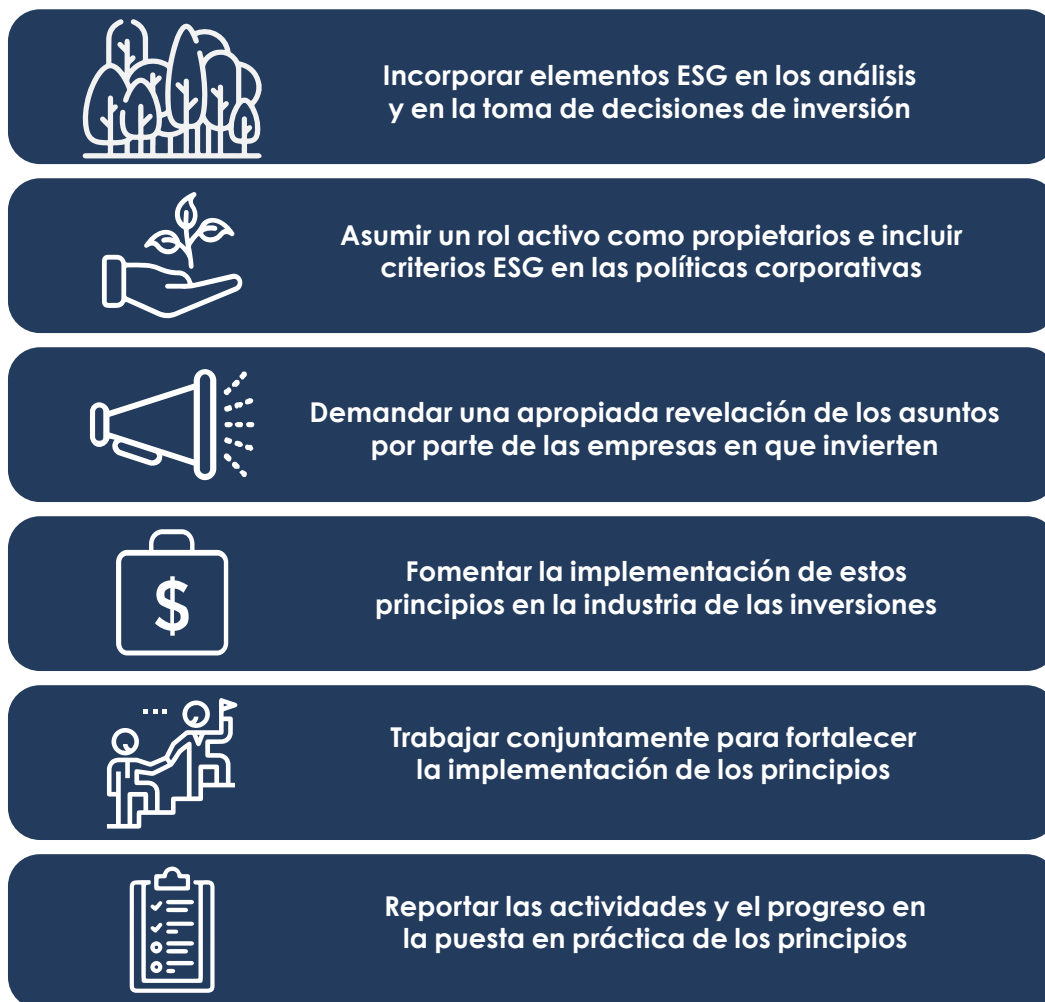
Fuente: <https://unsplash.com/es/fotos/9lpSbMgYm0Q>

corporativo (ASG) en las decisiones de inversión y el ejercicio activo de la propiedad" (PRI Association, 2015, p. 4), reconociendo que este es un enfoque diferente de lo que suele llamarse inversión ética o de impacto, las cuales establecen como objetivo primario el logro de unos objetivos morales, mientras que la SRI puede y debe ser practicada por todo tipo de inversionistas, incluyendo a aquellos cuya única prioridad es el desempeño financiero de sus portafolios.

Las organizaciones pueden acogerse voluntariamente a los PRI, teniendo que cumplir para ello cuatro requisitos mínimos (condiciones que aumentarán para 2024): contar con un equipo interno o externo responsable de implementar las inversiones responsables, supervisión continua por parte de las altas directivas, definición de políticas y formalización de guías ESG, y garantía de que tales políticas tendrán cobertura de al menos 50% de los activos administrados (PRI Association, 2021, p. 19).

Una vez se convierte en signataria, la entidad entra a ser parte de una red global independiente que asume un compromiso ante la sociedad y los diferentes participantes en los mercados de cumplir seis principios fundamentales, que se muestran en la Figura 3 (PRI Association, 2015, 2016).

Figura 3. Principios de Inversión Responsable



En este marco, PRI considera que una organización en el campo de las inversiones es responsable cuando empodera a sus clientes, los convoca y capacita en temas ESG, los orienta imparcialmente y apoya en el proceso de inclusión de criterios ESG en sus decisiones, y asume una posición de liderazgo para el fortalecimiento de prácticas responsables.

- *Gobierno corporativo y cultura*: gobernanza efectiva y cultura de la banca responsable.
- *Transparencia y rendición de cuentas*: revisión periódica de la implementación de estos principios, comunicación pública y veraz de resultados, tanto de los impactos positivos como de los negativos sobre la sociedad.

En este mismo campo la OECD (2014) definió las características que deben tener las inversiones de largo plazo, cuyo capital debe ser comprometido (orientado a fortalecer gobierno corporativo), paciente (con mirada estratégica) y productivo (que apoye el desarrollo sostenible).



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/1334147>

Es relevante mencionar los aportes de la International Organization of Securities Commissions, IOSCO, entidad que agrupa a reguladores de todo el planeta, la cual publicó en 2021 su “Reporte Final” sobre recomendaciones de sostenibilidad en la administración de inversiones, en

el que resalta la necesidad de contar con información ESG consistente, comparable y útil para la toma de decisiones de inversión. En tal reporte, así como en varios de sus boletines semanales (IOSCO, 2023a, 2023b), recalca la importancia de incluir en la administración de portafolios la valoración de riesgos ESG y la lucha contra prácticas desleales como el *greenwashing*. IOSCO (2021) generó en este reporte un listado de cinco recomendaciones a los reguladores y encargados de política pública, orientadas a impulsar la sostenibilidad mediante prácticas, políticas, procedimientos y revelación de información relativa a la administración de inversiones, lineamientos que se describen en la Figura 4.

Figura 4. Recomendaciones de IOSCO sobre sostenibilidad de prácticas, políticas, procedimientos y revelación de información en la administración de inversiones

Reguladores y responsables de política pública deberían



Fuente: elaboración propia a partir de IOSCO, 2021, p. 1-2.

4.2 Regulaciones ESG

A mediados de los años noventa, el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos solicitó a la Organización Internacional del Trabajo el desarrollo de un “sello social” que certificara que los productos a comercializarse internacionalmente cumplieran con buenas prácticas laborales; no obstante, el proyecto fue abandonado pues muchos países en desarrollo lo denunciaron como proteccionista y contrario a la libertad de comercio (Crane et al., 2009). No obstante, este espíritu se mantuvo y ha llevado a la definición de estándares de buenas costumbres laborales que, aunque no son de obligatorio cumplimiento en el comercio exterior, sí hacen parte de una corresponsabilidad global corporativa (Camilleri, 2015).

A 2023, no hay un estándar único de reportes ESG o de normatividad sobre cumplimiento, debido a la diversidad de enfoques alrededor del mundo; en muchos países, los gobiernos trazan marcos legales generales orientados a estimular conductas ESG positivas, apoyar la filantropía, el voluntariado y la defensa del medioambiente, cuyo cumplimiento es voluntario, sin detallar sobre indicadores específicos que deban cumplir las empresas privadas o definir sanciones por su inobservancia, como es el caso de Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea (Department for Business Innovation and Skills – DBIS, 2014; Fifka, 2013). No obstante, existen normas referentes a la revelación de información, como la Accounting Directive 2013/34/EU y la Directive 2013/50/EU de la Unión Europea, por las cuales se obliga a las empresas grandes (con al menos 500 empleados) a hacer pública información no financiera, relacionada con sus actividades medioambientales, respeto a los derechos humanos, lucha contra la corrupción y buen gobierno corporativo (European Union, 2013a, 2013b); en el Reino Unido, la UK Companies Act de 2006 y su enmienda de 2013 determinan que las empresas grandes tienen la obligación de publicar en sus reportes anuales sus estrategias, desempeño y riesgos, revelando información sobre asuntos medioambientales, laborales, sociales, comunitarios y de derechos humanos (UK Parliament, 2006). India ha asumido un enfoque proactivo, obligando a que las corporaciones cuenten con un comité para temas ESG en su junta directiva, responsable de definir y asegurar la implementación de

la estrategia ESG, al tiempo que obliga a las grandes empresas a invertir al menos 2% del promedio de sus utilidades después de impuestos de los tres últimos años en causas sociales y medioambientales (Ghuliani, 2013).

Dos elementos cruciales para el avance del enfoque ESG en las inversiones han sido la publicación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible por parte de las Naciones Unidas y el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático, ambos del año 2015, los cuales resaltaron el hecho de que las acciones gubernamentales y la asistencia tradicional para el desarrollo no son suficientes, sino que el compromiso del sector privado, particularmente de la comunidad empresarial, resulta fundamental para dar respuesta a los actuales retos sociales y medioambientales, gracias al cual las organizaciones asignarán recursos con criterios de finanzas sostenibles (Baker et al., 2022; United Nations, 2020).

En buena medida, los reportes ESG siguen siendo voluntarios, pero los diferentes marcos descritos son apropiados cada vez más por las organizaciones que desean generar ventajas competitivas, diferenciarse de la competencia y promover la sostenibilidad de sus modelos de negocio, al tiempo que se adelantan a potenciales cambios en la regulación. No obstante, existen presiones crecientes alrededor de la necesidad de aumentar la transparencia sobre las actividades y los impactos de las organizaciones, que se convierten en estándares de rendición de cuentas que guían el buen comportamiento ESG de las empresas, con el ánimo de hacerlas responsables por sus actos (Bondy et al., 2012), pero también de hacer visibles sus aportes ante los diferentes grupos de interés, incluyendo inversionistas potenciales.

En el caso estadounidense, FINRA empezó en 2019 a generar recomendaciones sobre la manera en que empresas e inversionistas particulares deberían seleccionar activos ESG, con el fin de cumplir con criterios de SRI y evitar errores o manipulaciones alrededor de este concepto. FINRA (2019, 2022) reconoce que las inversiones ESG, sostenibles o de impacto tienen el potencial de producir un retorno financiero competitivo, al tiempo que pueden generar aportes positivos a la sociedad, pero cada una de ellas— como bonos verdes, ETFs o fondos mutuos—debe ser evaluada individualmente, pues tiene características únicas y

significados diferentes para cada inversionista, en relación con sus objetivos y valores personales. FINRA sugiere que, más allá de simplemente invertir en una alternativa porque ella ha sido etiquetada como ESG, se deben evaluar sus características e impactos específicos, con el fin de luchar contra acciones desleales de marketing, en las que se presentan al público productos o servicios que en apariencia son amigables con el medio ambiente, cuando en realidad no lo son, creando una imagen ilusoria de responsabilidad corporativa, práctica conocida como *greenwashing*, *carbonwashing*, ecoblanqueo o ecoimpostura (Santos et al., 2023).

En línea con este último objetivo, FINRA (2023, p. 41-43) ha solicitado recientemente a las entidades financieras que se mejore la precisión sobre aspectos ESG en sus comunicaciones, de manera que sus afirmaciones sobre las características ESG de sus productos estén formalmente sustentadas y sean consistentes, estén expresadas en un lenguaje claro y objetivo, presenten los riesgos asociados, apropiando las mejores prácticas en cuanto a exactitud y veracidad en la información transmitida en los diferentes materiales publicitarios.

En cuanto al contexto europeo, los avances más destacados se han realizado por la Financial Conduct Authority, FCA, autoridad financiera del Reino Unido, principalmente a partir de 2018, año en que publicó su artículo inicial de discusión sobre finanzas responsables “DP18/8: *Climate change and green finance*”, el cual fue complementado en 2019 con el documento *FS19/6*, alineados con el plan del gobierno británico denominado “*Green Finance Strategy*”. En tal documento, FCS expresó su compromiso con la creación de un enfoque regulatorio propicio para que las entidades participantes de los mercados puedan administrar los riesgos propios de la transición a una economía baja en carbón, al tiempo que aprovechen las oportunidades que surjan en beneficio de sus usuarios. FCA busca con esta iniciativa el logro de tres objetivos, como son: i) que los emisores provean información oportuna, confiable y consistente sobre la materialidad de su exposición a riesgos y oportunidades provenientes del cambio climático, ii) que las organizaciones reguladas integren consideraciones sobre cambio climático en sus



Fuente: <https://pixabay.com/es/illustrations/naturaleza-tierra-sustentabilidad-3294632/>

diversas decisiones, y iii) que los consumidores tengan acceso a productos financieros verdes o sostenibles, acordes con sus necesidades y preferencias, al tiempo que reciban información y asesoría apropiadas.

Posteriormente, FCA (2021) definió en el documento “*A strategy for positive change: our ESG priorities*” un marco formal de estrategias, acciones y resultados esperados en relación con el compromiso a largo plazo de las entidades financieras con la sostenibilidad, basado en la necesidad de fomentar la transparencia, la confianza y el trabajo en equipo, incluyendo la cooperación con los gobiernos y los mercados internacionales. FCA afirmó que, en su calidad de regulador puede definir los requisitos ESG y realizar una supervisión proactiva de su cumplimiento, pero las entidades son en últimas las que, con su gobernanza y su cultura, permitirán el éxito de este esquema y el logro de objetivos socioambientales. Los objetivos de sostenibilidad definidos por FCA son: i) promover la revelación de información ESG de alta calidad, para ayudar a una adecuada valoración de activos y a la óptima toma de decisiones de SRI, ii) generar confianza y protección al consumidor,

luchando contra el *greenwashing*, iii) incentivar una sólida gobernanza en entidades reguladas hacia la consideración de riesgos y oportunidades ESG, iv) fomentar un rol activo de los inversionistas, que influya positivamente en las estrategias de sostenibilidad de las compañías, v) garantizar la integridad en los servicios de información, calificación, ranking, aseguramiento y verificación de activos etiquetados ESG, y vi) apoyar la innovación en las finanzas sostenibles.

En el caso latinoamericano, Perú es el primer país en el que se ha establecido como requisito a partir de 2017 que las empresas emisoras en el mercado de capitales presenten un “Reporte de Sostenibilidad Corporativa” a la Superintendencia del Mercado de Valores, SMV, entidad que ha definido una metodología estándar para tales informes (EY Perú, 2017). Como resultado, solo en el año inicial, 212 empresas reportaron información ESG, gracias a la cual se levantó un diagnóstico inicial y se identificaron las más destacadas necesidades de avance en cuanto a políticas, indicadores y herramientas para la creación de valor a largo plazo y la gestión corporativa de la sostenibilidad. Estos reportes han sido mejorados año tras año, incluyendo definición de conceptos, desagregación de la información, y más detalle en cuanto a la adopción de buenas prácticas frente a los diferentes grupos de interés de las empresas (SMV, 2022).

Por otra parte, destacan los avances realizados por la Asociación Brasileira de Entidades de los Mercados Financiero y de Capitales – AN-BIMA, organización que ha fomentado activamente la incorporación de criterios ESG en la toma de decisiones de inversión; para esto, realizó inicialmente dos grandes trabajos de investigación en 2016 y 2018, a partir de encuestas a las entidades financieras, en los que evaluó el grado de avance y compromiso de los gestores de recursos con los temas ESG en sus procesos de análisis de inversión, investigaciones que llevaron a definir, respectivamente, la primera y segunda Agendas de Sostenibilidad. Este proceso implicó que, una vez realizado el diagnóstico inicial, se definiera una agenda de trabajo: la Tabla 3 muestra las necesidades identificadas y sus respectivos planes de acción.

Tabla 3. Necesidades identificadas en temas ESG y acciones propuestas por ANBIMA, según investigaciones de 2016 y 2018

Necesidades	Acciones
Conocer estado inicial de inversión ESG	Encuestas de mapeo de los mercados
Aclarar y consolidar conceptos ESG	Redacción de Guías ESG
Brindar información sobre ESG	Oferta de curso gratuito sobre sostenibilidad
Promover cultura de inversión a largo plazo	Difusión en encuentros con agentes de los mercados
Definición de parámetros ESG y exigencia de transparencia	Creación de reglas para identificación de fondos sostenibles
Elevar requisitos ESG en las inversiones	Establecimiento de agenda de autorregulación
Construir autorregulación para preparar al mercado para la regulación	
Evaluación y certificación ESG de profesionales	Inclusión de temas ESG en pruebas de certificación

Fuente: elaboración propia a partir de ANBIMA (2022a, p. 13-16).

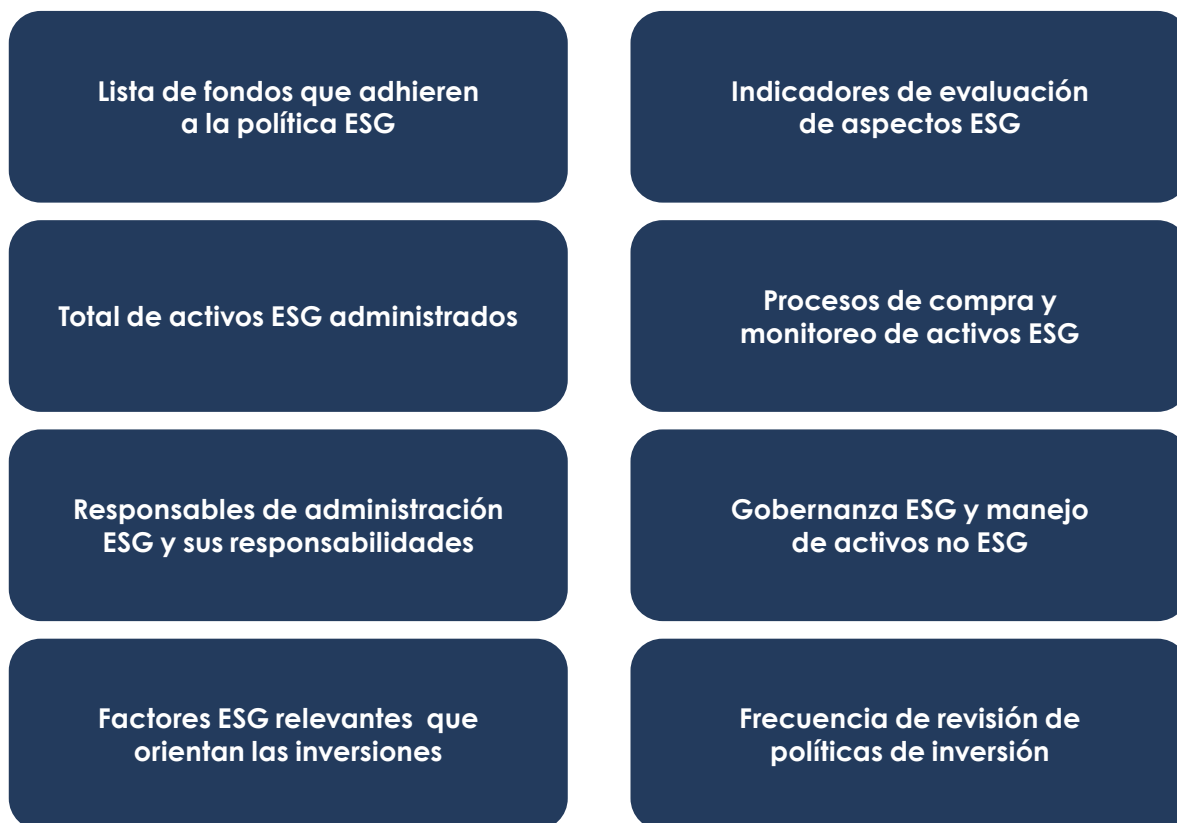
Como resultado de estas acciones, entró en vigor en enero de 2022 una nueva reglamentación que estableció criterios y requisitos para que los fondos de inversión de renta fija y renta variable puedan ser reconocidos y certificados por ANBIMA como sostenibles, pues anteriormente eran las mismas entidades las que se autodenominaban así. En estas nuevas reglas se plantea una concepción de la sostenibilidad como un proceso de análisis y decisión en las inversiones, no se asocia con un tipo particular de activos; al mismo tiempo, se establecen criterios de

compromiso con la sostenibilidad, la buena gobernanza y la transparencia, expresados en coherencia entre la denominación del fondo, su objetivo y su estrategia de inversión, junto con la elaboración y presentación de informes periódicos de desempeño, en los que se identifiquen claramente metodologías, características, resultados y riesgos de las inversiones realizadas (ANBIMA, 2022b). ANBIMA evalúa tales criterios tanto para el gestor como para el fondo, pudiendo dar dos diferentes reconocimientos: i) fondo IS (inversión sostenible), que se agrega al final de la nomenclatura, o ii) fondo que integra cuestiones ESG, el cual no tiene un objetivo explícito de inversión sostenible, pero puede incluir una frase de diferenciación en los materiales de difusión como “este fondo integra cuestiones ASG en su gestión de inversiones” (ANBIMA, 2022b, p. 7). El proceso de adecuación a las nuevas normas en Brasil está en su fase inicial, pues a cierre de 2022 se había otorgado el “sello verde” o denominación IS a 18 fondos de inversión, estando en ese momento 54 más en proceso de evaluación, de un total de 7490 fondos de renta fija y variable elegibles (El Inversor, 2022).

ANBIMA ha publicado dos versiones de su guía ESG, documentos en los que genera recomendaciones para la inclusión de estos criterios en la toma de decisiones de inversión, sin que ellos tengan el carácter de normatividad. En la primera Guía ESG, ANBIMA (2020) afirma que la SRI se orienta a evaluar la selección de activos usando criterios de sostenibilidad a largo plazo, pero ellos pueden ser diferentes para cada persona o institución, según el contexto de sus operaciones, por lo cual plantea que cada una debe establecer los criterios que mejor se adapten a sus propios procesos de toma de decisiones, valorando así su materialidad, es decir, definiendo la relevancia que da a los diversos aspectos ESG.

Un aporte especial de ANBIMA en tal documento es una propuesta de lineamientos para que las instituciones financieras establezcan su política de inversiones ESG, los que se deben plasmar en un documento que presente por lo menos los ocho requerimientos que se muestran en la Figura 5.

Figura 5. Aspectos mínimos a incluir en un documento de políticas de inversión ESG, según ANBIMA



Fuente: elaboración propia a partir de ANBIMA (2020, p. 20).

Más recientemente, en la segunda Guía ESG, la cual tiene un carácter orientador y no regulatorio, ANBIMA (2022c) reafirma que la inclusión de criterios ESG es un aspecto fundamental para la supervivencia a largo plazo de los negocios y se alinea no solo con las crecientes demandas de los clientes, sino también con las inminentes necesidades de la sociedad y el planeta. Para aportar a tales fines, ANBIMA promueve la adopción de buenas prácticas ESG entre la comunidad financiera, al tiempo que difunde contenidos sobre SRI, lo que ha llevado a que desarrolle cursos de capacitación en estas temáticas y a incluirlas en sus exámenes de certificación.

Uno de los objetivos de ANBIMA es establecer criterios precisos para la identificación de instrumentos de inversión conformados a partir de criterios de sostenibilidad, denominados “fondos sostenibles”, para evitar el *greenwashing*. Es así como ANBIMA afirma que la SRI no solamente debe estar relacionada con la estructuración de portafolios bajo criterios ESG, sino que los administradores deben dar al público información suficiente sobre sus políticas, sus prácticas y su sistema de gobernanza alrededor de la sostenibilidad, informando a la vez sobre características diferenciales, riesgos y oportunidades de los productos ofrecidos.

En cuanto al mercado mexicano, país que a pesar de no contar a la fecha con una regulación ESG, se encuentra una tendencia favorable a la incorporación de criterios de SRI (ECIJA, 2021), expresada en iniciativas de responsabilidad empresarial hacia el respeto de los derechos humanos (Ley General de Responsabilidad Empresarial y Debida Diligencia Corporativa), equidad de género en las juntas directivas e incorporación de código de ética (Ley General de Sociedades Mercantiles y Ley del Mercado de Valores), compromiso empresarial con la sostenibilidad medioambiental (Ley General de Economía Circular). Una iniciativa de interés en tal país fue la denominada “Declaratoria de Inversionistas”, propuesta en 2020 por el Consejo Consultivo de Finanzas Verdes (CCFV), cuyo objetivo es fomentar el análisis de las implicaciones que las inversiones tienen sobre el cambio climático, mediante información de alta calidad que provenga de una metodología estandarizada. Esta Declaratoria fue firmada por diversas entidades del mercado financiero mexicano, entre las que están bancos, firmas de corretaje, aseguradoras, fondos de inversión, las dos bolsas de valores (BMV y BIVA) y gremios como Amafore, AMIB, AMIS y AMAI, entre otros (El Economista, 2020).

En el contexto argentino, las 18 principales entidades bancarias, con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo, suscribieron en 2019 el denominado Protocolo de Finanzas Sostenibles de la Industria Bancaria en Argentina, para aunar esfuerzos en la promoción de la SRI, definiendo como objetivo de mediano plazo la incorporación de políticas, procesos, estándares y prácticas de sostenibilidad en la administración de las inversiones (BNA, 2019). En este mismo país, la Comisión Nacional

de Valores, CNV, publicó en 2019 la Resolución 788, en la que definen lo relacionado con el mercado de bonos verdes en ese país y los requisitos para la emisión de “valores sociales, verdes y sustentables” (CNV, 2019), mientras que expidió en 2021 la Resolución 896, con el fin de dar lineamientos para el desarrollo de la inversión socialmente responsable. Esta Resolución incluyó tres guías, de carácter orientador más que obligatorio, en las que presentó un marco teórico y conceptual, dio recomendaciones para la emisión de bonos verdes y generó lineamientos para la evaluación externa de la sostenibilidad de las inversiones (Marval, 2021). Igualmente, la CNV mediante la Resolución General 885 de 2021, definió un régimen especial para el fomento de la inversión en títulos valores sostenibles, autorizando la operación de fondos comunes abiertos de naturaleza ESG, mientras que con la Resolución General 940 de 2022 generó un marco simplificado para la emisión de bonos garantizados con impacto social, al que se pueden acoger organizaciones que deseen obtener financiación para proyectos sociales.

En el caso chileno, la Comisión para el Mercado Financiero, CMF, ha tomado como referencia el marco europeo, mediante la adopción de normas de carácter general, NCG, relacionadas con buenas prácticas de gobierno corporativo (NGC 385 de 2015), indicadores de responsabilidad social y desarrollo sostenible (NGC 386 de 2015), y reportes de políticas, prácticas y metas en temas ESG (NCG 461 de 2021), normas esencialmente a fomentar la provisión de información de alta calidad a los inversionistas y disminuir la asimetría de información ESG en el mercado local (CMF, 2021). Específicamente, la NGC 461 define la obligatoriedad de incorporación de información sobre sostenibilidad y gobierno corporativo en la Memoria Anual de las entidades supervisadas, que debe incluir una descripción del sistema de gestión de riesgos, su estrategia, la gestión de proveedores y su modelo de negocios en relación con aspectos ESG, al tiempo que estableció la exigibilidad de divulgación de esta información mediante el uso de los estándares de *Sustainability Accounting Standards Board, SASB*. Se espera que para 2025 todas las entidades supervisadas por la CMF deberán incluir información sobre sostenibilidad en sus reportes anuales (BNamericas, 2022).



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/1432425>

4.3 Normas de calidad ESG

Normas de calidad como las propuestas por la Organización Internacional de Normalización, ISO, no son leyes, por lo que su cumplimiento no es obligatorio; sin embargo, al representar estándares internacionales, podrían ser exigidas en ciertos sectores económicos por clientes o proveedores, por ejemplo. En este orden de ideas, se presentan en esta sección las líneas generales de las principales normas de calidad relacionadas con aspectos ESG.

En 1993, la Comisión Europea desarrolló el Eco-Management and Audit Scheme, EMAS, como un marco de aplicación voluntaria para que organizaciones de cualquier sector económico valoren, administren y mejoren continuamente su desempeño medioambiental (European Commission, 2021). En la misma línea, la norma ISO 14001 sobre gestión medioambiental fue publicada en 1996, dando parámetros de

cumplimiento voluntario a empresas de cualquier tipo para la reducción de los impactos sobre el entorno y el cumplimiento de la regulación ambiental.

En 1999 fue publicada la normativa OHSAS 18001, relativa a la seguridad y la salud ocupacionales, que con el tiempo se iría integrando a los sistemas de calidad y medioambiente de las empresas, contenidos en las normas ISO 9001 y 14001, siendo reemplazada por la ISO 45001 desde 2017. Igualmente, en 1999, se publicó la norma ISO AA1000, como marco general para la evaluación de la calidad del compromiso empresarial con los diversos grupos de interés, la cual fue reemplazada en 2003 por la norma AA1000AS, considerada la primera norma de aseguramiento del cumplimiento y la difusión de la información sobre sostenibilidad a nivel global (AccountAbility, 2008).

La norma ISO 26000, publicada en 2010, propone una guía para ayudar a las organizaciones para establecer, implementar y fortalecer continuamente su responsabilidad social, promoviendo el compromiso empresarial con los grupos de interés, su medición y la transparencia en la difusión de sus resultados. Por su parte, la norma ISO 37000, publicada en 2021, se publicó, describe principios y guías sobre las buenas prácticas de gobernanza de las organizaciones, orientadas al fomento de la sostenibilidad mediante el adecuado ejercicio de la dirección empresarial.

Resalta de manera particular la ISO 32210 expedida en 2022, primer estándar global relativo a las finanzas sostenibles que da recomendaciones para integrar los principios de sostenibilidad en las operaciones, la cultura y la gobernanza de las entidades del sector financiero (ISO, 2022). Este documento genera una guía sobre terminología, principios, metodologías y buenas prácticas de sostenibilidad, orientándose especialmente a inversionistas y profesionales en inversiones, pero también siendo una guía útil para empresas no financieras, gobiernos y reguladores. La norma ISO 32210 presenta una guía para evaluación de impacto, integración con los grupos de interés, monitoreo, medición, difusión de resultados y transparencia de políticas y acciones ESG de las entidades financieras.

A photograph of two women in professional attire sitting at a desk in an office. They are looking at a map or document on the desk. The woman on the left is wearing a green blazer, and the woman on the right is wearing a beige blazer over a green top. They appear to be in a collaborative meeting. The background shows office shelves and a coffee machine.

5

**Avances,
oportunidades y
retos en el caso
colombiano**

El mercado de inversiones sostenibles en Colombia se encuentra en una etapa inicial, pero de rápida expansión; si bien es cierto que los aspectos de impacto social y medioambiental, así como los propios de la gobernanza organizacional, han sido debatidos ampliamente en el país, solo recientemente se han integrado de manera explícita a la gestión de inversiones en el mercado financiero.

Así, Colombia cuenta desde 2007 con el Código de Mejores Prácticas Corporativas, expedido mediante la Circular Externa 028 de la SFC, también conocido como Código País, el cual brinda un marco general, de aplicación voluntaria, para la adecuada gobernanza de las empresas emisoras de valores, dividido en 41 recomendaciones referentes a la asamblea de accionistas, la junta directiva, la revelación de información y los mecanismos de resolución de controversias (SFC, 2007). Este Código guarda relación con el "White Paper sobre gobierno corporativo en América Latina" propuesto por la OCDE (2004), en el que se hicieron recomendaciones sobre los derechos de los accionistas, las responsabilidades de los directivos, la necesidad de información y transparencia, y la importancia de la cooperación regional.

Una iniciativa para el fomento de la inversión socialmente responsable en el país ha sido liderada por la Bolsa de Valores de Colombia, BVC, organización que empezó en 2013 a calcular el índice COLIR, compuesto por empresas que cuenten con el reconocimiento *investor relations*, IR, es decir, aquellas que evidencian las mejores prácticas en cuanto a relación con inversionistas y revelación de información alrededor de aspectos ESG. Igualmente, esta organización ha liderado emisiones de bonos temáticos en el campo de la sostenibilidad, mediante el programa BVC Sostenible.

Así mismo, en 2019 se creó la iniciativa multiactor denominada Task Force de Inversión Responsable Colombia, una instancia de concertación entre sectores público y privado (gremios del sistema financiero, bursátil y asegurador, banca multilateral, cooperación internacional, ONGs, academia, entre otros), en alianza con GRI y PRI, orientada a fomentar la aplicación de criterios ESG en el sector financiero, a la cual AMV se unió en 2023. El Task Force tiene como función servir de espacio

de diálogo, articulación y liderazgo para el fomento de la SRI en el país, mediante la discusión de temas como desarrollo sostenible, innovación financiera, políticas y procesos para la implementación de buenas prácticas ESG, elaboración de reportes y fomento a la divulgación de información, entre otros. En 2020 este grupo lanzó la “Declaración a favor de la Inversión Responsable en Colombia”, documento que recomienda el uso de criterios de sostenibilidad a inversionistas institucionales y empresas, para lo cual se requiere contar con datos de alta calidad, que cumplan estándares metodológicos internacionales.

Adicionalmente, la Superintendencia Financiera de Colombia (2020) publicó la “Guía de Buenas Prácticas para la emisión de bonos verdes”, acorde con las definiciones dadas en la Circular Externa 028 de 2020, cuyo cumplimiento sobre revelación, transparencia y reporte es voluntario. En el mismo sentido, resaltan otras iniciativas como la adopción del “Marco de Referencia de Bonos Verdes”, acorde con lo contemplado por la Ley 2073 de 2020 y la Resolución 1687 de 2021, marco que permitió la emisión por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2020, 2021) de bonos verdes soberanos, con el fin de obtener recursos de financiamiento sostenible y promover el cumplimiento de objetivos medioambientales en el país.

La Superintendencia Financiera de Colombia, SFC (2018) lanzó la primera etapa de la estrategia “Finanzas verdes y cambio climático”, orientada a que las instituciones del sistema financiero fortalezcan su gestión de riesgos y oportunidades ESG, a la vez que se encaminan recursos hacia la consecución de objetivos de crecimiento sostenible. Luego, la SFC (2021) emitió la Circular Externa 031, mediante la cual define las directrices que los emisores de valores, de acuerdo con sus características específicas, deben cumplir en materia de revelación de información social y medioambiental. En esta circular se definen los lineamientos para la revelación de información no financiera, con el fin de promover la adopción de buenas prácticas ESG y la divulgación hacia los diferentes grupos de interés de los avances en sostenibilidad, en un enfoque de materialidad social y ambiental, alineado con los estándares internacionales propuestos por Task Force for Climate Related Financial Disclosure (TCFD) y Value Reporting Foundation.



Por su parte, el Decreto 1207 de 2020 realizó algunos ajustes importantes al régimen jurídico de los fondos voluntarios de pensión en el país, definiendo en el Capítulo 4 aspectos de gobierno corporativo, promoviendo las buenas prácticas, la adecuada revelación de información y la transparencia, así como una sólida administración de los riesgos relacionados con cada alternativa de inversión.

Un aporte importante en Colombia fue la publicación por parte de Asobancaria de la "Guía General de Administración de Riesgos Ambientales y Sociales (ARAS)", que presenta recomendaciones para la implementación en el sector financiero de los avances en normativas y estándares de tipo socioambiental, incluyendo los riesgos relacionados con el cambio climático, como son el riesgo de transición, derivados de cambios regulatorios y tecnológicos, y el riesgo físico, expresado en posibles repercusiones financieras provenientes de aumento en la severidad de eventos climáticos (Asobancaria, 2021, p. 29). Particularmente, clasifica la manera en que se pueden materializar los riesgos ambientales y sociales para las entidades financieras (Figura 6), proponiendo metodologías para el diseño, la estructuración y la implementación de sistemas para su adecuada administración.

Figura 6. Riesgos ambientales y sociales derivados del cambio climático



Fuente: elaboración propia a partir de Asobancaria, 2021, p. 37-39.

Más recientemente, el Ministerio de Hacienda, en conjunto con la Superintendencia Financiera, publicó en 2022 la denominada “Taxonomía Verde”, documento en el que se propone una clasificación de activos y de actividades económicas—incluyendo la “inversión verde”—según su aporte a la consecución de metas medioambientales, el cual se convierte en una guía para el uso de un lenguaje común que

permita identificar, clasificar y diferenciar con claridad proyectos con fines medioambientales, aportando al desarrollo de mercados de capitales verdes en el país.

Finalmente, es importante reconocer que la implementación de la SRI en Colombia trae una serie de oportunidades, así como un conjunto de retos emergentes. En cuanto a las oportunidades, se identifica un gran potencial de crecimiento de la SRI en el país, que permitirá la creación de fondos sostenibles y temáticos, en áreas que contribuyan a objetivos sociales y medioambientales. Este crecimiento generará nuevas alternativas de inversión para los clientes y aportará al desarrollo del mercado de capitales de manera alineada con las tendencias internacionales en materia de sostenibilidad.

Se pueden a la vez identificar retos emergentes, relacionados con la necesidad de estandarización de conceptos y métricas para la cuantificación del desempeño ESG y de los riesgos derivados de prácticas inadecuadas, junto con la requerida revelación de información, de manera completa, precisa y transparente. En este sentido, es imperativo luchar contra el *greenwashing*, de manera que se garantice que la información provista por empresas emisoras de valores y por entidades del mercado de capitales sea veraz, es decir, que tanto los productos y servicios como los vehículos de inversión que sean promocionados como verdes o responsables, realmente cumplan con criterios ESG. El desarrollo del mercado de SRI implicará que los diferentes agentes del mercado cuenten con más altos niveles de capacitación, y especialmente la atracción de clientes hacia alternativas sostenibles dependerá de la sensibilización que los clientes inversionistas tengan hacia el aporte a objetivos ESG mediante sus decisiones de portafolio. Es claro que un reto fundamental es que la regulación y la autorregulación generen reglas de juego claras e incentivos para el desarrollo de la SRI, que promuevan las buenas prácticas ESG de las empresas emisoras e impulsen la asignación de recursos hacia activos y portafolios que contribuyan efectivamente con la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y los ecosistemas, en el marco de la integridad en las prácticas de gobernanza corporativa.



Fuente: <https://pxhere.com/es/photo/55193>

Conclusiones

El enfoque tradicional de selección y gestión de portafolios de inversión ha sido criticado por no tomar en cuenta consideraciones cada día más importantes para la sociedad, como son los impactos sobre las comunidades y el medioambiente generados por las empresas emisoras, así como sus prácticas de gobierno corporativo y su respectivo grado de revelación. Como respuesta, el enfoque de la inversión socialmente responsable ha incorporado criterios ESG para la selección y gestión de portafolios, pasando de ser un estilo novedoso de selección de activos a una de las principales tendencias de inversión a nivel global.

Diversos estudios empíricos apoyan hoy en día diversas ventajas de la SRI, expresadas en la posibilidad de obtener retornos iguales o superiores que los portafolios tradicionales o reducir el riesgo, al tiempo que se cumplen objetivos ESG, convirtiéndose en un enfoque más cercano a las preferencias de un creciente número de inversionistas preocupados por las buenas prácticas sociales, la sostenibilidad ambiental y la transparencia en la gobernanza empresarial. Tal motivo hace que la SRI no sea considerada una actividad filantrópica, sino una opción que, además de aportar al bienestar social, tiene el potencial de igualar o superar el desempeño financiero de los portafolios tradicionales.

Dada la amplia variedad de aspectos ESG susceptibles de evaluación, no hay a la fecha un consenso sobre un conjunto único de métricas, sino que existen enfoques y metodologías diversas; incluso, ante unos mismos indicadores, cada inversionista suele sopesar de manera diferente los resultados ESG, según sus juicios, valores y objetivos personales. No obstante, el trabajo conjunto entre empresas privadas, Estados, organizaciones multilaterales y sociedad civil ha llevado a un progreso conceptual y teórico importante, que ha contribuido a generar propuestas de métricas integradoras y promover su uso común.

Iniciativas lideradas por las Naciones Unidas, como el Pacto Global, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, los Principios de Inversión

Responsable y los Principios para la Banca Responsable, han servido como marco de referencia para la implementación de acciones en el campo de la responsabilidad social corporativa y la SRI.

En el caso colombiano, el mercado de inversiones sostenibles se encuentra en una etapa inicial de desarrollo, pero de rápida expansión y acogida entre los diferentes agentes de los mercados financieros. Para que este sea un mercado exitoso y genere aportes efectivos a la sociedad y el medioambiente, es necesario que los emisores de valores apropien las mejores prácticas de desempeño y revelación de información ESG, al tiempo que las entidades financieras amplíen la oferta de productos y servicios de SRI, hagan una difusión clara y precisa de sus características, beneficios y riesgos potenciales, y eviten prácticas de *greenwashing*. Los organismos de regulación y autorregulación juegan en este proceso un papel fundamental, pues son los encargados de establecer marcos normativos modernos y eficientes, que generen los incentivos adecuados para el uso efectivo de criterios ESG, lo cual puede redundar en beneficio del desarrollo de los mercados financieros, así como de la consecución de objetivos superiores como el bienestar de la sociedad y la sostenibilidad del planeta.

Referencias

- AccountAbility. (2008). *Norma de Aseguramiento de Sostenibilidad AA1000 AS*. Recuperado de: http://www.mas-business.com/arch/documentos/aa1000as_2008_esp_129.pdf
- Ainsworth, A., Corbett, A. & Satchell, S. Psychic dividends of socially responsible investment portfolios. *J Asset Manag* 19, 179-190 (2018). DOI: 10.1057/s41260-017-0073-4
- Alessandrini, F., & Jondeau, E. (2020). ESG Investing: From Sin Stocks to Smart Beta. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 75-94. DOI: 10.3905/jpm.2020.46.3.075
- Alma Mundus. (2022). CFA ESG Certificate, is it worth it? Recuperado de: <https://www.linkedin.com/pulse/cfa-esg-certification-worth-alma-mundus>
- Ameer, R., & Othman, R. (2017). Corporate social responsibility performance communication and portfolio management. *Managerial Finance*, 43(5), 595-613. DOI: 10.1108/MF-06-2016-0164
- ANBIMA. (2020). ESG Guide, Incorporating ESG aspects into investment assessments. Recuperado de: <https://www.anbima.com.br/data/files/84/76/12/5D/581E2710A3B8ED27092BA2A8/ESG%20Guide.pdf>
- ANBIMA. (2022a). ESG, presentación noviembre. Recuperado de: <https://www.casip-panama.org/wp-content/uploads/2022/12/Tatiana-Itikawa-ASG-Sostenibilidad.pdf>
- ANBIMA. (2022b). Experiencias iberoamericanas (I): finanzas sostenibles y regulaciones sobre la información en materia de ESG para emisores de valores en América Latina. Presentación. Recuperado de: https://www.anbima.com.br/data/files/8F/90/2F/E1/4DA84810EA-926748882BA2A8/Fiafin_Idendificacao%20de%20fundos.pptx
- ANBIMA (2022c). ESG Guide II, ESG aspects for asset managers and investment funds. Recuperado de: https://www.anbima.com.br/data/files/08/E7/AC/BC/8B54181056C3B2186B2BA2A8/ESG_Guide_II.pdf
- Anquetin, T., Coqueret, G., Tavin, B., & Welgryn, L. (2022). Scopes of carbon emissions and their impact on green portfolios. *Economic Modelling*, 115. DOI: 10.1016/j.econmod.2022.105951

- Antunes, J., Wanke, P., Fonseca, T., & Tan, Y. (2023). Do ESG Risk Scores Influence Financial Distress? Evidence from a Dynamic NDEA Approach. *Sustainability* 15(9), 1-32. DOI: 10.3390/su15097560
- Arribas, I., Espinós-Vañó, M. D., García, F., & Tamosiuniene, R. (2019). Negative screening and sustainable portfolio diversification. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 6(4), 1566-1586. DOI: 10.9770/jesi.2019.6.4(2)
- Asobancaria. (2021). Guía General de Administración de Riesgos Ambientales y Sociales ARAS, versión 2021. Recuperado de: https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/11/Guia-ARAS_V21.pdf
- Baker, H. K., Holzhauer, H. M., & Nofsinger, J. R. (2022). *Sustainable investing: What everyone needs to know?* Oxford University Press.
- BNA. (2019). Protocolo de Finanzas Sostenibles de la Industria Bancaria en Argentina. Recuperado de: <https://www.bna.com.ar/Downloads/ProtocoloDeFinanzasSostenibles.pdf>
- Bertolotti, A. (2020). Effectively managing risks in an ESG portfolio. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 13(3), 202-211.
- Bloomberg Intelligence. (2021). ESG Assets Rising to \$50 Trillion Will Reshape \$140.5 Trillion of Global AUM by 2025, Finds Bloomberg Intelligence. Recuperado de: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/>
- BNamericas. (2022). Regulador financiero de Chile planea actualizar estándares ESG. Recuperado de: <https://www.bnamericas.com/es/noticias/regulador-financiero-de-chile-planea-actualizar-estandares-esg#:~:text=Regulador%20financiero%20de%20Chile%20planea%20actualizar%20est%C3%A1ndares%20ESG,-Bnamericas%20Publicado%3A%20mi%C3%A9rcoles&text=Los%20reguladores%20financieros%20chilenos%20est%C3%A1n,la%20Uni%C3%B3n%20Europea%20como%20modelo>
- Bondy, K., Moon, J., & Matten, D. (2012). An Institution of Corporate Social Responsibility (CSR) in Multi-National Corporations (MNCs): Form and Implications. *Journal of Business Ethics*, 111(2), 281-299. DOI:10.1007/s10551-012-1208-7

- Bose, S., Guo, D., & Simpson, A. (2019). *The Financial Ecosystem: The Role of Finance in Achieving Sustainability*. Palgrave Macmillan.
- Brodmann, J., Phuvadon, W. & Rama, M. (2021). The liquidity, performance and investor preference of socially responsible investments. *Review of Behavioral Finance* 15(2), 224-239. DOI: 10.1108/RBF-09-2021-0191
- Camilleri, M. A. (2015). Environmental, social and governance disclosures in Europe. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(2), 224-242. DOI: 10.1108/SAMPJ-10-2014-0065
- Camilleri, M. A. (2017). *Corporate Sustainability, Social Responsibility and Environmental Management. An Introduction to Theory and Practice with Case Studies*. Springer.
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2014). The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? *European Financial Management*, 20(3). DOI: 494-520. 10.1111/j.1468-036X.2012.00643.x
- Capelli, P., Ielasi, F., & Russo, A. (2023). Integrating ESG risks into value-at-risk. *Finance Research Letters* 55, 1-8. DOI: 10.1016/j.frl.2023.103875
- Carroll, A. B. (1998). The four faces of corporate citizenship. *Business and Society Review*, 100, 1-7. DOI: 10.1111/0045-3609.00008
- CECODES. (2022). Transparencia y criterios ESG. *Sosteniblemente*, No. 29. Recuperado de: https://issuu.com/cecodesdesarrollosostenible/docs/sosteniblemente_29_1.5
- CFA Institute. (2018). ESG integration in the Americas: Markets, practices, and data. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-integration-in-the-americas.pdf>
- CFA Institute. (2021a). *ESG Investing, Official Training Manual*, Edition 3. CFA Society of the UK.
- CFA Institute. (2021b). *Global ESG Disclosure Standards for Investment Products*. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/ESG-standards/Global-ESG-Disclosure-Standards-for-Investment-Products.pdf>
- CFA Institute. (2023). *Certificate in ESG Investing*. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/en/programs/esg-investing>

- Chen, L., Zhang, L., Huang, J., Xiao, H., & Zhou, Z. (2021). Social responsibility portfolio optimization incorporating ESG criteria. *Journal of Management Science and Engineering*, 6(1), 75-85. DOI: 10.1016/j.jmse.2021.02.005
- Chow, G.W.S., Durand, R. B., & Koh, S. (2014). Are ethical investments good? *Australian Journal of Management*, 39(4), 645-665. DOI: 10.1177/0312896213516327
- CMF. (2021). ESG y su importancia en la Regulación y el Gobierno Corporativo de las Empresas. Recuperado de: https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/615/articles-49888_doc_pdf.pdf
- CNV. (2021). Lineamientos para la emisión de valores sociales, verdes y sustentables en Argentina. Recuperado de: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/lineamientos_para_la_emision_de_valores_negociables_sociales.pdf
- Cohen, G. (2023). The impact of ESG risks on corporate value. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 60, 1451–1468. DOI: 10.1007/s11156-023-01135-6
- Crane, A., & Matten, D. (2004). *Business ethics: A European perspective. Managing corporate citizenship and sustainability in the age of globalization*. Oxford University Press.
- Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J., & Siegel, D. (2009). *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford Publications.
- Croft, T., & Malhotra, A. (2016). *The Responsible Investor Handbook: Mobilizing Worker's Capital for a Sustainable World*. Greenleaf Publishing.
- Department for Business Innovation and Skills - DBIS. (2014). *Corporate Responsibility. Good for Business & Society: government response to call for views on corporate responsibility*. Recuperado de: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/300265/bis-14-651-good-for-business-and-society-government-response-to-call-for-views-on-corporate-responsibility.pdf
- Doumpos, M., Eskantar, M. & Zopounidis, C. (2023). Socially and Environmentally Responsible Investments and Mutual Funds. En C. Gaganis, F. Pasiouras, Tasiou, M. & Zopounidis, C. (eds.), *Sustainable Finance and*

- ESG: Risk, Management, Regulations, and Implications for Financial Institutions*, pp. 71-90. Palgrave Macmillan.
- Du, S. L., Yu, K., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2017). The Business Case for Sustainability Reporting: Evidence from Stock Market Reactions. *Journal of Public Policy & Marketing*, 36, 313-330. DOI: 10.1509/jppm.16.112
- ECIJA. (2021). México: regulación ESG, tendencias regulatorias y leyes en la materia en trámite. Recuperado de: <https://ecija.com/sala-de-prensa/mexico-regulacion-esg-en-mexico-tendencias-regulatorias-y-leyes-en-la-materia-en-tramite/>
- El Economista. (2020). Estandarización global de información ESG a las emisoras, una necesidad. Recuperado de: <https://www.eleconomista.com.mx/sectorfinanciero/Estandarizacion-global-de-informacion-ESG-a-las-emisoras-una-necesidad-20200930-0026.html>
- El Investidor. (2022). 18 fundos recebem 'selo verde' em 2022 e 54 seguem na fila. Veja a lista. Recuperado de: <https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/esg-fundos-com-selo-verde-de-sustentabilidade-anbima/>
- Elkington, J. (1998). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business*. Capstone.
- European Commission. (2021). Green Business, Eco-Management and Audit Scheme (EMAS), About EMAS. Recuperado de: https://green-business.ec.europa.eu/eco-management-and-audit-scheme-emas/about-emas_en
- European Union. (2013a). Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council, June 26. Official Journal of the European Union, L 182/19. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:182:0019:0076:EN:PDF>
- European Union. (2013b). Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council, October 22. Official Journal of the European Union, L 294/13. Recuperado de: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:294:0013:0027:en:PDF>
- Eurosif. (2021). Responsible Investment Strategies. Recuperado de: <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>
- EY Perú. (2017). Desafíos en materia de sostenibilidad corporativa en el Perú. Recuperado de: <https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/>

- ey-com/es_pe/topics/sustainability/ey-desafios-materia-sostenibilidad-corporativa.pdf?download.
- Fifka, M. S. (2013). Corporate citizenship in Germany and the United States—Differing perceptions and practices in transatlantic comparison. *Business Ethics: A European Review*, 22(4), 341-356. DOI: 10.1111/beer.12027
- Financial Conduct Authority, FCA. (2018). Climate Change and Green Finance, Discussion Paper DP18/8. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp18-08.pdf>
- Financial Conduct Authority, FCA. (2019). Climate Change and Green Finance: summary of responses and next steps, Feedback to DP18/8. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publication/feedback/fs19-6.pdf>
- Financial Conduct Authority, FCA. (2021). A strategy for positive change: our ESG priorities. Recuperado de: <https://www.fca.org.uk/publications/corporate-documents/strategy-positive-change-our-esg-priorities>
- FINRA. (2019). ESG investing - Clearing the air on social impact financial products. Recuperado de: <https://www.finra.org/investors/insights/esg-investing-clearing-air-social-impact-financial-products>
- FINRA. (2022). Investor resilience - World Investor Week 2022: Investor bulletin. Recuperado de: <https://www.finra.org/investors/insights/key-topics-world-investor-week-2022>
- FINRA. (2023). 2023 Report on FINRA's examination and risk monitoring program. Recuperado de: <https://www.finra.org/sites/default/files/2023-01/2023-report-finras-examination-risk-monitoring-program.pdf>
- Forbes. (2020). Why socially responsible investing is likely to gain momentum under Biden. Daily cover, December 14. Recuperado de: <https://www.forbes.com/sites/jasonbisnoff/2020/12/14/esg-investing-a-sizzling-sector-that-will-get-even--hotter-under-president-biden/?sh=f12988a33020>
- Franco, C. (2020). ESG controversies and their impact on performance. *The Journal of Investing*, 29, 33-45. DOI: 10.3905/joi.2019.1.106
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder perspective*. Piman.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. University of Chicago Press.

- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times*, September 13, 122-126. Recuperado de: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Fung, H. G., Law, S. A., & Yau, J. (2010). *Socially Responsible Investment in a Global Environment*. Edward Elgar.
- Gao, Y, Xiong, X., & Feng, X. (2020). Responsible investment in the Chinese stock market. *Research in International Business and Finance*, 52, 1-14. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101173
- Ghoul, W., & Karam, P. (2007). MRI and SRI mutual funds: A comparison of Christian, Islamic (morally responsible investing), and socially responsible investing (SRI) mutual funds. *Journal of Investing*, 16(2), 96. DOI: 10.3905/joi.2007.686416
- Ghuliani, C. (2013). India Companies Act 2013: Five Key Points about India's "CSR Mandate". BSR Report. Recuperado de: <https://www.bsr.org/en/our-insights/blog-view/india-companies-act-2013-five-key-points-about-indias-csr-mandate>
- Global Reporting Initiative – GRI. (2016). Consolidated set of GRI standards. Recuperado de: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). 2020 Global Sustainable Investment Review. Report. Recuperado de: <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Griffin, P. A., & Sun, Y. (2013). Strange bedfellows? Voluntary CSR disclosure and politics. *Accounting and Finance*, 53(4). DOI: 867-903. 10.1111/acfi.12033
- Harjoto, M., & Laksmana, I. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353-373. DOI: 10.1007/s10551-016-3202-y
- Hornuf, L. & Yüksel, G. (2023). The performance of socially responsible investments: A meta-analysis. *European Financial Management*, 2023, 1-50. DOI: 10.1111/eufm.12439.
- International Finance Corporation – IFC. (2012). Normas de desempeño sobre sostenibilidad ambiental y social. Recuperado de: <https://www.>

- ifc.org/wps/wcm/connect/bbe68418-8480-4541-ba82-767b9350977c/IFCPerformanceStandardsSpanish.pdf?MOD=AJPERES&CVID=j-Bnepi
- IOSCO. (2021). Environmental, Social and Governance. (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report. Recuperado de: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>
- IOSCO. (2023a). Weekly Bulletin for IOSCO Members - 3. 18 to 25 January 2023.
- IOSCO. (2023b). Weekly Bulletin for IOSCO Members - 4. 25 January - 1 February 2023.
- IOSCO. (2023c). Weekly Bulletin for IOSCO Members - 5. 1 to 8 February 2023.
- ISO. (2022). ISO 32210:2022. Sustainable finance - Guidance on the application of sustainability principles for organizations in the financial sector. Recuperado de: <https://www.iso.org/standard/77776.html>
- Joliet, R., & Titova, Y. (2018). Equity SRI Funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions. *Journal of Banking and Finance*, 97, 70-86. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2018.09.011
- Kaiser, L., & Welters, J. (2019). Risk-mitigating effect of ESG on momentum portfolios. *Journal of Risk Finance*, 20(5), 542-555. DOI: 10.1108/JRF-05-2019-0075
- Kahn, M. E. (2007). Environmental disasters as risk regulation catalysts? The role of Bhopal, Chernobyl, Exxon Valdez, Love Canal, and Three Mile Island in shaping U.S. environmental law. *Journal of Risk and Uncertainty*, 35 (1), 17-43. DOI: 10.1007/s11166-007-9016-7
- Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), 908-922. DOI: 10.1111/j.1468-036X.2007.00402.x
- Khan, K. I., Naqvi, S. M. WA., Ghafoor, M. M. & Akash, R. S. I. (2020). Sustainable Portfolio Optimization with Higher-Order Moments of Risk. *Sustainability*, 12(5), 1-14. DOI: 10.3390/su12052006
- Laguna, M. A & Capelle-Blancard, G. (2010). How Does the Stock Market Respond to Chemical Disasters? *Journal of Environmental Economics and Management*, 59 (2), 192-205. DOI: 10.1016/j.jeem.2009.11.002
- Lean, H. H., Ang, W. R., & Smyth, R. (2015). Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and

- North America. *North American Journal of Economics and Finance*, 34, 254-266. DOI: 10.1016/j.najef.2015.09.011
- Lemke, T. P., & Lins, G. T. (2014). *Regulation of Investment Advisers. Securities Law Handbook Series*. Clark Boardman Callaghan.
- Lesser, K., Rossle, F., & Walkshausl, C. (2016). Socially responsible, green, and faith-based investment strategies: Screening activity matters! *Finance Research Letters*, 16, 171-178. DOI: 10.1016/j.frl.2015.11.001
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility. *Harvard Business Review*, 36, 41-50.
- Lewis, A., & Mackenzie, C. (2000). Morals, money, ethical investing and economic psychology. *Human Relations*, 53, 179-191. DOI: 10.1177/a010699
- Liagkouras, K., Metaxiotis, K., & Tsihtintzis, G. (2020). Incorporating environmental and social considerations into the portfolio optimization process. *Annals of Operations Research*, 1-27. DOI: 10.1007/s10479-020-03554-3
- Madhavan, A., & Sobczyk, A. (2020). On the Factor Implications of Sustainable Investing in Fixed-Income Active Funds. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 141-152. DOI: 10.3905/jpm.2020.46.3.141
- Martellini, L., & Vallee, L. S. (2021). Measuring and Managing ESG Risks in Sovereign Bond Portfolios and Implications for Sovereign Debt Investing. *The Journal of Portfolio Management*, 47(9), 21-42. DOI: 10.3905/jpm.2021.1.290
- Martínez-Ferrero, J., Banerjee, S., & García-Sánchez, I. (2016). Corporate Social Responsibility as a Strategic Shield against Costs of Earnings Management Practices. *Journal of Business Ethics*, 133(2), 305-324. DOI: 10.1007/s10551-014-2399-x
- Marval. (2021). ESG: mayor impulso de la CNV a la Inversión Socialmente Responsable. Recuperado de: <https://www.marval.com/publicacion/esg-mayor-impulso-de-la-cnv-a-la-inversion-socialmente-responsable-14051>
- Matten, D., & Crane, A. (2005). Corporate citizenship: Toward an extended theoretical conceptualization. *Academy of Management Review*, 30(1), 166-179. DOI: 10.2307/20159101

- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2020). Marco de referencia de bonos verdes soberanos de Colombia. Recuperado de: https://www.irc.gov.co/webcenter/portal/IRCEs/pages_Deuda/bonosverdes
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2021). Resolución 1687 de 19 de julio de 2021. Recuperado de: https://xperta.legis.co/visor/legcol/legcol_5855520411754f339d2c57ba378394ec
- Nofsinger, J.R. (2017). *The Psychology of Investing*, 6th ed. Routledge.
- OECD. (2004). White paper sobre gobierno corporativo en América Latina. Recuperado de: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf>
- OECD. (2014). Institutional Investors and Long-Term Investment: Project Report. Recuperado de: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/OECD-LTI-project.pdf>
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing. Recuperado de: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en
- OECD. (2020). ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting. Report. Recuperado de: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Environmental-Pillar-Scoring-and-Reporting.pdf>
- Oikonomou, I., Platanakis, E., & Sutcliffe, C. (2018). Socially responsible investment portfolios: does the optimization process matter? *The British Accounting Review*, 50(4), 379-401. DOI: 10.1016/j.bar.2017.10.003
- Ouchen, A. (2021). Is the ESG portfolio less turbulent than a market benchmark portfolio? *Risk Management*, 24, 1-33. DOI: 10.1057/s41283-021-00077-4
- Palmer, J. (2022). What is ESG risk? Overview, definition and examples. Onboard. Recuperado de: <https://www.onboardmeetings.com/blog/esg-risk/>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.11.001
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.

- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value: How to reinvent capitalism - And unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review*, 89(1-2), 62-77.
- PRI Association. (2015). What are the Principles for Responsible Investment? Recuperado de: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- PRI Association. (2016). An introduction to the Principles for Responsible Investment. Recuperado de: <https://www.swedfund.se/media/1038/un-pri-principles-for-responsible-investment.pdf>
- PRI Association. (2021). PRI Strategic Plan 2021-24. Consultation paper. Recuperado de: <https://www.unpri.org/download?ac=11968>
- República de Colombia. (2020). Decreto 1207 de 2020, por el cual se modifica el Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el régimen jurídico de los Fondos Voluntarios de Pensión. Recuperado de: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=141178>
- Reuters. (2022). U.S. sustainable funds mark rare outflow in May. Recuperado de: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/us-sustainable-funds-mark-rare-outflow-may-2022-06-16/>
- Robiyanto, R., Huruta, A. D., Frensidy, B. & Yuliana, A. (2023). Sustainable and responsible investment dynamic cross-asset portfolio. *Cogent Business & Management* 10(1), 1-14. DOI: 10.1080/23311975.2023.2174478
- Rojas, M., M'zali, B., Turcotte, M., & Merrigan, P. (2009). Bringing about changes to corporate social policy through shareholder activism: Filers, issues, targets, and success. *Business and Society Review*, 114(2), 217-252. DOI: 10.1111/j.1467-8594.2009.00341.x
- Samas, R. & Nelson, J. (2022). *Sustainable Enterprise value Creation: Implementing Stakeholder Capitalism through Full ESG Integration*. Palgrave Macmillan.
- Santos, C., Coelho, A., & Marques, A. (2023). A systematic literature review on greenwashing and its relationship to stakeholders: state of art and future research agenda. *Management Review Quarterly*, March, 1-25. DOI: 10.1007/s11301-023-00337-5

- Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2019). *Responsible Investing: An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*. Routledge / Taylor & Francis Group.
- Silvola, H., & Landau, T. (2021). *Sustainable investing: Beating the market with ESG*. Palgrave Macmillan.
- SMV. (2022). Información consolidada del Reporte de Sostenibilidad Corporativa. Recuperado de: <https://www.smv.gov.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20Consolidado%20RSC%202021.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). Código de Mejores Prácticas Corporativas – Colombia. Recuperado de: <https://www.icgc.com.co/wp-content/uploads/2018/01/Co%CC%81digo-Pai%C-C%81s-2007.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2018). Finanzas verdes y cambio climático. Recuperado de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/10111958>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2020). Guía de Buenas Prácticas para la emisión de bonos verdes. Recuperado de: <https://incp.org.co/Site/publicaciones/info/archivos/Guia-de-Bonos-Verdes-09092020.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2021). Circular Externa 031 de 2021. Recuperado de: <https://cdn.actualicese.com/normatividad/2021/Circulares/CE031-21.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2022). Taxonomía verde, Circular Externa 005 de 2022. Recuperado de: https://www.taxonomiaverde.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-191443
- Sustainability Accounting Standards Board - SASB. (2018). SASB Materiality Map. Recuperado de: <https://materiality.sasb.org/>
- Swiss Sustainable Finance. (2017). *Handbook on Sustainable Investments*. CFA Institute Research Foundation.
- Task Force de Inversión Responsable Colombia. (2020). Declaración a favor de la Inversión Responsable en Colombia. Recuperado de: <https://www.globalreporting.org/media/wuqbr0ua/declaracion-cartas-de-adhesion.pdf>

- The International Integrated Reporting Council – IIRC. (2013). The International IR Framework. Recuperado de: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>
- The Investment Association. (2019). IA Responsible Investment Framework, Final Report. Recuperado de: <https://www.theia.org/sites/default/files/2019-11/20191118-iaresponsibleinvestmentframework.pdf>
- Umar, Z., Kenourgios, D., & Papathanasiou, S. (2020). The static and dynamic connectedness of environmental, social, and governance investments: International evidence. *Economic Modelling*, 93, 112-124. DOI: 10.1016/j.econmod.2020.08.007
- UK Parliament. (2006). Companies Act 2006. Recuperado de: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf
- United Nations – UN. (2020). Sustainable Development Goals. Recuperado de: <https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs>
- United Nations – UN. (2021). Desarrollo sostenible – Historia. Recuperado de: <https://sdgs.un.org/es/goals>
- United Nations Environment Programme. (2021a). Scaling Blended Finance UN-convened Net-Zero Asset Owner Alliance. Recuperado de: https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/12/NZAOA_Scaling-Blended-Finance.pdf
- United Nations Environment Programme. (2021b). Responsible Banking: Building Foundations: The first collective progress report of the UN Principles for Responsible Banking signatories. Report. Recuperado de: https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/12/NZAOA_Scaling-Blended-Finance.pdf
- United Nations Global Compact. (1999). Diez principios. Recuperado de: <https://www.pactomundial.org/category/aprendizaje/10-principios/>
- Utz, S. (2018.) Over-investment or risk mitigation? Corporate social responsibility in Asia-Pacific, Europe, Japan, and the United States. *Review of Financial Economics*, 36(2), 167-193. DOI: 10.1016/j.rfe.2017.10.001
- Verheyden, T., Eccles, R., & Feiner, A. (2016). ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk and diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-55. DOI: 10.1111/jacf.12174

- Wei, Y. C., Lu, Y. C., Chen, J. N., & Wang, D. L. (2018). The Impact of Media Reputation on Stock Market and Financial Performance of Corporate Social Responsibility Winner. *NTU Management Review*, 28(1), 87-140. DOI: 10.6226/NTUMR.201804_28(1).0003
- Woods, C., & Urwin, R. (2010). Putting sustainable investing into practice: a governance framework for pension funds. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 1-19. DOI: 10.1007/s10551-010-0631-x
- World Economic Forum – WEF. (2020a). Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. Recuperado de: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_ESG_Metrics_Discussion_Paper.pdf
- World Economic Forum – WEF. (2020b). Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. White paper. Recuperado de: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf
- World Economic Forum – WEF. (2021). How corporate leaders can apply ESG tools to help overcome global challenges. Report. Recuperado de: <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/how-corporate-boards-can-lead-on-esg>
- Yu, W., Liu, S., & Ding, L. (2021). Efficiency Evaluation and Selection Strategies for Green Portfolios under Different Risk Appetites. *Sustainability*, 13(4), 1-15. DOI: 10.3390/su13041933
- Zanker, A. (2017). The Performance of Sustainable Investments – An Overview of Academic Studies. En *Handbook on Sustainable Investments*, chapter 4, p. 17-24. CFA Institute Research Foundation / Swiss Sustainable Finance.
- Ziolo, M., Bak, I. & Spoz, A. (2023). Incorporating ESG Risk in Companies' Business Models: State of Research and Energy Sector Case Studies. *Energies* 16, 1-25. DOI: 10.3390/en16041809

