



**Modelo de inversión sostenible en renta fija para el portafolio de
la Pontificia Universidad Javeriana**

Maria Paula Sandoval Piñeros

Maestría en Finanzas Corporativas

Colegio de Estudios Superiores en Administración- CESA

Bogotá

2021

**Modelo de inversión sostenible en renta fija para el portafolio de
la Pontificia Universidad Javeriana**

Maria Paula Sandoval Piñeros

Tutor: Carlos Eduardo Llano Perdomo

Maestría en Finanzas Corporativas

Colegio de Estudios Superiores en Administración- CESA

Bogotá

2021

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	5
1. MARCO DE REFERENCIA	9
1.1 MARCO TEÓRICO	9
1.2 ESTADO DEL ARTE	14
2. MODELO DE INVERSIÓN SOSTENIBLE EN RENTA FIJA PARA EL PORTAFOLIO DE LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA	24
2.1 CONTEXTUALIZACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES.....	24
2.2 INSUMOS DEL MODELO.....	26
2.3 MODELO	50
2.3.1 Generalidades del modelo	53
2.3.2 Fuentes de la información	62
2.3.3 Seguimiento y actualización del modelo.....	63
2.3.4 Implementación del modelo	63
3. CONCLUSIONES.....	64
DEFINICIONES.....	67
BIBLIOGRAFÍA.....	77

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfica 1: Sistema ASG Scoring- PIMCO	19
Gráfica 2: Calificación ASG a Tesla	21
Gráfica 3: Marco de integración ASG	22
Gráfica 4: Evolución índice MSCI ACWI.....	28
Gráfica 5: Marco Sostenibilidad	30
Gráfica 6: Panorama mundial de estándares	31
Gráfica 7: Contenido universal y temático- Estándar GRI	32
Gráfica 8: Cuestiones claves- metodología MSCI.....	35
Gráfica 9: Puntuación final ajustada	36
Gráfica 10: Bloques ASG Ratings	38
Gráfica 11: Proceso de evaluación- exposición por industria.....	39
Gráfica 12: Estructura Sustainalytics ratings	40
Gráfica 13: Metodologías de proveedores de datos ASG	43
Gráfica 14: Visión parcial del mapa SASB	44
Gráfica 15: Óptica análisis ASG.....	45
Gráfica 16: Clasificación por sector- Emisores colombianos.....	46
Gráfica 17: Tasa de divulgación por sección	48
Gráfica 18: Modelo de sostenibilidad integral- EEE	60
Gráfica 19: Categorización Emisores	61
Gráfica 20: Plan de trabajo para la implementación del modelo	63

MODELO DE INVERSIÓN SOSTENIBLE EN RENTA FIJA PARA EL PORTAFOLIO DE LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

INTRODUCCIÓN

A través de una iniciativa gestionada desde el año 2000 por las Naciones Unidas, denominada Pacto Mundial, se ha promovido que el sector, tanto público como privado, así como la sociedad civil alineen sus “políticas y operaciones con principios universalmente aceptados en cuatro ejes centrales: Derechos Humanos, Estándares Laborales, Medio Ambiente y Lucha contra la corrupción” (Pacto Global, 2018, párr. 1), esperando de esta manera “contribuir a la generación de un mercado global más estable, equitativo e incluyente y que, fomente sociedades más prósperas” (Pacto Global, 2018, párr. 2).

Precisamente, como parte de la agenda en la que ha venido trabajando el Pacto Mundial, en el año 2004, lanzó el concepto de inversión ASG (criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo), el cual busca que los inversionistas, en su rol de accionistas, influencien en la administración de las empresas, a través de la incorporación de prácticas socialmente responsables y alineadas con asuntos de sostenibilidad (Power, 2018). Este marco ha tenido, según Power, “el efecto deseado, a saber, alejar la inversión sostenible de los enfoques éticos basados puramente en normas y acercarla a un entendimiento y una adopción convencionales” (2018, párr. 3), por parte de los inversionistas en los diferentes mercados.

Por lo tanto, “una silenciosa, pero profunda transición se está produciendo en el universo de la inversión sostenible” (Power, 2018, párr. 1), que además remodela los mercados y la manera

como se toman las decisiones de inversión, a través de un enfoque, que como lo presenta PRI (Principles for Responsible Investment)¹ “reconoce explícitamente la importancia de los factores ASG y la estabilidad del mercado a largo plazo, como un todo” (2014, pág. 5). Dicho enfoque entiende además que, “la generación de rendimientos sostenibles a largo plazo depende de sistemas sociales, variedad de perspectivas, incluyendo las enfocadas en rendimientos, valor, inversión temática y relacionamiento” (Principles for Responsible Investment, 2014, pág. 10).

Instituciones e Inversionistas a nivel mundial, como Alex Van Der Velden, Presidente del Comité de Asesoría en Renta Variable Cotizada en Bolsa (Socio y Gerente de Inversiones de Ownership Capital) consideran que

aunque se ha logrado un enorme progreso en cuanto a la concientización sobre las consideraciones ASG, su aplicación e integración continúan siendo escasas, inconsistentes y difíciles de medir y comparar. Además, también puede conllevar a una abrumadora variedad de productos y afirmaciones de mercadeo, lo que les dificulta a los propietarios de activos la identificación de prácticas de integración y gestión ASG responsable que realmente agreguen valor financiero. (Principles for Responsible Investment, 2016, pág. 10).

En línea con lo anteriormente expuesto, Gavin Power, Jefe de Relaciones Internacionales y Desarrollo Sostenible de PIMCO, indica que

la renta variable ha recibido, hasta la fecha, casi toda la atención y la participación activa de los inversores. Esto se debe a que, en comparación con otros activos, las acciones ofrecen un corpus de investigación ASG mucho más extenso, cuentan con numerosos indicadores de referencia e índices y presentan conexiones más claras con la participación empresarial. (2018, párr. 4).

¹ Principios de Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés)

Respecto a la renta fija, tipo de activo que actualmente gestiono como miembro del Equipo de Inversiones de la Pontificia Universidad Javeriana, se ha identificado que:

presenta las características idóneas para beneficiarse de las iniciativas relacionadas con los factores ASG, así como para financiarlas. Los emisores suelen recurrir al mercado de renta fija (a diferencia del mercado de renta variable) cuando desean refinanciar su deuda antigua o buscar nueva financiación. Esto brinda a los inversores en bonos una oportunidad única de identificar los riesgos, fomentar la participación activa de los emisores y forjar relaciones capaces de promover cambios. (Power, 2018, párr. 15).

En palabras de Dr Günther Bruna, Miembro de la Junta Directiva de KfW Bankengruppe, analizar los indicadores clave de desempeño tradicionales ya no es suficiente para determinar la solvencia de un emisor. Aunque los inversores institucionales están tratando de dilucidar una comprensión más amplia del riesgo, hasta el momento no se ha establecido ningún estándar comúnmente aceptado. Analizar factores ASG y cómo estos pueden afectar el perfil de crédito de los emisores en los que invertimos, nos ayuda a hacer una evaluación más amplia de los méritos de un emisor para invertir en él, (Principles for Responsible Investment, 2014, pág. 7), generando de esta manera atractivas rentabilidades a largo plazo y, al mismo tiempo, conseguir un impacto positivo, ya que “no tiene por qué sacrificarse o una cosa o la otra, y el mercado se está dando cuenta de esta realidad” (Power, 2018, párr. 17)

Benjamín Graham, padre de la inversión de valor señala que “la esencia de la administración de inversiones es la gestión de los riesgos, no de los rendimientos” (Principles for Responsible Investment, 2014, pág. 6), para lo cual se debe considerar que:

los rendimientos de las inversiones están relacionados con la habilidad de los administradores de proteger el valor, y hay mucha más consciencia sobre la forma en que los factores ASG pueden manifestarse en riesgos materiales que debilitan la solvencia.

Es así como, cada vez más, los inversionistas reconocen que los riesgos de sostenibilidad son también riesgos financieros, y por eso su interés de proteger sus inversiones de los riesgos ASG asociados y de financiar compañías que estén trabajando de manera responsable y respetuosa la transición, definición y consolidación de un modelo de negocio sostenible.

De esta manera, se abre un espectro de análisis de inversiones más amplio y comprensivo, que suscita para el caso de la Pontificia Universidad Javeriana, el diseño de una metodología de definición, medición y ponderación, que genere una calificación a cada uno de los emisores del portafolio de renta fija y que permita una gestión de inversión responsable más activa.

1. MARCO DE REFERENCIA

1.1 MARCO TEÓRICO

La empresa "es una organización social (asociación de personas), que tiene por fin un determinado objetivo, que puede ser el lucro o la atención de una necesidad social" (Chiavenato, 1993, p. 4). De otra parte, la teoría neoclásica indica que "la empresa es un mero instrumento de transformación de factores en producto, que persigue un único objetivo: la maximización del beneficio sujeto a la restricción de su función de producción y al interés de los grupos que la constituyen" (Zúñiga, 1995, p. 4). Así mismo, según (Coase, 1994), "la empresa consiste en un sistema de relaciones en el que el empresario se hace cargo de la gestión de recursos".

Estas relaciones, que surgen al interior de las empresas, toman la forma de contratos, que de acuerdo a (Jensen & Meckling, 1994), se formalizan entre un principal y agente, a través de la delegación de decisiones y acciones, ligadas a la maximización de la utilidad. No obstante, de acuerdo a la Teoría de Agencia, se genera un problema de riesgo moral en el que los agentes velan, en primera instancia, por su propio interés incluso aunque ello represente un detrimento de los intereses del principal.

En todo caso, será importante considerar que las relaciones de agencia por sí mismas no suponen que una empresa es sólo de uno (accionista) y de quienes intervienen en ella (propietario y trabajador), sino que es una pluralidad de agentes que intervienen y se ven afectados por la misma. De esta manera y de acuerdo a la teoría de stakeholder, la empresa debe ser definida y analizada como un conjunto de grupos de interés, que interactúan entre sí de manera constante y

dinámica y cuyos intereses van más allá de lo económico. “Es más, los intereses no económicos (éticos, sociales y otros) son precisamente los únicos que favorecen la supervivencia de la empresa a largo plazo” (Fontrodona & Sison, 2007, p. 70).

Desde una perspectiva humanística, la empresa trasciende de ser un simple generador de riqueza individual a un ente que conjuga sus intereses particulares con los de su entorno, a través de la identificación de un marco de relaciones con sus grupos de interés (Fontrodona & Sison, 2007, p. 73). Para ello, la empresa materializa y hace “visible las políticas, prácticas, procesos y resultados, que se originan de la adopción de lineamientos, para dar cuenta de una gestión social y ambientalmente responsable” (González, Wanumen, & Católico, 2014).

El sector empresarial ha venido mostrando mayor interés en considerar un desarrollo sostenible para el mundo, cuyo objetivo principal sea “satisfacer las necesidades del presente sin poner en peligro la capacidad de las generaciones futuras, para satisfacer sus propias necesidades” (Global Reporting Initiative, GRI, 2006). Es por ello que para (Bowen, 1988), las líneas de acción corporativas descansan sobre una forma de contrato social y actúan como un agente moral dentro de la sociedad, al cual se le exige compromiso y acción, con base en una responsabilidad social inherente a la actividad que desempeña.

En este sentido, los grupos de interés además “demandan la revelación de información que les permita conocer de manera amplia e integral las cuestiones asociadas con la responsabilidad social empresarial de las compañías” (González, Wanumen, & Católico, 2014). Lo anterior, es transcendental para consolidar el interés por este tema, de tal manera que afiance la confianza en las organizaciones y que sea además valorado por los distintos grupos de interés, “que desean conocer en todo momento determinados aspectos esenciales, y el impacto presente y futuro de las

organizaciones” (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA, 2003).

El auge en la presentación de información corporativa y en línea con las directrices de gobierno de las empresas, está relacionado con el interés en la transparencia informativa, “lo que lleva a la reducción de asimetrías de la información y los costos de agencia” (García, Luis, & Gallego, 2011). Siendo esto una prueba de la “intención de las compañías de demostrar a sus grupos de interés, que son transparentes, eficaces, eficientes y ante todo que tienen un alto sentido de compromiso ante lo social, económico y medioambiental” (García, Luis, & Gallego, 2011)

Desde hace algunos años el escenario empresarial se mueve “entre el posicionamiento de actuar de una manera eficiente, sostenible y próspera, buscando garantizar la estabilidad, mediante la gestión de riesgos” (Fernández, 2015), así como “la creación de valor para los diferentes grupos de interés, y por tanto, el fortalecimiento de la relación con los mismos, como elemento clave en la diferenciación y éxito empresarial” (Fernández, 2015). Lo anterior considera lo que, en 1953 Howard R. Bowen, presentó en su libro “Social Responsibilities Businessman”, en el que estableció los principios de lo que hoy se conoce como la Responsabilidad Social Empresarial, convirtiéndose en el precursor del análisis de la relación entre la sociedad y la empresa.

Hasta hace muy poco, la Responsabilidad Social Corporativa se percibía como un costo o carga adicional para las empresas. Sin embargo, con el transcurrir de los años, las compañías han identificado que mediante, lo que se conoce como la teoría de Share Value de Porter y Kramer

(2011), se puede propender por la competitividad empresarial en el largo plazo, y al mismo tiempo, beneficiar a la comunidad. En palabras de Porter y Kramer, la creación de valor compartido “se enfoca en identificar y expandir las conexiones entre los progresos económico y social. El concepto de valor compartido reconoce que las necesidades sociales, y no solo las necesidades económicas convencionales, son las que definen los mercados” (Cáceres, 2015).

De esta manera, las condiciones y el contexto empresarial, incluyendo el interés por la Responsabilidad Social Empresarial, ha permitido cambiar la manera como se gestionan las compañías. Lo anterior, ha promovido la creación del concepto ASG, el cual surge precisamente como el resultado del debate de la relación de las empresas y la sociedad y aunque fue creado desde la perspectiva empresarial, se presenta como “una simple herramienta de análisis, capaz de captar parte de la complejidad del libre mercado” (Gómez Nieto & Martínez Domínguez, 2015), a través de “los tres pilares sobre los que se sustenta la actividad de una empresa para poder afirmar que es socialmente responsable” (Gómez Nieto & Martínez Domínguez, 2015): A- Ambiental, S-Social y G- Gobierno Corporativo.

Al hacer mención al pilar A-Ambiental, la Economía Ecológica, rama de la teoría económica gestada por biólogos y químicos como Sadi Carnot, Rudolf Clausius, Leopold Pfaundler y Patrick Geddes, “enfatisa que es imposible mantener un crecimiento exponencial, dado que nos encontramos en un planeta finito” (Aguado Moralejo, E. Miguel, & Barrutia Legarrete, 2009), por lo que es necesario “introducir el capital natural en los modelos de maximización de beneficios de las compañías, tratando así de no dejar de lado los efectos perniciosos que pueda causar la producción económica” (Aguado Moralejo, E. Miguel, & Barrutia Legarrete, 2009).

En cuanto al pilar S-Social, el concepto de desarrollo humano es “considerado una de las aportaciones más relevantes en el marco de las teorías heterodoxas del desarrollo, fue planteado y definido por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) en el año 1990” (Aguado Moralejo, E. Miguel, & Barrutia Legarrete, 2009). A la luz de este enfoque, “es posible hablar de desarrollo cuando las personas adquieren mayores capacidades y no sólo cuando pueden consumir más bienes o servicios materiales” (Aguado Moralejo, E. Miguel, & Barrutia Legarrete, 2009), planteando un desarrollo enfocado no solo en el individuo y su comunidad, sino en todo un país y economía en general.

El pilar G- Gobierno Corporativo, dentro del marco del *shareholder value model*, indica que “aunque los accionistas conservan su primacía teniendo en su mano el control del gobierno corporativo y la orientación última de los negocios” (Rodríguez Fernández, 2008), es necesario “procurar satisfacer las demandas de las otras partes interesadas- stakeholders- para alcanzar un mayor valor de modo sostenible y de largo plazo” (Rodríguez Fernández, 2008).

De acuerdo a Blackrock, los factores ASG suelen fusionarse con o emplearse como equivalente de “inversión sostenible” y clasificarse como información “no contable”, ya que “refleja componentes importantes para las valoraciones, que tradicionalmente no se comunican, al permitir cuantificar las decisiones adoptadas por la dirección de la empresa, que afectan a la eficiencia operativa y a las futuras direcciones estratégicas” (BlackRock). De esta manera, cada vez más, los factores ASG se vinculan en los procesos de análisis de inversión, estructuración y revisión de portafolios.

En palabras de Blackrock, firma de gestión de inversiones a nivel mundial,

cada vez más inversores buscan integrar percepciones y datos sobre sostenibilidad en sus procesos de inversión tradicionales. Al ampliar el acceso a los datos, las percepciones y el aprendizaje sobre los riesgos y oportunidades ASG sustanciales en los procesos de inversión en general, podemos convertirnos en mejores inversores también en términos generales. (BlackRock).

1.2 ESTADO DEL ARTE

Para establecer un panorama de investigaciones y estudios alrededor de la inversión ASG en renta fija, se indagó en diferentes fuentes académicas. Principalmente, se consultaron bases de datos especializadas de EMIS University, Business Source Ultimate, Emerald Insight, Complementary Index, Small Business Reference Center. Así mismo, se ubicó información en fuentes, tanto oficiales como privadas, como El Banco Mundial, Pacto Global, PRI, International Finance Corporation, CFA Institute, J.P.Morgan, Insight Investments y PIMCO. A continuación, se resumen los principales hallazgos relacionados con el tema de esta investigación:

Cada vez más inversionistas han venido incorporando en su proceso de selección de activos, análisis y toma de decisiones, lo que J.P. Morgan ha considerado, no una nueva filosofía de inversión, sino un concepto, que aunque puede no ser nuevo, promueve las inversiones sostenibles y responsables, a la luz de los factores ASG (2016). Frente a ello, Amel-Zadeh y Serafeim señalan que, mientras que menos de 20 compañías revelaron datos ASG a principios de la década de 1990, el número de compañías que emitieron informes de sostenibilidad aumentó a casi 9.000 en 2016 (2018).

Las compañías con buenas prácticas de responsabilidad y sostenibilidad incluyen aquellas que integran aspectos ASG materialmente relevantes para sus grupos de interés y que, además los incorporan en su estrategia empresarial. Siendo esto opuesto a la visión capitalista de Friedman, quien afirma que, la única obligación moral de los gerentes corporativos es con sus accionistas y la única responsabilidad social empresarial es usar sus recursos y participar en actividades diseñadas para aumentar sus ganancias [...], participando en una competencia abierta, libre, sin engaño o fraude (1970).

Precisamente, es plausible indicar que la calidad de gestión de los activos está fuertemente relacionada con abordar las expectativas de los grupos de interés, no solo en materia de gobierno corporativo, sino también ambiental y social, a través de una integración ASG. Siendo ésta definida, por Eurosif, como la inclusión por parte de los administradores de activos de los riesgos y oportunidades ASG en el análisis financiero tradicional y las decisiones de inversión, basadas en un proceso sistemático y en fuentes de investigación apropiadas (Van Duuren, Plantinga, & Scholtens, 2015).

Tradicionalmente, la gestión de una cartera de activos se ha desarrollado sobre la información fundamental y técnica. La primera, depende en gran medida de los estados financieros de una empresa, proporciona información sobre el valor intrínseco y sus perspectivas de crecimiento (Verheyden, Eccles, & Feiner, 2016). Mientras que la información técnica, de acuerdo a Verheyden, Eccles, & Feiner, puede derivarse del desempeño pasado, proporcionar indicadores del movimiento actual de los precios de los activos y la posibilidad de que la tendencia se extienda en el futuro (2016). No obstante, la gestión se renueva con la incorporación de información ASG, siendo ésta un componente que también puede proporcionar información

sobre el rendimiento futuro (Verheyden, Eccles, & Feiner, 2016), al ayudar a los inversores, según Mark Harrison, a anticipar y evitar inversiones que pueden ser propensas a rebajas en la calificación crediticia, ampliar los diferenciales de crédito y la volatilidad de los precios (2016), además de mitigar el riesgo idiosincrático y de cartera.

De acuerdo con Georg Inderst y Fiona Stewart, existen algunos niveles de integración ASG al proceso de inversión. Para algunos inversionistas, dicha integración se limita al uso de productos como bonos verdes, bonos climáticos, bonos sociales y bonos sostenibles. Otros inversionistas han decidido seguir pasivamente un índice ASG para algunas clases de activos. Muchos gestores de activos están siguiendo la ruta de seleccionar gerentes activos de ASG o desarrollar estrategias internas activas de ASG. Finalmente, existe un enfoque “holístico”, con integración total en todas las clases de activos y gestión de riesgos (2018).

En línea con lo anterior, Usman Hayat señala que se han definido una serie de estrategias de inversión sostenible y responsable que, aunque no son mutuamente excluyentes (2015), si influyen en la manera cómo los inversionistas toman sus decisiones e interactúan con las entidades emisoras:

a. Inversión temática: En palabras de Philippe Grégoire, este tipo de estrategia se centran en vehículos con criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo, destinados a temas, sectores o proyectos específicos (2019). Georg Inderst y Fiona Stewart, reafirman que en el contexto ASG, los más populares son los bonos verdes y los bonos climáticos, pero los bonos sociales y los bonos SDG, también se han desarrollado en los últimos años (2018). Así mismo, a pesar de que han crecido en importancia y son reconocidos como catalizadores para la

integración ASG en las carteras de renta fija, el mercado de este tipo de inversiones sigue siendo pequeño, alrededor del 0,1% del mercado total de bonos globales. Esta estrategia reduce el universo de inversión; los puntajes o percentiles se aplicarán a uno o más criterios A, S o G (Philippe, 2019).

b. Filtrado o screening positivo: El enfoque de esta estrategia, de acuerdo a Philippe Grégoire, consiste en seleccionar las compañías mejor posicionadas en los criterios ASG, ya sea en su categoría, clase de activo, sector o cualquier otro grupo. Adicionalmente, esta estrategia se basa en la convicción de que las empresas que tienen criterios ASG integrados son más eficientes a largo plazo (2019). Esta estrategia reduce el universo de inversión y utiliza un puntaje o calificación para clasificar los valores dentro de cada sector, para posteriormente fijar un umbral de elegibilidad o un percentil (Philippe, 2019).

c. Filtrado o screening basado en normas: Esta estrategia filtra a las empresas en función de su cumplimiento de las normas internacionales, desarrolladas por entidades como la OCDE, la ONU y sus agencias y que están relacionadas con criterios como la protección del medio ambiente, los derechos humanos, las normas laborales y la lucha contra la corrupción. Se deberá tener en cuenta que es muy difícil encontrar índices que incluyan esta estrategia, ya que dependerá de los criterios de exclusión e inclusión de las compañías en el universo de inversión, los cuales se definen en relación con los puntajes (Philippe, 2019), que pueden variar muchas veces dependiendo de los proveedores de datos o de la metodología de calificación propia desarrollada.

d. Filtrado o screening negativo: De acuerdo a PRI, “esta estrategia excluye ciertos sectores, entidades, emisoras o títulos debido a su bajo desempeño ASG, en relación con homólogos de la industria, o con base en criterios ASG específicos” (2019, p. 1), como activos relacionados según

Usman Hayat, con el alcohol, el tabaco, los juegos de azar, las armas militares y entretenimiento para adultos; buscando mitigar el riesgo operacional o reputacional asociado a la inversión (2015).

Los resultados de un estudio adelantado por Tim Verheyden, Robert Eccles, Andreas Feiner, sugieren que un examen preliminar de ASG puede tener sentido para cualquier estrategia de inversión, incluso cuando no hay un objetivo específico para abordar la sostenibilidad. Es decir, en lugar de comenzar con un universo no selectivo, un filtro ASG puede crear un universo de activos con características mejoradas de riesgo-retorno y diversificación (2016).

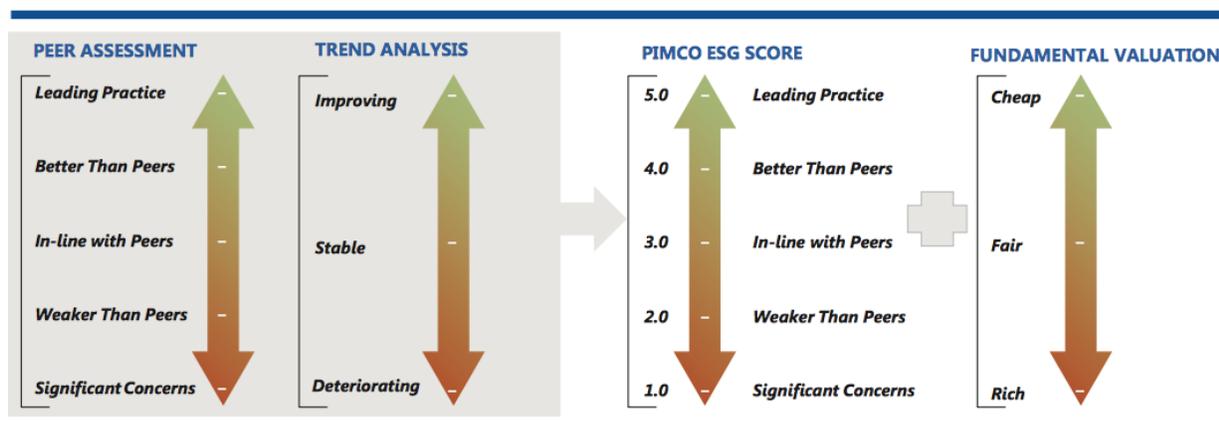
e. Relacionamiento: Esta estrategia consiste en que los inversionistas trabajan muy de cerca con las entidades emisoras, con el objetivo de “recopilar información, mejorar la presentación de informes sobre información ASG y, en el caso de las empresas emisoras, incentivar una mejor gestión de los riesgos ASG” (Principles for Responsible Investment, 2019). Aunque pueda que este método, según J.P.Morgan sea un proceso a largo plazo, que busca influir en el comportamiento o aumentar la transparencia en temas particulares, permite fortalecer las relaciones con los emisores, promoviendo el logro de los objetivos, tanto financieros, como no financieros (2016).

f. Integración de factores ASG en el análisis financiero: Considerada la estrategia más adecuada para un enfoque cuantitativo, “incluye explícitamente los riesgos ASG y los asocia con oportunidades potenciales en el análisis financiero tradicional” (Principles for Responsible Investment, 2016), a través de un enfoque que se conoce como “ESG Quant”, el cual consideran Tim Verheyden, Robert Eccles, Andreas Feiner, una multitud de factores no financieros con el

objetivo de transformar más activamente el universo de inversión hacia compañías que estén mejor posicionadas para un rendimiento superior a largo plazo (2016).

Es importante, también tener en cuenta, que para este tipo de estrategia, la elección de activos ya no dependerá exclusivamente de una clasificación, sino que estará atada a un análisis individual de los emisores, así como una calificación interna del inversionista. Frente a ello, PIMCO, uno de los mayores gestores de activos de inversión globales de renta fija del mundo, ha ajustado su proceso de análisis crediticio, buscando incluir una evaluación ASG que complemente las calificaciones tradicionales de su equipo de analistas (Anochie & Struc, 2016), a través del sistema ASG scoring que se muestra a continuación:

Gráfica 1: Sistema ASG Scoring- PIMCO



Fuente: PIMCO

Como PIMCO, existen otras entidades robustas que han logrado desarrollar su propio sistema ASG o que cuentan con datos de proveedores externos como Sustainalytics, Bloomberg, CDP (Carbon Disclosure Project), MSCI, RepRisk y RiskMetrics. No obstante, existen emisores

pequeños, para los que no están disponibles datos no financieros relevantes con los que se les pueda otorgar una calificación ASG. De esta manera, Insight Investment, una de las compañías de gestión de activos más grande del mundo, propone un proceso para generar calificaciones ASG para aquellas compañías para las cuales no está disponible:

- Identificar compañías sin calificaciones ASG que resultan interesantes para la cartera de emisores que se tiene.
- Desarrollar una herramienta de autoevaluación de ASG personalizada que refleje los problemas de riesgo específicos del sector relevantes para el emisor, para ello, tienen en cuenta el marco de referencia desarrollado al interior de la firma.
- Contactar a la gerencia de la compañía para completar la autoevaluación.
- Generar un cuadro de mando ASG basado en la respuesta de autoevaluación.
- Los analistas de crédito dan seguimiento a cualquier problema de riesgo identificado (Kendall, 2018).

De otra parte, las principales agencias calificadoras afirman que ya incorporaron consideraciones ASG en su análisis tradicional (S&P Global Ratings 2017, Moody's 2017, Fitch Ratings 2017) (Inderst & Stewart, 2018). Al respecto, Moodys, nombra 5 tendencias ASG claves para los bonos soberanos: competitividad del país, efectividad del gobierno, control de la corrupción, estado de derecho o cambio climático físico. Mientras que para Fitch, los indicadores de gobernanza tiene la mayor ponderación para las calificaciones soberanas (Inderst & Stewart, 2018). Sin embargo, en general se identifica que aunque las metodologías son cuantitativas, las evaluaciones son inherentemente cualitativas y algunos inversionistas definen sistemas de puntuación ASG propios, superponiendo la información externa con su propio análisis (Inderst & Stewart, 2018).

Gráfica 2: Calificación ASG a Tesla

Criteria	FTSE	MSCI	SUSTAINALYTICS
Environment	0	95	70
Social	5	25	50
Governance	50	55	60
Overall	20	55	60
Max. Score	100	100	100

Fuente: Journal of Performance Measurement

Adicionalmente, es importante conocer que están surgiendo estándares en el mercado y los proveedores se están volviendo más transparentes sobre las metodologías utilizadas para calcular los puntajes ASG, para que la calificación de un mismo emisor, otorgada por diferentes proveedores no difiera tanto, como el presentado en la gráfica 2 a TESLA (Philippe, 2019), en el que se resalta que:

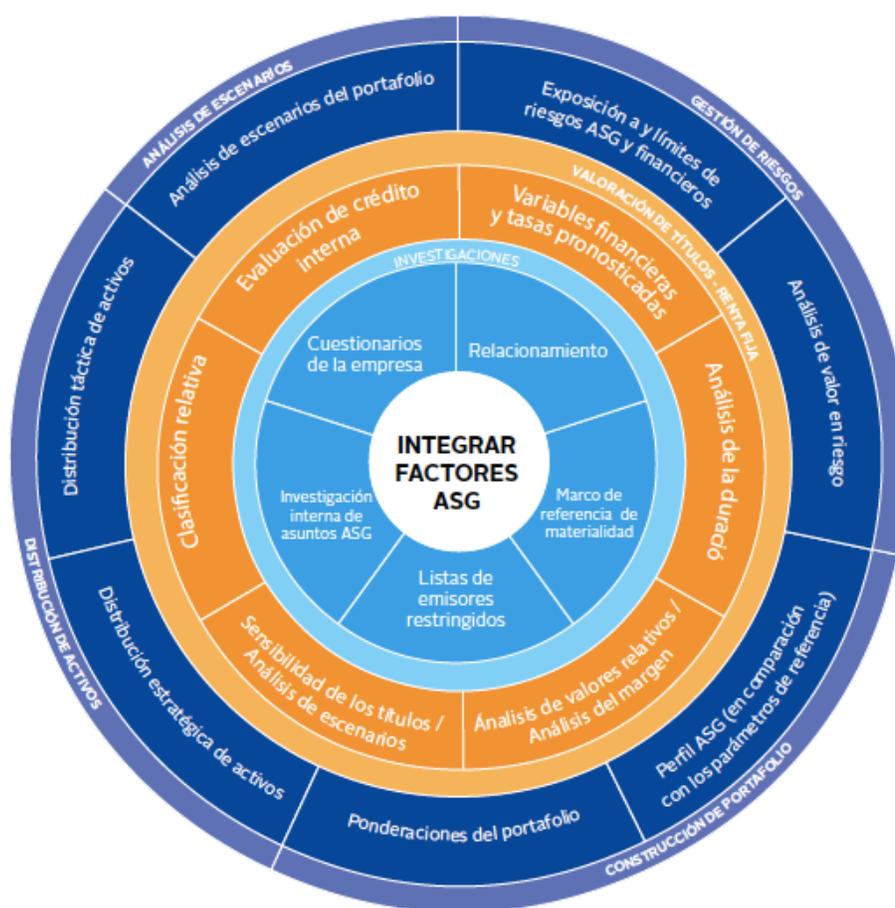
Tesla recibe la puntuación más baja de FTSE en medio ambiente porque FTSE asume lo peor cuando una empresa no divulga información. Por el contrario, MSCI asume que si no hay divulgación, la empresa opera de acuerdo con las normas regionales y de la industria. (Philippe, 2019).

Así mismo, el Sistema de Clasificación de la Industria Sostenible de SASB, está desarrollado clasificaciones sectoriales que incorporan criterios ASG, buscando complementar los sistemas tradicionales, al agrupar las empresas en sectores e industrias, de acuerdo a una visión fundamental de su modelo, negocio, intensidad de los recursos y los impactos de sostenibilidad, así como el potencial de innovación sostenible (Philippe, 2019).

Por último, después de un análisis exhaustivo de las técnicas de integración ASG de inversionistas directos en todo el mundo, CFA Institute y PRI las unificaron y desarrollaron el

Marco de Integración ASG (ver gráfica 3), con el cual se considera que el proceso de integración normalmente implica la realización de tres pasos: investigación de inversiones, valoración de activos y administración de portafolios (Principles for Responsible Investment, 2019).

Gráfica 3: Marco de integración ASG



Fuente: CFA y PRI

En términos generales, es notorio que el interés de la sociedad y de los inversionistas, en el marco de la inversión responsable y sostenible, como lo indica el Grupo Sura, ha logrado promover lineamientos generales para la “incorporación de criterios ambientales, sociales y de

gobierno corporativo (ASG) en los procesos de análisis y toma de decisiones, que permitan tener un mejor entendimiento de los riesgos, oportunidades y acciones de gestión requeridas para la generación de valor” (2018, p. 1), no solo para los accionistas sino también para los demás grupos interés. En palabras de Jensen, “no podemos maximizar el valor de mercado a largo plazo de una organización si ignoramos o maltratamos a cualquier parte interesada (grupo de interés) (Jensen, 2001 en Amel-Zadeh & Serafeim, 2018).

2. MODELO DE INVERSIÓN SOSTENIBLE EN RENTA FIJA PARA EL PORTAFOLIO DE LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

2.1 CONTEXTUALIZACIÓN DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES

La Pontificia Universidad Javeriana es una institución de educación superior fundada por la Compañía de Jesús en 1623, y reconocida legalmente en Colombia a partir de diciembre de 1933. La Javeriana, universidad privada y constituida como una entidad sin ánimo de lucro, tiene como fin específico la “formación integral de las personas y la creación, desarrollo, conservación y transmisión de la ciencia y de la cultura de manera que trascienda lo puramente informativo y técnico” (Pontificia Universidad Javeriana, 2002).

Dado que la Javeriana es una institución Católica, regida por el Derecho Canónico y administrada en completa armonía con las normas definidas desde la Santa Sede, tiene el compromiso insustituible de adoptar una Política de Inversión Responsable para la gestión de su Fondo Patrimonial o Endowment², alineada a su vez con las directrices de la Encíclica del Papa Francisco – Laudato Sí. (Pontificia Universidad Javeriana , 2020).

La visión sistemática, holística y transformadora del desarrollo javeriano se enmarca en la Encíclica del Papa Francisco – Laudato Sí, en la cual se destaca la importancia de cuidar “nuestra casa común”, edificada a partir del “cuidado social y ambiental de las múltiples –casas- en las

² Endowment: Modelo de gestión de un capital blindado para el largo plazo, cuyo administración busca garantizar la autosuficiencia y la solidaridad intergeneracional de una institución, constituyendo una fuente de financiación supletoria.

que se encuentra inmerso el ser humano (la persona, la familia, la comunidad, la ciudad, la religión, el país, el planeta), de tal forma que se consolide una ecología humana integral” (Francisco, 2015), mediante la cual se reconoce que "todo está conectado y que la degradación del ser humano implica la degradación de la naturaleza” (Francisco, 2015).

En línea con lo anterior, y partiendo de dos principios importantes: el del bien común y el de la justicia entre generaciones, la Javeriana ha incorporado en su gestión los distintos tipos de ecologías, buscando no solo el fortalecimiento de su identidad, sino también la generación de impacto de transformación social, a través de:

- Ambiental: Educar a la comunidad javeriana hacia el fortalecimiento de unas prácticas responsables desde lo ambiental y desde la ecología integral para la transformación de nuestra sociedad.
- Social: Orientar a la comunidad javeriana, desde la ética y los valores, para fortalecer la cultura del cuidado de nuestra casa común.
- Gobierno: Buscar permanente la coherencia entre la Universidad Javeriana entre su identidad y obrar en lo ecológico y ambiental. (Pontificia Universidad Javeriana, 2020).

Por lo tanto, ese interés superior se traslada a la Política de Inversión Responsable de la Universidad, con el interés y compromiso de integrar los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG), en las estrategias de inversión, procesos y prácticas en la gestión del portafolio. “Todo ello, con la plena convicción de que su implementación contribuye, además, al logro de una mejor relación riesgo-retorno del Endowment, que permita que este patrimonio

contribuya al beneficio de las actuales y futuras generaciones” (Pontificia Universidad Javeriana , 2020).

2.2 INSUMOS DEL MODELO

Teniendo como objetivo general el diseño de una metodología que incorpore el análisis de los factores ASG en la gestión de un portafolio de renta fija, se hace necesario desplegar la revisión de cada uno de los objetivos específicos, definidos como una pieza clave en la consecución del objetivo y en la construcción de la respuesta al interrogante de investigación planteado: ¿Qué tipo de metodología, que considere los riesgos y oportunidades que los factores ASG representan en una cartera de renta fija, se puede incorporar en el portafolio de la PUJ?

Para ello, de manera clara y profunda considerando las metodologías disponibles, análisis detallados, investigaciones previas e información de diferentes fuentes, se busca definir las bases y aspectos relevantes en el diseño de la metodología.

a. Importancia de las inversiones ASG en un portafolio de inversiones

Además de los riesgos tradicionales que pueden afectar la capacidad de una empresa para ejecutar su estrategia, generar valor y ser sostenible en el largo plazo, los componentes ASG, también representan factores de riesgo a considerar. De esta manera, como lo plantea la Bolsa de Valores de Colombia y el Global Reporting Initiative-GRI, “a medida que los inversionistas comprenden cómo las operaciones del negocio se ven afectadas por los factores ASG, el rango de

información considerada relevante se amplía” (BVC, GRI, 2020) y el interés por su inclusión en los procesos de inversión toma relevancia.

Al respecto, un estudio realizado por la compañía de inversión global, Franklin Templeton, en 21 mercados y cuyo objetivo era identificar hasta qué punto se incorpora la inversión responsable en el proceso de inversión, “identificó que desarrollar conocimientos especializados en materia de ASG, es una prioridad clave para los inversores institucionales, por delante de categorías básicas como la tecnología y la estrategia de inversión” (Franklin Templeton, 2020). Adicionalmente, el estudio relevó que “el 80 % de los gestores de activos destinaban recursos para adquirir más conocimientos sobre factores ASG y que el 73 % estaba ampliando sus capacidades en este ámbito” (Franklin Templeton, 2020).

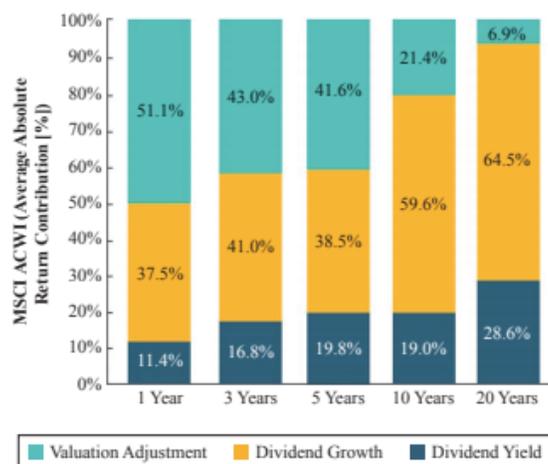
De otra parte, se ha identificado que las inversiones ASG permiten conocer y capturar lo que es relevante para una compañía y que el inversionista debe conocer, más allá del análisis tradicional que realiza. Desde este punto de vista, “es un lente a través del cual se observa a una compañía como una inversión y no una clase de activo por sí misma” (Funds Society , 2020).

Detrás de una inversión de este tipo, existe un fundamento económico que explica que las compañías con un perfil ASG sólido son más competitivas que sus pares. Frente a ello, el trabajo de (Gregory, Tharyan, & Whittaker., 2014) concluye que las empresas con alta calificación ASG suelen ser mejores en el desarrollo de planes de negocio y planes de incentivos para la dirección a largo plazo, tienen mejor gestión de la innovación y hacen uso más eficiente de los recursos. Adicionalmente, utilizan su ventaja competitiva para generar muy buenos rendimientos, y por

tanto, una mayor rentabilidad, que al final se traduce en mayor dividendos (Gregory, Tharyan, & Whittaker., 2014).

Es totalmente válido lo afirmado por (Eccles & M.Kastrapeli, 2017), al indicar que los altos rendimientos de dividendos juegan un rol sustancial porque los inversionistas que le apuestan a la sostenibilidad, suelen tener un horizonte de inversión a largo plazo. Es así como (Gupta, Melas, & Suryanarayanan, 2016) analizaron el comportamiento de los dividendos para el desempeño a largo plazo, a través del desglose del rendimiento total del índice MSCI ACWI en aumentos de precio de las acciones, dividendos y crecimiento de dividendos, en diferentes períodos de tiempo. Con este análisis, se concluyó que el aporte del rendimiento de los dividendos a la rentabilidad de la cartera fue cada vez más relevante a medida que se ampliaba la ventana de tiempo (Gupta, Melas, & Suryanarayanan, 2016), como se observa en la siguiente gráfica:

Gráfica 4: Evolución índice MSCI ACWI



Fuente: MSCI

De otra parte, en la investigación de (Godfrey, Merrill, & Hansen, 2009) se indica que las compañías con características ASG consistentes cuentan con mejores estándares para el control y gestión de riesgos, por lo que sufren con menos frecuencia situaciones graves como fraude, apropiación inadecuada de recursos y corrupción, que en definitiva afectan el valor de la compañía. Además, (Desclee, Dynkin, & Polbennikov, 2015), refiriéndose al mercado de renta fija, indica que este tipo de instrumentos de deuda y aquellos con calificación ASG alta, tienen un riesgo sistemático más bajo, spreads más bajos y por tanto, valoraciones más altas.

Al respecto, es plausible afirmar que invertir en activos de renta fija con características ASG permite identificar y analizar en detalle emisores vulnerables a rebajas de calificación y riesgos de refinanciación. Igualmente, el rol actual de los inversionistas no se limita a la exclusión de emisores sino como lo expresa (Fund Society), “se trata de integrar los factores ESG, factores no financieros, que darán lugar a mejores retornos ajustados al riesgo”. No obstante, se identifica que “una de las dificultades radica en cuantificar esos criterios ESG y convertirlos en elementos de decisión, por lo que es necesario contar con herramientas apropiadas, tomando un intangible y convertirlo en el lenguaje que los inversores hablan: dinero y datos” (Fund Society).

b. Factores de éxito en la implementación de modelos ASG en renta fija

Previamente se ha entendido la importancia de incorporar los factores ASG dentro del proceso de inversión. No obstante, la brecha entre el “querer” activos altamente ASG y “hacer” el análisis requerido para ello, se reduce al identificar esos factores que se deben tener en cuenta al construir un modelo ASG. Lo anterior, incluye unos estándares y un marco de reporte, en el que participan distintos actores y que constituye el input del modelo que se diseñará. Posteriormente, es

necesario identificar las organizaciones objeto del análisis y demás información que pueda generar valor en el modelo. Adicionalmente, toma relevancia conocer en detalle las metodologías existentes y que al final se convierten en un punto de partida, así como algunos aspectos que, como inversionistas, se deben conocer por el impacto que puedan tener en la definición y construcción del modelo.

Gráfica 5: Marco Sostenibilidad



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

➤ Estándares y Marcos de Reporte

Para empezar, basta con entender la diferencia entre un Marco y un Estándar de reporte, buscando con ello, tener claridad en la información que serviría como input en el modelo, dado que contar con información, de cierta manera estandarizada, facilita definir parámetros comparables entre los emisores objeto de análisis.

Mientras que “el marco se refiere al conjunto de principios y lineamientos sobre “cómo” un reporte debe estar estructurado, los estándares abordan los requerimientos específicos y detallados sobre “qué” información reportar” (BVC, GRI, 2020). De esta manera, se resalta la labor del Global Reporting Initiative- GRI ya que desde el año 2016 viene trabajando en la definición y divulgación de “Estándares para la elaboración de informes de sostenibilidad” (BVC, GRI, 2020). No obstante, aunque en el mercado mundial se encuentran disponibles otros estándares (Gráfica 6), el del GRI es el más consultado.

Gráfica 6: Panorama mundial de estándares

	ASG		FINANCIERO	
	MARCO	ESTÁNDAR	MARCO	ESTÁNDAR
Global, Enfoque integral				
Global, Enfoque ambiental				
Enfoque integración				
Enfoque ambiental, integración				

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

En cuanto a los estándares GRI, “están conformados por un conjunto de estándares modulares interrelacionados que pueden ser utilizados por cualquier tipo de organización para reportar sus impactos económicos, ambientales y sociales” (BVC, GRI, 2020). Es una ventaja utilizarlos ya que al ser los más utilizados en el mundo, son reconocidos por quienes preparan informes de sostenibilidad o constituyen una buena práctica para ser adoptada por aquellas compañías que aún no lo hacen. De otra parte, como lectores de dichos informes bajo estándares GRI, se cuenta con

visión completa al enfocarse “en los asuntos materiales o prioritarios para cada organización al considerar las expectativas e intereses razonables de sus grupos de interés, el contexto en el que opera y los impactos que la organización genera al desarrollo sostenible” (BVC, GRI, 2020).

A continuación se detalla los estándares del GRI que aplican a todas las organizaciones y que se encuentran estructurados de tal manera que se cuente con el detalle en los contenidos económicos, ambientales y sociales:

Gráfica 7: Contenido universal y temático- Estándar GRI



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Como lo señala (BVC, GRI, 2020) en la “Guía para la elaboración de informes ASG para Emisores en Colombia,

cuando los informes de sostenibilidad de las empresas son muy narrativos o experienciales no proporcionan datos e información útil para los inversionistas, y cuando no están alineados a estándares internacionales no permite comparabilidad entre empresas e industrias por parte de los inversionistas. Por ello, la adopción de estándares internacionales, como el GRI, contribuye sustancialmente a la mejora de la calidad y disponibilidad de la información disponible para tomar decisiones.

➤ **Analistas y ratings**

En cuanto a proveedores de datos y calificaciones ASG, no existe alguna regulación o estandarización en sus procesos. Es por eso que los resultados no son comparables y no existe coherencia en la divulgación de información ASG de las compañías, así como en las calificaciones que reportan los proveedores, incluso sobre una misma compañía. Al respecto, un estudio del MIT Sloan School of Management, “encontró que en un conjunto de datos de cinco calificadoras de ASG las correlaciones entre los puntajes de 823 compañías eran en promedio de 0,61. (Una correlación de 1,0 es igual al 100%)” (Mayor, 2019).

No obstante, como lo menciona Schrodgers, “la creación de un marco y herramientas propias es fundamental para llevar a cabo un análisis especializado en sostenibilidad y por lo tanto, las personas que invierten en activos, son las propietarias del análisis ASG de los mismos” (Funds Society , 2020). De esta manera, a continuación se resaltan los aspectos más importantes de las

metodologías de los proveedores de datos ASG más reconocidos en el mundo, los cuales sirven de referencia para el diseño del modelo propio.

- **MCSI**

Calificación otorgada: Las empresas están calificadas en una escala AAA-CCC en relación con los estándares y el desempeño de sus pares de la industria.

Metodología: Busca responder algunos interrogantes claves sobre las empresas como:

*¿Cuáles son los riesgos y oportunidades ASG más importantes que enfrenta una empresa y su industria?

*¿Qué tan expuesta está la empresas a esos riesgos y/u oportunidades clave?

*¿Qué tan bien gestiona la empresa los riesgos y oportunidades clave?

*¿Cuál es el panorama general de la empresa y cómo se compara con sus pares de la industria?

El modelo de MSCI se centra en los aspectos que se consideran como importantes para cada industria (sector GICS), a través de un análisis cuantitativo, que incluye rangos y valores promedio para impactos como la intensidad del carbono, uso del agua, entre otros. Una vez identificados los aspectos, se le asignan “cuestiones claves” a cada industria y empresa, así:

Gráfica 8: Cuestiones claves- metodología MSCI

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Fuente: MSCI

Para la puntuación de gobierno corporativo se tiene en cuenta que es una evaluación absoluta, que emplea una escala de 0 a 10. Cada compañía comienza con una puntuación de 10 y somete a deducciones de puntuación, así mismo, cuando hay excepciones de una empresa, las ponderaciones se apartan de las ponderaciones específicas de la industria, manteniéndose en proporción. De otra parte, las ponderaciones de los aspectos clave se definen a nivel de la

subindustria GICS (8 dígitos), incorporando el impacto externo asociado a cada industria y el horizonte de tiempo en materializarse (MSCI, 2020).

En el caso de cada empresa, se calcula una puntuación promedio ponderada de los aspectos clave asociados. Para obtener la calificación final en letras, la puntuación promedio ponderado de problemas clave se normaliza por industria. El rango de puntajes para cada industria se define de manera anual, tomando un promedio móvil de tres años de los puntajes superior e inferior entre los integrantes del índice MSCI ACWI; los valores se definen en el percentil 97,5 y 2,5. Es así como, la puntuación promedio ponderada de los aspectos clave se convierte en una puntuación ajustada por la industria de 0 (CCC) a 10, donde 10, es el mejor (AAA) (MSCI, 2020).

Gráfica 9: Puntuación final ajustada

Letter Rating	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	8.6* - 10.0
AA	7.1 - 8.6
A	5.7 - 7.1
BBB	4.3 - 5.7
BB	2.9 - 4.3
B	1.4 - 2.9
CCC	0.0 - 1.4

Nota: La La puntuación final de la empresa ajustada por la industria se le asigna una calificación en letra

Fuente: MSCI

Otros: MSCI ESG Ratings analiza las controversias que potencialmente se pueden convertir en problemas estructurales, generando riesgos futuros para la compañía.

Fuente de información: Algunas de las fuentes consultadas por MSCI para la evaluación ASG son los informes académicos, gubernamentales y de ONG, así como los reportes que presentan las compañías (informe de sostenibilidad, de resultados, entre otros). Todo este proceso se apalanca con un número representativo de analistas que hacen seguimiento a las compañías e industrias. (MSCI, 2020)

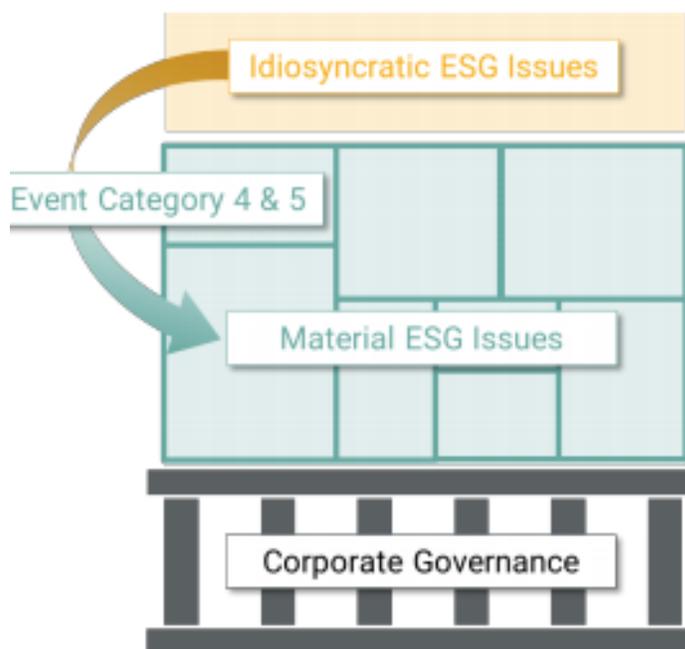
Seguimiento y actualización: La revisión, actualización en detalle y ajustes en la ponderación se realiza de manera anual.

- **SUSTAINALYTICS**

Calificación otorgada: Se compone de una puntuación cuantitativa y una categoría de riesgo. De acuerdo a las puntuaciones cuantitativas, las empresas se agrupan en cualquier de las siguientes categorías: insignificante, bajo, medio, alto, severo (Sustainalytics, 2020).

Metodología: Pretende medir el grado en el que el valor económico de una empresa está en riesgo debido a factores ASG, es decir, la magnitud de los riesgos ASG no administrados (Sustainalytics, 2020). Existen tres componentes básicos que contribuyen a la calificación general de una empresa, como se muestra a continuación:

Gráfica 10: Bloques ASG Ratings



Fuente: Sustainalytics

Bloque 1- Gobierno corporativo: Considerado un elemento fundamental en la calificación, analizado a todas las compañías, sin excepción. En promedio, el riesgo de gobierno corporativo no administrado contribuye alrededor del 20% al puntaje general de riesgo administrado de una empresa. No obstante, el porcentaje cambia de acuerdo a la selección específica de cuestionas ASG materiales para cada empresa. (Sustainalytics, 2020)

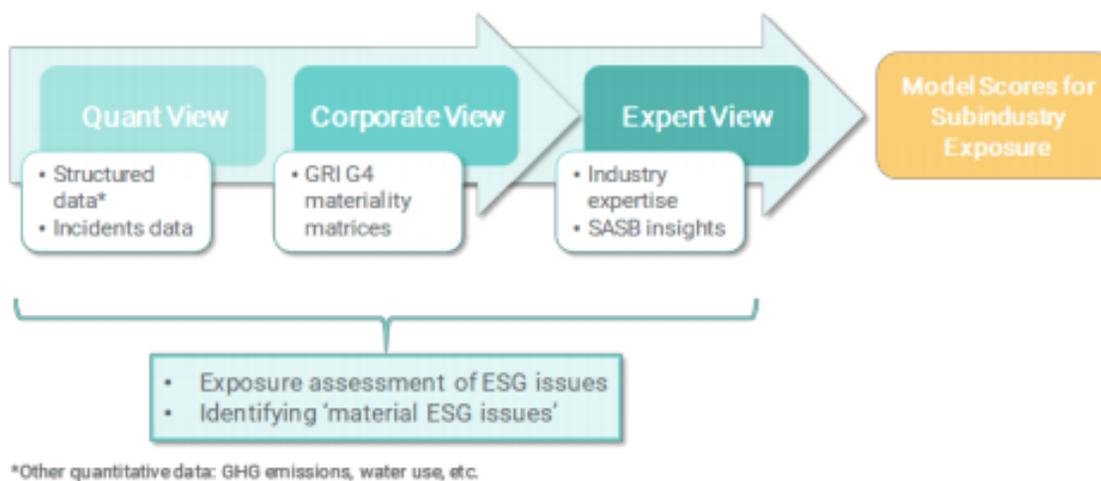
Bloque 2- Problemas materiales ASG: La identificación y evaluación de este tipo de problemas se realiza a nivel de subindustria y de manera anual. Este bloque constituye el núcleo de la metodología y se basa en el supuesto que las cuestiones ASG afectan el valor económico de la empresa de manera predecible. Para ello, se analiza el grado en que una empresa está expuesta a

riesgos ASG materiales, así como la gestión, que indicará que tanto está trabajando en mitigar esos riesgos. (Sustainalytics, 2020)

Bloque 3- Problemas idiosincráticos: Considerados como “impredecibles” o inesperados, ya que no están relacionados con la subindustria específica. Generalmente, este tipo de problemas se asocian con eventos denominados “cisnes negros” y pueden convertirse en materiales si pasa un umbral de importancia, definido en un nivel de categoría 4 y 5. En relación con esto, es importante mencionar que los problemas idiosincráticos se convierten en problemas materiales solo para la empresa específica y no para el sector. (Sustainalytics, 2020)

Es importante mencionar que para la evaluación de cada bloque se considera el siguiente proceso:

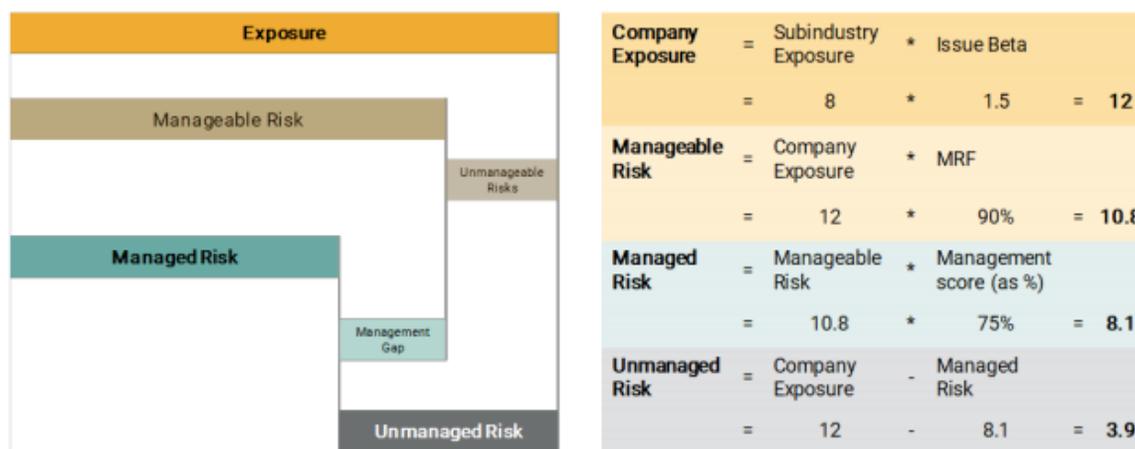
Gráfica 11: Proceso de evaluación- exposición por industria



Fuente: Sustainalytics

En términos generales, así es la estructura de calificación de esta metodología:

Gráfica 12: Estructura Sustainalytics ratings



Fuente: Sustainalytics

Otros: En esta metodología se puede resaltar la incorporación de betas, que permite que la calificación de la empresa sea más específica. Refleja el grado en el que la exposición de una empresa a problemas importantes de ASG se desvía de la exposición promedio a ese problema dentro de su subindustria. Para llegar a la puntuación de exposición de una empresa, la puntuación de exposición de la subindustria se multiplica por la versión beta de la empresa. (Sustainalytics, 2020)

Fuente de información: Los factores que se utilizan para informar la evaluación incluyen el historial de eventos de las empresas, datos externos estructurados (por ejemplo, emisiones de CO₂), informes de la empresa e investigaciones de terceros (Sustainalytics, 2020).

Seguimiento y actualización: El proceso de investigación comienza con la recopilación de datos de la empresa a través de la divulgación pública, los medios de comunicación y los informes de

las ONG. Luego, los datos se analizan de acuerdo con el marco de indicadores. Para cada indicador de gestión o beta, nuestros analistas evalúan el grado en que una empresa cumple con un conjunto de criterios detallados y bien documentados (Sustainalytics, 2020).

De otra parte, las puntuaciones se actualizan mensualmente, iniciando con las exposiciones específicas de subindustrias y continuando con las empresas individuales.

- **S&P**

Metodología: Cada indicador tiene una ponderación distinta, según la industria, en la determinación de la Puntuación ESG; siendo esta última el resultado de la suma ponderada de todos los Factores. Los pesos de cada uno de ellos se definen en función de la materialidad financiera de cada tema para la industria específica (S&P Dow Jones Index, 2019).

Para fines de evaluación ASG, las empresas analizadas se clasifican de acuerdo a la Clasificación Industrial Global Estándar (GICS®) como referencia inmediata en la construcción de su clasificación industrial. Por lo tanto, los pesos de cada indicador varían de una industria a otra. Algunos indicadores ESG se usan en todas las industrias, en tanto que otros, son específicos para una industria en particular. Si un indicador no es relevante para una industria específica, el peso de la industria es cero (S&P Dow Jones Index, 2019).

De acuerdo al (S&P Dow Jones Index, 2019), si no hay información para responder a una pregunta de tipo no obligatorio, esta última no será considerada para el cálculo de puntuación

total. El peso del indicador en cuestión se redistribuye entre los pesos de todos los demás indicadores.

Seguimiento y actualización: Las Puntuaciones ESG de S&P se actualizan una vez al año.

- **ROBECO**

La Evaluación de la Sostenibilidad Corporativa (CSA) es la principal herramienta de RobecoSAM para la identificación de las empresas que están mejor equipados para identificar y responder a las nuevas oportunidades y los riesgos derivados de las tendencias mundiales de sostenibilidad. (Advisors International Dynamic, 2015)

Metodología: De acuerdo a (Advisors International Dynamic, 2015), la evaluación anual se basa en una línea cuestionario con el apoyo de una amplia documentación de la empresa. Análisis exhaustivo de la información específica de la compañía se complementan con un examen adicional de la cobertura de los medios de comunicación, los comentarios de los interesados y de otras fuentes disponibles públicamente, proporcionada por RepRisk ESG Business Intelligence. Sobre una base diaria, pantallas RepRisk, captura, filtros y análisis (ESG) riesgos ambientales, sociales y de gobierno relacionados con empresas.

A continuación, se presentan los aspectos más relevantes de las metodologías de proveedores de datos ASG, revisados anteriormente:

Gráfica 13: Metodologías de proveedores de datos ASG

	Tipo	Metodología	Escala calificación	Ponderación Factores ASG	Periodicidad de actualización
MSCI	Proveedor de servicios	Basada en la identificación de empresas líderes y rezagados de la industria, de acuerdo con su exposición a los riesgos ESG y la manera como gestiona esos riesgos dentro de una subindustria o sector de GICS.	La calificación varía de líder (AAA, AA, es decir, puntaje entre 10 -7.1), promedio (A, BBB, BB, es decir puntaje entre 7.1- 2.9) a rezagado (B, CCC, es decir, <2,9)	Si, por industria.	Anual
Sustainalytics	Proveedor de servicios	Considera un enfoque que combina los conceptos de gestión y exposición de riesgo; pretende medir el grado en el que el valor económico de una empresa está en riesgo debido a factores ASG.	La escala de calificaciones de riesgo ASG de este proveedor proporciona una medida cuantitativa del riesgo de ESG no administrado y lo clasifica entre cinco niveles de riesgo: insignificante, bajo, medio, alto y severo.	Si, para llegar a la puntuación de exposición de una empresa, la puntuación de exposición de la subindustria se multiplica por la versión beta de la empresa.	Mensual
S&P	Proveedor de servicios	Incluye la ponderación de los factores ASG, de acuerdo a los pesos definidos para cada uno de ellos, en función de la materialidad financiera en cada industria. Las empresas se organizan de acuerdo a la Clasificación Industrial Global Estándar (GICS)	Escala que va de 0 a 100, incluyendo calificación específica de las tres variables A, S y G, comparación con los competidores, evolución histórica, y variables de sostenibilidad sectoriales.	Si, cada factor ASG tiene una ponderación distinta, según la industria.	Anual
Robeco	Gestor de Fondos	Considera un cuestionario que incluye alrededor de 100 preguntas relacionados con temas económicos, ambientales y sociales que impactan la capacidad de la empresa para generar valor en el largo plazo; con un enfoque por industria.	Puntuación absoluta que incluye la suma ponderada de todas las puntuaciones de criterios y dimensiones asociadas a cada compañía.	Si, por industria.	Anual

Fuente: Elaboración propia

➤ Agregadores de datos

Los estándares SASB se desarrollaron para permitir que las empresas de todo el mundo identifiquen, gestionen y comuniquen a sus inversores información de sostenibilidad material desde el punto de vista financiero de forma coherente, comparable y fiable. Es el primer marco de divulgación de ESG que se centra en la materialidad financiera a nivel corporativo (SASB, 2020).

La materialidad SASB Mapa ® es una herramienta interactiva que identifica y compara los temas de divulgación en diferentes industrias y sectores, resultando bastante útil determinar las cuestiones que pueden afectar la situación financiera o el rendimiento operativo de las empresas dentro de una industria. De esta manera, en dicho mapa se cuenta con 26 problemas relacionados con sostenibilidad, cuya relevancia varía según la industria. Lo anterior resulta ser información muy importante en la construcción del modelo (SASB, 2020).

Gráfica 14: Visión parcial del mapa SASB

		Bienes de consumo	Procesamiento de minerales y extractos	Finanzas
Dimensión	Categoría de problema general ^①	Haga clic para ampliar	Haga clic para ampliar	Haga clic para ampliar
Medio ambiente	Emisiones de GEI			
	Calidad del aire			
	Gestión energética			
	Gestión de agua y aguas residuales			
	Gestión de residuos y materiales peligrosos			
	Impactos ecológicos			
Capital social	Derechos humanos y relaciones comunitarias			
	Privacidad del cliente			
	Seguridad de datos			
	Acceso y asequibilidad			
	Calidad y seguridad del producto			
	Bienestar del cliente			
	Prácticas de venta y etiquetado de productos			
Capital humano	Prácticas laborales			
	Salud y seguridad de los empleados			
	Compromiso, diversidad e inclusión de los empleados			
Modelo de negocio e innovación	Diseño de producto y gestión del ciclo de vida			
	Resiliencia del modelo de negocio			
	Gestión de la cadena de suministro			
	Abastecimiento de materiales y eficiencia			
	Impactos físicos del cambio climático			
Liderazgo y gobernanza	Ética de negocios			
	Comportamiento competitivo			
	Gestión del entorno legal y regulatorio			
	Gestión de riesgos de incidentes críticos			
	Gestión de riesgos sistémicos			
	Gestión de riesgos sistémicos			

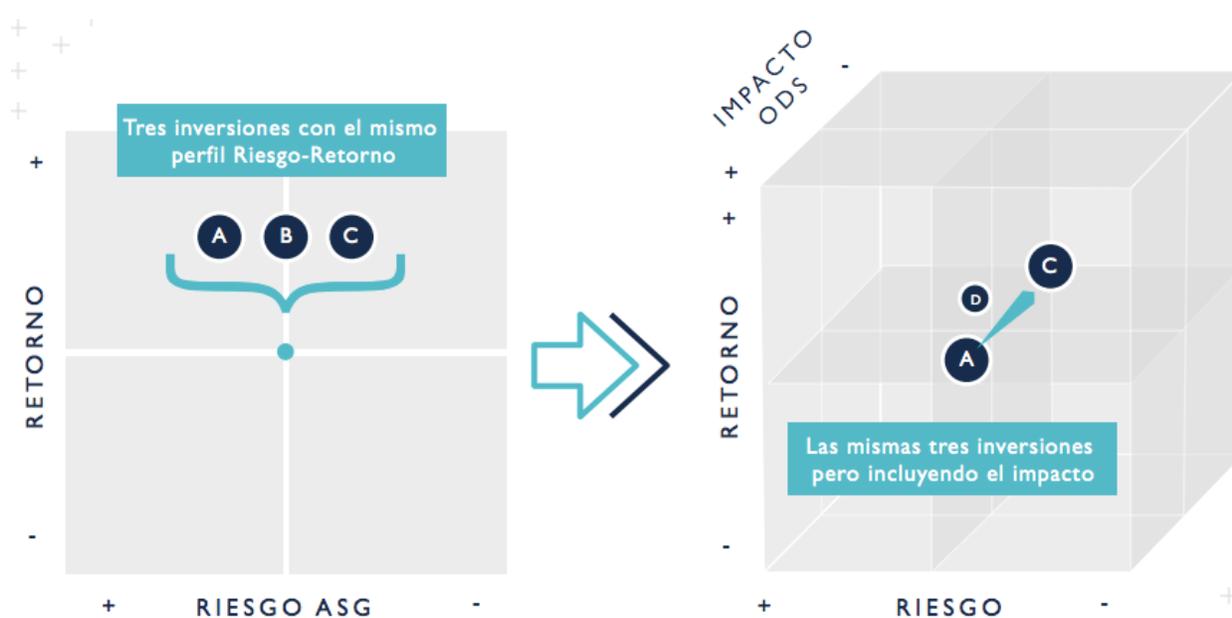
Fuente: SASB

➤ Usuarios de los datos

Como inversionistas interesados en el tema de sostenibilidad, es importante entender que existen fallas en cuanto al reporte que deben realizar las compañías y que además no es tan

fácil acceder a datos e información sobre el desempeño ASG de las empresas. Frente a este último punto, se concluye que las metodologías no son comparables, dado que no existe estandarización en la información ni en los datos utilizados. De esta manera, la creación de un marco y herramientas propias es vital para realizar un completo análisis en sostenibilidad. Adicionalmente, como inversionistas, se debe pasar de un análisis unidimensional a uno bidimensional que además del riesgo/retorno, considere el impacto que al final es el que permite calificar a una empresa en términos ASG. (Gráfica 15)

Gráfica 15: Óptica análisis ASG

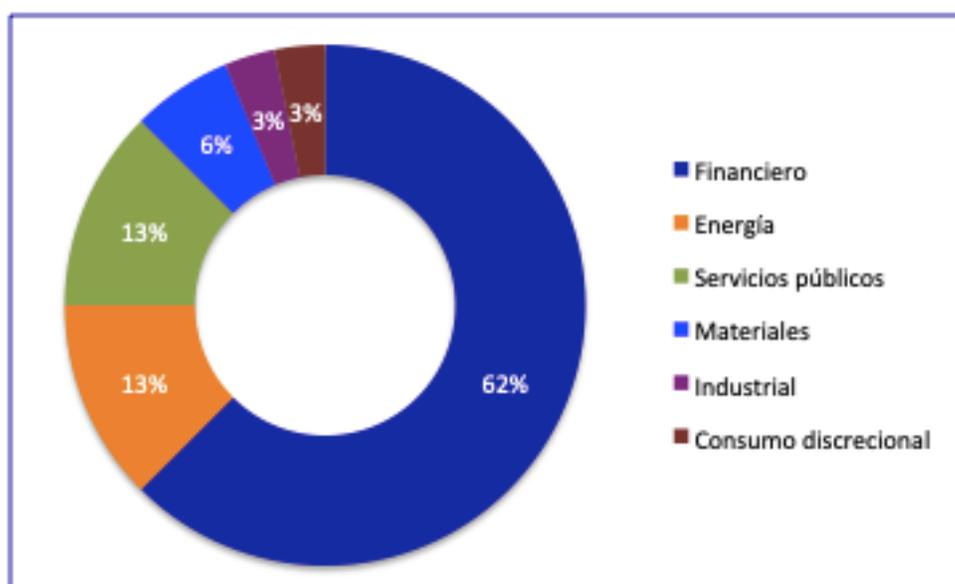


Fuente: GRI

c. Caracterización emisores de renta fija en Colombia

A nivel de emisores locales, sobre los cuales se desarrollará el modelo, se considera un universo de 133 emisores de renta fija, tanto del sector financiero como real. No obstante, desde el punto de vista de riesgo de crédito admisible en la política de inversión del portafolio objeto de estudio, el universo se reduce a 32 emisores, que al categorizarlos por sectores bajo la clasificación GICS³, se visualizan así:

Gráfica 16: Clasificación por sector- Emisores colombianos



Fuente: Elaboración propia

³ Clasificación desarrollada por S&P Dow Jones Índices y MSCI, con el objetivo de implementar un conjunto de categorías de alcance global para agrupar corporaciones en sectores e industrias. Los sectores vigentes de clasificación GICS son: energía, materiales, industrial, consumo discrecional, productos de primera necesidad, salud, finanzas, tecnologías de la información, servicios de comunicación, servicios públicos, bienes inmobiliarios.

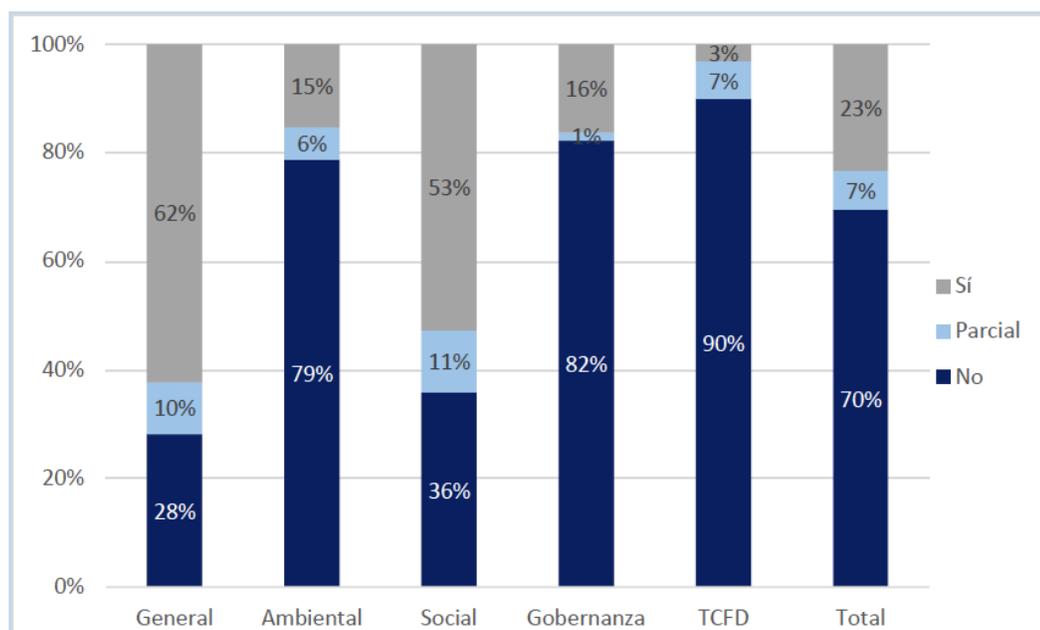
De acuerdo a la (BVC, GRI, 2020) el interés de emisores locales en materia de revelación de información y relación con el inversionista no es incipiente, incluso algunos de ellos reportan sostenibilidad en GRI, revelando con criterios ASG su desempeño y el impacto de su operación; lo que resultará ser un aspecto muy positivo para el mercado e inversionistas por la adopción de buenas prácticas.

Adicionalmente, en el marco del proyecto “Greening the Colombian Financial System” de la Superintendencia Financiera de Colombia y el Grupo Banco Mundial (BM)”, se realizó un estudio diagnóstico para comprender la práctica de divulgación ASG de emisores colombianos, cuyas conclusiones a continuación se presentan:

- La divulgación ASG se realiza principalmente a través de informes, ya sean de gestión independientes o integrados.
- Si bien la presentación de informes no siempre es indicativo de la calidad de la gestión de asuntos ASG, sí evidencian, como mínimo, la existencia de una estructura para la construcción y presentación de informes.
- Las empresas no reportan toda la información ASG que los usuarios consideran necesaria o reportan información que los usuarios consideran que no lo es, en parte, debido a que hay una aplicación limitada y bajo diferentes perspectivas del concepto de materialidad.
- Existe aplicación limitada del concepto de materialidad.
- Frente a las temáticas cubiertas por los reportes - generales, ambiental, social, gobierno y TCFD (cambio climático)– existe aún mucha heterogeneidad. La tasa de divulgación más alta la tiene los

indicadores generales, en donde el indicador ascendió a 72%, seguida por los indicadores sociales, con una tasa del 64%. Por su parte, la divulgación de los indicadores del TCFD, gobierno corporativo y ambientales es limitada, de 10%, 17% y 21%, respectivamente. (Gráfica 9) (Superintendencia Financiera de Colombia, 2021).

Gráfica 17: Tasa de divulgación por sección



Fuente: BM y Chronos Sustainability, 2020

De la gráfica anterior, llamada la atención el desconocimiento o desinterés por la inclusión del cambio climático, como un aspecto relevante en la gestión ASG de los emisores. Frente a ello, es importante resaltar que éste es un tema prioritario para el gobierno colombiano. “En su Contribución Nacionalmente Determinada (CDN) del Acuerdo de París, el Gobierno colombiano se comprometió a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 51% para 2030” (MinAmbiente). Así mismo, la CDN indica que “Colombia está altamente expuesta y sensible a

los impactos del cambio climático, dada su diversidad geográfica y economía, que depende en gran medida de las condiciones climáticas y del uso de los recursos naturales” (MinAmbiente).

El reto continúa y la necesidad de analizar la manera cómo se interrelaciona y conecta la información de sostenibilidad con la información financiera toma cada vez más relevancia. Particularmente, como lo menciona la (Superintendencia Financiera de Colombia, 2021), definir “la forma cómo se podría llegar a incorporar en los estados financieros la información relacionada con la materialidad financiera o creación/destrucción de valor, para reflejar las implicaciones financieras de los asuntos ASG en cada entidad”.

2.3 MODELO

“Entre los muchos caminos hacia el progreso, los mercados de capitales pueden ser una poderosa palanca de cambio sistémico”

Larry Fink- CEO Blackrock

La investigación se desarrollará con un procedimiento metodológico cualitativo, mediante el cual se buscan soluciones fiables al problema planteado, “a través de la obtención, análisis e interpretación planificada y sistemática de los datos” (Munarriz, 1992). Dada la pregunta de investigación planteada, se considera que ésta es la metodología indicada al ser de naturaleza exploratoria, ya que lo que se busca es una aproximación práctica, mediante la definición y construcción de un modelo que integre los asuntos ASG en el análisis de riesgo del portafolio de renta fija de la Pontificia Universidad Javeriana. Este modelo constituye además el primer ejercicio para esta entidad, siendo pionera entre sus pares locales en impulsar este tipo de iniciativas orientadas a promover una gestión activa de inversión responsable.

El tipo de metodología de investigación cualitativa a emplear es la de observación no participativa, pues el investigador no interactúa directamente con el problema, sino busca observar y analizar a los emisores locales, desde la perspectiva ASG y mediante la definición de un modelo, transformar un factor ASG (no financiero) en una variable numérica que, al final represente una calificación de dicho emisor.

De esta manera, las técnicas a utilizar en la investigación cualitativa para recolectar la información será un listado de factores considerados relevantes como inversionistas y que están

en línea con las directrices de la Pontificia Universidad Javeriana (*Ver: Política de Inversión del Fondo Patrimonial o Endowment- Pontificia Universidad Javeriana*)

El listado de factores se enfoca principalmente en los tres ejes fundamentales de la investigación: ASG (criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo) y de la manera cómo estos son incorporados en la operación y estrategia de cada emisor.

De esta manera, se pretende generar una escala de calificación por factor dentro de cada categoría, buscando mediante una ponderación, la asignación de una calificación desde 5 hasta 1, dependiendo de la evaluación ASG obtenida por cada emisor. En términos generales, se busca la integración de factores ASG, en el análisis financiero tradicional que se realiza con el portafolio, mediante la identificación y extracción de aquellos elementos que puedan afectar, desde el punto de vista de riesgo de crédito y contraparte, a cada emisor y su calificación dentro del modelo de cupos a emisores y contrapartes.

Política de Inversión del Fondo Patrimonial o Endowment Pontificia Universidad Javeriana

Tomado de la Política de Inversión:

La política de inversión permite definir las pautas y lineamientos que rigen la gestión del Fondo Patrimonial de la Pontificia Universidad Javeriana de tal manera, que se alcancen resultados que contribuyan con la solidez, solvencia y sostenibilidad en el ejercicio de su actividad. Así mismo, incorpora estándares de responsabilidad y buenas prácticas que servirán para monitorear el progreso del Fondo y la administración de quienes están a su cargo, cuya estructura se define a través de un marco de actuación que conecta a los órganos de gobierno involucrados y los lineamientos que los rigen.

El Fondo Patrimonial de la Pontificia Universidad Javeriana existe con el objetivo de preservar y fortalecer el valor real de los activos que lo conforman, buscando obtener una rentabilidad definida en el largo plazo. Para ello, el Comité Operativo y el Equipo de Inversiones son responsables de gestionar las inversiones de la Pontificia Universidad Javeriana, de acuerdo con esta política y con los lineamientos contenidos en el Código de Buen Gobierno de la Pontificia Universidad Javeriana.

Para la gestión del portafolio se ha definido no solo el retorno objetivo y riesgo, además de restricciones y lineamientos de inversión, soportados en una asignación estratégica y procesos de monitoreo y rebalanceo.

Adicionalmente, desde 2020, la Pontificia Universidad Javeriana se convirtió en signataria de los Principios de Inversión Responsable PRI, siendo la primera universidad de Latinoamérica y la octava institución de Colombia en unirse a esta organización. PRI, entidad soportada por las Naciones Unidas, es la organización líder en la generación y promulgación de las mejores prácticas de inversión responsable, que involucran la adopción e implementación de los factores ESG (Environmental, Social and Governance), en el proceso de toma de decisiones y gestión de portafolios de inversión.

La Javeriana como pionera en la adopción del modelo Endowment en la región, incorpora los 6 principios de inversión responsable definidos por PRI en la gestión de su patrimonio intergeneracional y de todos sus activos financieros (Pontificia Universidad Javeriana, 2020):



Incorporaremos las cuestiones ESG en el análisis de la inversión y los procesos de toma de decisiones



Seremos propietarios activos e incorporaremos cuestiones ESG en nuestras políticas y prácticas de inversión.



Requeriremos información adecuada sobre cuestiones ESG de las entidades en las que invertimos



Promoveremos la aceptación y la implementación de los Principios dentro del sector de inversiones



Trabajaremos juntos para mejorar nuestra efectividad implementando los Principios



Reportaremos acerca de nuestras actividades y progreso al implementar los Principios

2.3.1 Generalidades del modelo

a. Factores

En línea con los procesos misionales, intereses particulares y las directrices definidas por la Pontificia Universidad Javeriana, en el marco de la Encíclica del Papa Francisco – Laudato Sí, se define que la propuesta se denominará **MODELO DE SOSTENIBILIDAD INTEGRAL- EEE**, y servirá como herramienta para la incorporación de análisis de factores ASG en el proceso de gestión y toma de decisiones de inversión del portafolio de renta fija. Cada E corresponde a las categorías que serán la base para el análisis y evaluación de cada emisor, de acuerdo a la materialidad de riesgo identificada de cada factor:

E-cología Económica: Hace referencia a la categoría Ambiental del modelo y considera que “la protección del medio ambiente deberá constituir parte integrante del proceso de desarrollo y no podrá considerarse en forma aislada”, incluye los siguientes factores:

- ✓ ***GEI Emisiones y calidad del aire:*** Considera no solo la medición sino también la gestión adelantada por el emisor para la mitigación de este tipo de emisiones.
- ✓ ***Eficiencia energética:*** Examina el horizonte de acción en materia de reducción de la cantidad de energía requerida en el desarrollo de su actividad económica, así como la inclusión en la operación de fuentes alternativas energéticas.
- ✓ ***Gestión de residuos y materiales peligrosos:*** Este factor considera además el aprovechamiento sostenible de residuos por parte del emisor.
- ✓ ***Mitigación de huella de carbono***

- ✓ ***Movilidad sostenible:*** Engloba un conjunto de iniciativas y acciones dirigidas a racionalizar el uso de los medios de transporte. Respecto a este tema, la Pontificia Universidad Javeriana “viene trabajando desde el año 2012 junto a PEMS (Planes Empresariales de Movilidad Sostenible), programa liderado por la Fundación Chevrolet, La Universidad de los Andes, La Andi y la CAF, con el objeto de participar activamente dentro de las iniciativas propuestas por ellos para mejorar la movilidad de la ciudad y de la Universidad” (Pontificia Universidad Javeriana , 2021). Es por ello, que éste es un factor a considerar en el modelo dada la importancia que la Javeriana le ha otorgado en su plan estratégico misional.

E- cología social: De acuerdo a lo definido por la Encíclica del Papa Francisco, el factor social es “necesariamente institucional, y alcanza progresivamente las distintas dimensiones que van desde el grupo social primario, la familia, pasando por la comunidad local y la nación, hasta la vida internacional”. En línea con lo anterior, una empresa no se debe entender como una entidad aislada, sino como un agente relevante en un ecosistema de interacciones e intercambios entre diversos agentes. Para el modelo, incluye los siguientes factores:

- ✓ ***Derechos humanos y relaciones con la comunidad***
- ✓ ***Bienestar del cliente***
- ✓ ***Relaciones laborales y bienestar de los empleados***
- ✓ ***Exposición a impactos sociales***

E-cología de la vida cotidiana: En el sentido figurado y asemejando la existencia humana al funcionamiento de una empresa (un emisor, en este caso), “para que pueda hablarse de un auténtico desarrollo, habrá que asegurar que se produzca una mejora integral en la calidad de vida humana, y esto implica analizar el espacio donde transcurre la existencia de las personas”. Esta categoría es muy relevante en el análisis de los emisores, sin importar el sector al que pertenezca, ya que la ausencia de controles de gobernanza adecuados inciden en las otras categorías: ambiental y social, generando problemas no solo en el perfil de riesgo sino también en la manera como opera el emisor. Para el modelo, incluye los siguientes elementos:

- ✓ **Estrategia corporativa:** Considera el perfil del negocio, divulgación de estrategias teniendo en cuenta las expectativas de los grupos de interés, temas relaciones con adhesiones e iniciativas particulares (ej: Signatarios en PRI), interés en economía circular.
- ✓ **Estructura de gobierno:** Valora no solo la definición de responsabilidades ASG al interior de la organización, sino también la estructura y funcionamiento de los órganos de gobierno del emisor, así como la estructura organizacional y la transparencia financiera.
- ✓ **Cultura corporativa:** Examina entre otros aspectos: índice de rotación, equidad de género, formación e incentivos a sus empleados.
- ✓ **Cambio climático:** Los riesgos y las oportunidades derivadas del cambio climático en las estrategias de inversión de los portafolios toman cada vez más relevancia. En este sentido, es necesario entender si el emisor lo considera como un riesgo financiero material y lo incluye como una variable en el modelo de gestión de riesgos. Adicionalmente, conocer la posición de la Junta respecto al tema y si es integrado en el proceso de toma de decisiones.

- ✓ **Política de inversión responsable:** Considera el grado de incorporación de los criterios ASG en el análisis, toma de decisiones y gestión del proceso de inversión del emisor, así como su actual o potencial participación en el mercado verde, social o sostenible.

b. Ponderación de categorías

Una vez definidos las categorías y factores asociados a cada uno de ellos, para efectos del modelo, cada categoría tendrá la misma ponderación independientemente del sector al que pertenezca el emisor objeto de análisis y evaluación. Es claro que algunos factores inciden de manera más directa que en otros en ciertos sectores, sin embargo, lo que se ha identificado es que más allá del tipo de negocio o actividad económica que desarrollo una compañía, su desempeño, posicionamiento y progreso depende de la manera como decida impactar su entorno, mercado y grupos de interés, mediante el desarrollo de una estrategia sostenible integral, que permita, no solo satisfacer las necesidades de las generaciones presentes sino también las futuras.

De acuerdo a lo anterior, el peso otorgado a cada categoría es:

E-cología Económica:	30%
E- cología social:	30%
E-cología de la vida cotidiana:	40%
Total:	100%

Por otra parte, existe una categoría adicional denominada “Desarrollo sectorial”, la cual hace referencia a esas propuestas, iniciativas y proyectos ejecutados por el emisor, que le apuntan a contribuir a esa sostenibilidad integral, desde el rol que desempeña en su sector y en el mercado en general. Es importante aclarar, que no necesariamente todos los emisores recibirán puntaje por esta categoría y por ello, se valora como algo adicional. Algunos ejemplos de desarrollos sectoriales son:

- ✓ *Sector financiero*: Iniciativas para promover la inclusión financiera y educación financiera.
- ✓ *Sector energía*: Proyectos orientados a la transición hacia una economía baja en carbono.
- ✓ *Sector industrial*: Iniciativas estructuradas con el fin de identificar y colocar recursos en proyectos verdes.
- ✓ *Sector bienes inmobiliarios*: Proyectos enfocados en identificar elementos que contribuyen a la mitigación del cambio climático dentro del ciclo de construcción e interacción entre proveedores, constructores y compradores.

Al momento de establecer si una situación/iniciativa o proyecto implementado por el emisor constituye un desarrollo sectorial, es necesario no confundirlo con los conceptos de *greenwashing* o *socialwashing*⁴. Frente a ello, PIMCO sugiere considerar dos preguntas: a) ¿los objetivos de ese “desarrollo sectorial” están alineados con la estrategia ASG de la empresa?
b) ¿Se evidencia un resultado positivo significativo?.

⁴ Greenwashing y socialwashing: Perversas prácticas de diversas empresas, a través de las cuales la responsabilidad medioambiental y social resulta ser más una promesa de marketing que un verdadero cumplimiento de estándares o un impacto positivo en el medio ambiente y/o sociedad.

La calificación otorgada a cada emisor será el resultado de la suma ponderada de todos los factores, en función de la materialidad de cada factor dentro de cada categoría (**E-cología Económica, E- cología social, E-cología de la vida cotidiana**), resultado que podrá ajustarse si se identifican desarrollos sectoriales.

c. Materialidad financiera

La materialidad se debe definir en función de cómo los factores de cada categoría impactan a la empresa, la sociedad y el medio ambiente, generando/ destruyendo valor o afectando/fortaleciendo la situación financiera del emisor. Al respecto la Superintendencia financiera, señala como un ejemplo de materialidad, “la implicación que el cambio climático ocasiona o puede ocasionar en el futuro en el desempeño financiero y operativo de una empresa” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2021).

Identificar la materialidad de cada categoría dentro del modelo, permite identificar, valorar y entender, tanto los riesgos como las oportunidades ASG de los emisores. Lo anterior, indica que las empresas “deben revelar no solo cómo los factores ASG pueden afectarlas, sino también cómo la empresa afecta a la sociedad y el medio ambiente. Esta es la llamada perspectiva de la doble materialidad”(Superintendencia Financiera de Colombia, 2021).

d. Categorización de los emisores

Anteriormente, se definieron las categorías, la ponderación otorgada a cada una de ellas dentro del modelo y finalmente el concepto de materialidad, el cual es el pilar a considerar al momento de otorgar el puntaje a cada emisor. Es decir, cada categoría tiene una serie de factores, cada uno de ellos debe ser evaluado de 5 a 1 de manera independiente; una calificación 5, indica que dicho factor puede impactar de manera material en la calificación crediticia del emisor, dado el riesgo que representa, mientras que una calificación de 1, significa que dicho factor no es relevante para la calificación crediticia, es decir, no afecta materialmente ese objetivo superior de sostenibilidad integral para el emisor.

Gráfica 18: Modelo de sostenibilidad integral- EEE

Categoría	Materialidad	Factor	Emisor	Referencia*
E-cología económica <i>Ambiental</i>	30%	GEI Emisiones y calidad del aire		
		Eficiencia energética		
		Gestión de residuos y materiales peligrosos		
		Mitigación huella de carbono		
		Movilidad sostenible		
E-cología <i>Social</i>	30%	Derechos humanos y relaciones con la comunidad		
		Bienestar del cliente		
		Relaciones laborales, bienestar y desarrollo de los empleados		
		Exposición a impactos sociales		
E-cología de la vida cotidiana <i>Gobierno</i>	40%	Estrategia corporativa		
		Estructura de gobierno		
		Cultura corporativa		
		Cambio climático		
		Política de inversión responsable		
	100%	VALOR EEE		

Desarrollo sectorial	<i>Espacio disponible para la descripción del desarrollo sectorial identificado.</i>
----------------------	--

*Referencia: Espacio para el registro de la fuente de información usada para la valoración del factor.

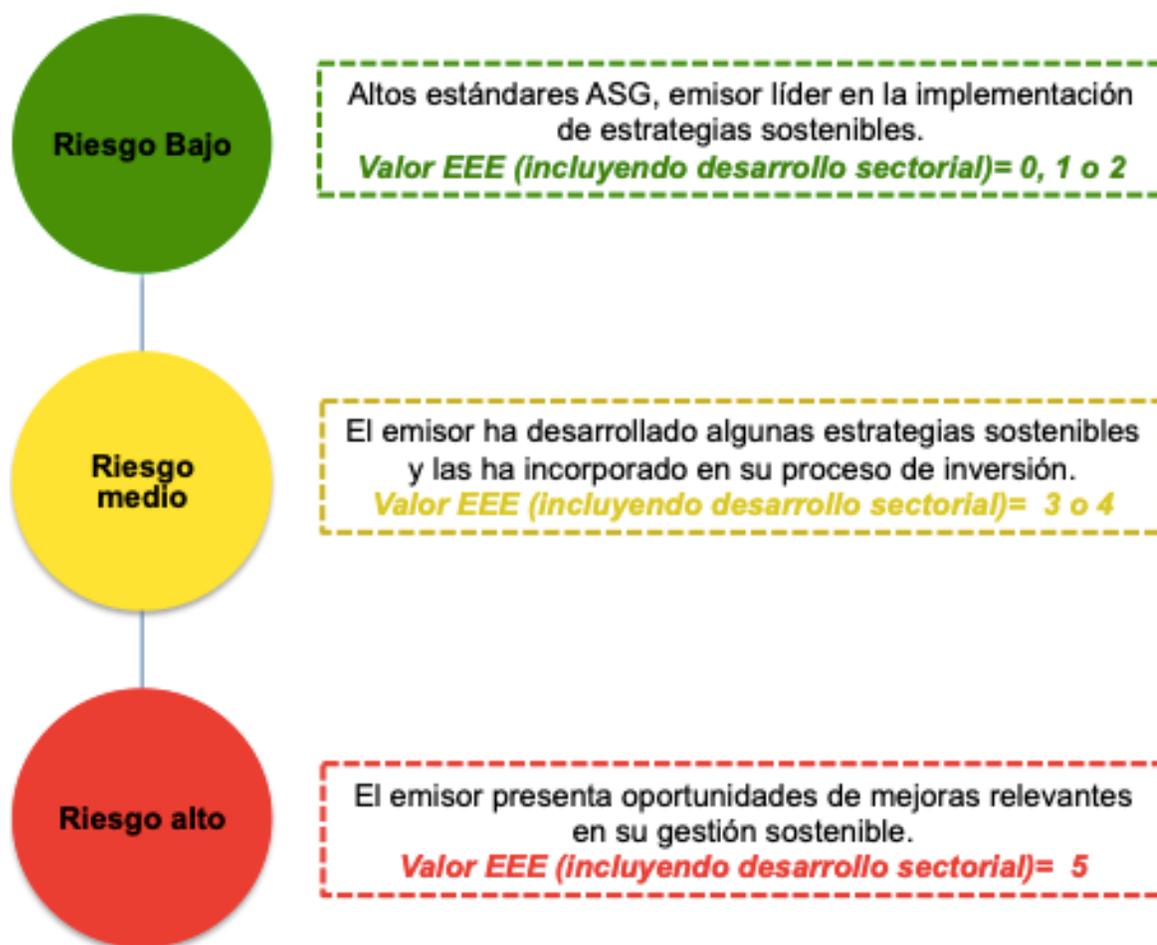
Fuente: Elaboración propia

Finalmente, una vez calificado cada factor, se pondera con el porcentaje de la categoría analizada y al final se suman, obteniendo un valor, denominada “*valor EEE*”. Dicho valor puede disminuir

si se identifica un desarrollo sectorial⁵, el cual también se califica con un 0 o 1; 1 significa que la iniciativa está desarrollada, implementada y se logra identificar fácilmente algún tipo de impacto, mientras que 0 si no se identifica un desarrollo sectorial. El puntaje otorgado se deberá restar al *valor EEE*. El resultado final, otorgará la siguiente categorización a los emisores:

Gráfica 19: Categorización Emisores

⁵ Desarrollo sectorial: Este concepto hace referencia a las iniciativas y proyectos desarrollados por el Emisor y que están orientados al fortalecimiento de unas prácticas responsables desde lo ambiental, social o de gobierno corporativo, que además sirven como referente en el sector económico al que pertenece, ya que promueven la competitividad, a través de un esquema de crecimiento sostenible en el largo plazo.



Fuente: Elaboración propia

2.3.2 Fuentes de la información

La principal fuente de información para la evaluación y calificación de los emisores es la información publicada por cada uno de ellos, a través de estados financieros, presentaciones a inversionistas, informes de sostenibilidad y de objetivos estratégicos. Así mismo, la relación directa que se pueda construir con las oficinas de atención a los inversionistas y equipos de análisis de calificadoras de riesgo, permitirá complementar el análisis de riesgo crediticio desde el punto ASG. En palabras de Fitch, “la participación directa del emisor agrega información

valiosa al proceso, pero el nivel, la calidad y la relevancia varían entre los emisores y pueden variar para cada emisor a lo largo del tiempo” (Fitch ratings, 2020).

Así mismo, informes de compañías pares, análisis tanto regulatorios como sectoriales, constituyen fuentes adicionales de información para llegar a la categorización ASG, a través del modelo antes presentado.

2.3.3 Seguimiento y actualización del modelo

Dada la minuciosidad requerida para la actualización del modelo, la necesidad de consultar diferentes fuentes y otorgar el puntaje a cada factor dentro de cada categoría, se sugiere que anualmente se realice el seguimiento y ajuste del mismo. No obstante, ante un evento puntual que pueda afectar la categorización otorgada a algún emisor, se podrá actualizar el puntaje asignado.

2.3.4 Implementación del modelo

A continuación se presenta la propuesta para la implementación e incorporación del modelo en la gestión de riesgo del portafolio de renta fija del Fondo Patrimonial de la Pontificia Universidad Javeriana.

Gráfica 20: Plan de trabajo para la implementación del modelo

Actividad	SOCIALIZACIÓN				INCORPORACIÓN	IMPLEMENTACIÓN				ACTUALIZACIÓN
	Junio		Julio		Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre		Diciembre
	14-21	21-30	1-16	28	1-31	1-24	1-31	1-20	30	1-11
Presentación y ajustes del modelo										
1. Presentación del modelo al Equipo de Inversiones										
2. Presentación del modelo al Comité Operativo										
3. Ajustes del modelo teniendo en cuenta las socializaciones previas										
4. Aprobación del modelo- Consejo Directivo										
Inclusión en la gestión de riesgo										
1. Revisión del proceso de gestión de riesgo del portafolio										
2. Inclusión del modelo en la gestión de riesgo										
3. Actualización de la política de riesgo										
Puesta en marcha										
1. Socialización del formato con Emisores										
2. Recolección de información: reuniones, informes, reportes										
3. Revisión y procesamiento de la información										
4. Actualización del modelo										
5. Presentar el resultado en el Comité de Riesgo para la aprobación de cupos										
Monitoreo y ajustes adicionales										
1. Definir mecanismos y herramientas para la generación de alertas ante una eventual actualización de la calificación del emisor										
2. Ajustes y actualización periódica del modelo: anual										

Fuente: Elaboración propia

3. CONCLUSIONES

El interés por incluir dentro de la gestión de portafolios de inversión los factores ASG es generalizado, ya que cada vez toma más relevancia a nivel mundial y hace parte de esas buenas prácticas que no solo valora el mercado en general, sino la misma sociedad. Como inversionistas,

es claro que mejora el perfil de rentabilidad ajustada al riesgo, de manera que sea sostenible en el largo plazo.

Adicionalmente, se evidencia que el análisis tradicional de los estados financieros de las empresas debe ser complementado por un riguroso proceso de evaluación, en el que toma importancia la integración de datos, información y percepciones sobre los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo, como aspectos intangibles que promueven el abandono del cortoplacismo, el involucramiento de los grupos de interés en la toma de decisiones y la construcción de un mercado y una sociedad más estable y sostenible.

De esta manera, el mercado actual exige la selección de activos en línea con las directrices estratégicas y política de inversión de cada entidad. Así mismo, demanda la incorporación de un análisis individual de los emisores y una categorización interna realizada por los inversionistas, que responda a ese requerimiento de trazabilidad sostenible en la gestión de portafolios.

Para abordar la evaluación de aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo, se encuentran disponibles diferentes metodologías que, a pesar de su base cualitativa, otorgan un rating a los emisores analizados, bajo unos parámetros y criterios definidos por la entidad que la ha desarrollado, orientados a la inclusión de elementos indispensables en la transformación sostenible.

En el caso de la Pontificia Universidad Javeriana, no solo su Equipo de Inversiones sino los demás órganos de gobierno corporativo, están comprometidos con el manejo ético del Endowment y la integración de los factores ASG en la gestión del portafolio de inversiones, pues

no solo está alineado con el marco estratégico definido, sino también en completa armonía con las directrices de la Encíclica del Papa Francisco- Laudato Sí.

Como lo menciona el Papa Francisco, “el desafío urgente de proteger nuestra casa común incluye la preocupación de unir a toda la familia humana en la búsqueda de un desarrollo sostenible e integral”. Es por ello que la Pontificia Universidad Javeriana viene incluyendo en su proceso de administración del portafolio, inversiones de tipo temáticas, a través de bonos sociales, verdes y sostenibles. Adicionalmente, ha implementado screening negativo para algunos sectores y su equipo ha incentivado una mejor gestión de riesgo ASG, mediante su participación en juntas directivas. No obstante, se plantea la necesidad de avanzar hacia la integración de factores ASG en el análisis financiero tradicional, que hoy en día realiza a los emisores y contrapartes, a través del modelo propuesto.

El modelo de sostenibilidad integral- EEE es un sistema de definición, medición y ponderación que genera una calificación a cada uno de los emisores del portafolio de inversiones de renta fija de la Pontificia Universidad Javeriana, permitiendo una gestión de inversión responsable más activa y respondiendo además a la pregunta de investigación planteada en este documento.

Aunque el modelo es un primer acercamiento a esa integración ASG en el proceso de análisis de riesgo de los emisores, constituye una herramienta útil y práctica que exige una revisión más integral no solo de las cifras financieras, sino de la manera como cada emisor toma sus decisiones y evalúa su impacto en sus grupos de interés. Así mismo, demanda trabajar más de cerca con las

entidades emisoras, con el objetivo de recopilar información, además de generar pequeños cambios en la gestión de sus instrumentos de deuda.

Es claro, que el reto radica en transformar esa información, datos, informes, apreciaciones, calificaciones de los emisores que al final, en su mayoría son aspectos subjetivos, en una calificación cuantitativa ASG, que brinde las herramientas necesarias para diferenciar un emisor de riesgo bajo, del de riesgo medio y alto, como lo sugiere el modelo en su categorización. No obstante, con el recorrido no solo teórico sino también práctico presentado en este documento, que recoge además las experiencias de otras entidades y los aprendizajes en torno a una metodología de integración ASG, es válido afirmar que el modelo propuesto involucra no solo aquellos aspectos más relevantes en una evaluación de este tipo, sino que éstos están alineados con los intereses particulares que ha definido la Universidad y que ha plasmado en su estrategia.

DEFINICIONES

A

Ambiental: Factor ASG que promueve la toma de decisiones teniendo en cuenta el impacto de las actividades de una empresa en el medio ambiente. Considera entre otros aspectos: uso de combustibles fósiles, consumo de energía y uso de energías alternativas, emisiones de efecto invernadero, uso del agua y manejo de residuos.

Asimetría de la información: Transacción en la que una de las partes, tiene más datos o mejor información sobre el bien/servicio que se va a intercambiar.

B

Bonos verdes: Tipo de inversión en renta fija emitida por bancos o empresas, cuyos recursos se destinan a la financiación o refinanciación de proyectos con bajas emisiones de carbono, eficientes energéticamente y con el tratamiento de agua adecuado, promoviendo el cuidado de los recursos escasos.

Bonos climáticos: Instrumento de renta fija orientado a invertir en proyectos sostenibles que ayuden a combatir el cambio climático.

Bonos sociales: Instrumento financiero destinado a financiar o refinanciar proyectos enfocados en solucionar o mitigar un determinado problema social, o conseguir resultados positivos para determinados grupos de población.

Bonos sostenibles: Instrumento de deuda cuyos recursos se utilizan para financiar proyectos con beneficios ambientales y sociales sincrónicamente, o una cartera de proyectos con una combinación de ambos.

Bonos SDG: Instrumento financiero en renta fija conocido como Bonos de Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), emitido por instituciones públicas o empresas privadas cuya finalidad es la financiación de proyectos sustentables.

Bloomberg: Compañía estadounidense dedicada a ofrecer servicios de asesoría financiera, software, data y media bursátil.

BVC: Por sus siglas, Bolsa de Valores de Colombia, es el operador líder de la infraestructura del mercado de capitales colombiano.

Calificadora de riesgo: Empresa que se dedica a asignar una calificación crediticia a los emisores de deuda, como Estados o empresas. Las tres agencias de calificación crediticia más reconocidas en el mundo son Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

CDP: Proyecto de divulgación de carbono, o CDP por sus siglas en inglés, una organización internacional sin fines de lucro con sede en el Reino Unido, Alemania y los Estados Unidos de América que ayuda a las empresas y ciudades a divulgar su impacto ambiental.

CFA Institute: Asociación global de profesionales de inversión. La organización ofrece las certificaciones y designaciones como Analista Financiero Certificado (o Chartered Financial Analyst en inglés), el Certificado de Medición del Rendimiento de Inversiones (o CIPM por sus siglas en inglés); así como el Certificado de Inversión Claritas.

Cisnes negros: Teoría desarrollada por el filósofo e investigador libanés Nassim Taleb, hace referencia a un acontecimiento inesperado e impredecible de gran impacto socioeconómico y que, sobre el que se pueda dar una explicación a posteriori.

Contribución Nacionalmente Determinada (CDN): (iNDC, por sus siglas en inglés), Colombia presenta ante la comunidad internacional los compromisos que el país adquiere en materia de cambio climático, en los temas de mitigación, adaptación y medios de implementación, para el año 2030.

Costos de agencia: “Destrucción de valor que se produce a nivel empresa, a consecuencia de la falta de alineación entre los intereses de los accionistas/propietarios de dicha empresa como tales y los de sus gerentes/agentes en su rol de administradores” (Martínez, 2006).

E

Encíclica del Papa Francisco – Laudato Sí: Carta solemne dirigida por el Papa a los obispos y fieles católicos de todo el mundo, “cuyo mensaje central va dirigido a la necesidad de cambiar urgentemente el sistema social, económico y político en que se desenvuelve el mundo, que es la real causa de lo otro” (Vaticano).

Endowment: Modelo de gestión de un capital blindado para el largo plazo, cuya administración busca garantizar la autosuficiencia y la solidaridad intergeneracional de una institución, constituyendo una fuente de financiación supletoria.

ESG Quant: “Estrategia de inversión creada por una firma de gestión de inversiones anglo-alemana. Implica inversiones cuantitativas de capital utilizando información ASG no financiera: datos ambientales, sociales y de gobernanza” (Capital.com).

G

Global Reporting Initiative-GRI: Iniciativa de Reporte Global es una “organización cuyo fin es impulsar la elaboración de memorias de sostenibilidad en todo tipo de organizaciones. GRI

produce un completo Marco para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad, cuyo uso está muy extendido en todo el mundo” (International Dynamic Advisors).

Gobierno corporativo: Factor ASG que estudia el impacto que tienen las decisiones que toman los accionistas y quienes administran las empresas, incluye además el manejo de conflictos de interés, código de ética, órganos de control, entre otros.

Greenwashing: Es un término en inglés “(«Green» significa «verde» + «washing» significa «lavado») utilizado para ver las malas prácticas que algunas empresas realizan cuando presentan un producto o cualquier propuesta como respetuoso ante el medio ambiente aunque en realidad, no lo sea” (OVACEN).

I

Inversión sostenible: Aquella que considera no solo la rentabilidad, sino que también involucra el impacto de los factores ASG, tanto para la gestión de riesgos como para la generación de retornos sostenibles en el tiempo.

M

MSCI ACWI: “Índice bursátil diseñado para rastrear el desempeño general del mercado de valores global. Mantenido por Morgan Stanley Capital International (MSCI), el índice está compuesto por las acciones de aproximadamente 3,000 empresas de 23 países desarrollados y 26 mercados emergentes (Investopedia).

MSCI: Morgan Stanley Capital International, por sus siglas en inglés. Firma proveedora de cerca de 100.000 índices diarios sobre acciones, bonos y hedge funds a nivel mundial.

P

PRI: Principios de Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés), es una organización global de inversores, respaldada por las Naciones Unidas, que promueve la implementación de seis principios que brindan orientación para la incorporación de factores ASG en la gestión de inversiones.

PUJ: Pontificia Universidad Javeriana es una entidad de educación superior fundada por la Compañía de Jesús en 1623, y reconocida legalmente en Colombia desde diciembre de 1933. La Javeriana, universidad privada y constituida como una entidad sin ánimo de lucro, tiene como fin específico, de acuerdo con sus estatutos, la “formación integral de las personas y la creación,

desarrollo, conservación y transmisión de la ciencia y de la cultura de manera que trascienda lo puramente informativo y técnico” (Pontificia Universidad Javeriana, 2002).

R

Renta Fija: Tipo de inversión de títulos negociables emitidos por empresas o gobiernos con el fin de conseguir financiación, por lo que garantizan la devolución del dinero en una fecha específica y el pago de un tipo de interés hasta ese momento.

RepRisk: Firma suiza especializada en ofrecer servicios de información ASG y soluciones cuantitativas.

Riesgo idiosincrático: Tipo de riesgo que afecta exclusivamente a un sector en concreto o a un tipo de activo específico, se puede mitigar a través de la diversificación.

Riesgo sistemático: Tipo de “riesgo no diversificable o de mercado que depende del propio mercado en el cual el activo financiero cotiza y por tanto no se puede reducir.

Es una parte del riesgo total de un activo financiero, el cual se descompone entre riesgo sistemático y riesgo no sistemático”. (Economipedia)

$$\text{Riesgo total} = \text{Riesgo sistemático} + \text{Riesgo no sistemático}$$

Riesgo de refinanciación: Posibilidad de que un prestatario no puede refinanciar por pedir prestado para pagar los existentes deuda(Copro, 2008).

S

SASB: Acrónimo para Sustainability Accounting Standards Board, es decir, es la Junta de Normas de Contabilidad de Sustentabilidad fundada en 2011 y cuyo objetivo es orientar a empresas a nivel mundial a identificar, manejar, y reportar temas de sostenibilidad.

Social: Factor ASG que considera el impacto que tienen en la comunidad las actividades desempeñadas por la compañía, en temas relacionados como: diversidad, derechos humanos, salud y bienestar de los empleados, promoción de equidad, lucha contra la pobreza, etc., minorías, promoción de la equidad, lucha contra la pobreza, entre otros.

Sostenibilidad: Se refiere a la armonía entre el desarrollo económico y el impacto positivo en la sociedad o el medio ambiente, lo que permite la creación de valor económico y socio ambiental en el largo plazo.

Sustainalytics: Compañía de “Morningstar, es una firma independiente líder en investigación, calificación y análisis de gobierno corporativo y ESG que apoya a inversionistas de todo el mundo con el desarrollo e implementación de estrategias de inversión responsable” (Sustainalytics).

O

ODS: Los Objetivos de Desarrollo Sostenible, también conocidos como Objetivos Mundiales, se adoptaron por todos los Estados Miembros de las Naciones Unidas en 2015, como un llamado universal para poner fin a la pobreza, proteger el planeta y garantizar que todas las personas gocen de paz y prosperidad para 2030 (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo).

BIBLIOGRAFÍA

- Advisors International Dynamic. (2015). Retrieved 20 de 09 de 2020 from Evaluación comparativa de desempeño en sostenibilidad corporativa: Evaluación RobecoSAM: <http://www.intedya.com/internacional/527/noticia-evaluacion-comparativa-de-desempeno-en-sostenibilidad-corporativa-evaluacion-robecosam-.html>
- Aguado Moralejo, I., E. Miguel, C., & Barrutia Legarrete, J. (2009). El desarrollo sostenible a lo largo de la historia del pensamiento económico. *Economía Mundial* (21), 87-110.
- Álvarez, J. L., Camacho, S., Maldonado, G., Trejo, C., Olgún, A., & Pérez, M. (2016). *Boletines: La investigación cualitativa*. Retrieved 11 de Abril de 2020 from <https://www.uaeh.edu.mx/scige/boletin/tlahuelilpan/n3/e2.html>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. (J. Brown, Ed.) *Financial Analyst Journal* , 74, 87-103.
- Anochie, K., & Struc, A. (2016). *Sustainable Investing: PIMCO's Enviromental, Social and Governance (ESG) Initiative*. PIMCO.
- Argandoña, A. (2009). *El bien común de la empresa y la teoría de la organización* . IESE Business School

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA. (2003). *Marco conceptual de la responsabilidad social corporativa*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

BlackRock. (n.d.). *Integración de criterios ESG*. Retrieved 12 de 06 de 2020 from <https://www.blackrock.com/es/themes/inversion-sostenible/integracion-esg#:~:text=Las%20variables%20ESG%20brindan%20percepciones,y%20a%20las%20futuras%20direcciones%20estrat%C3%A9gicas>.

Bowen, H. (1988). *The Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper & Row.

BVC, GRI. (2020). *Guía para la elaboración de informes ASG para Emisores en Colombia*. BVC, GRI, Bogotá.

Cáceres, D. N. (2015). *La creación del valor compartido: estrategia de sostenibilidad y desarrollo empresarial*. Universidad EAN.

Chiavenato, I. (1993). *Iniciación a la Organización y Técnica Comercial*. Mc Graw Hill

Coase, R. (1994). La naturaleza de la empresa. In L. Putterman, *La naturaleza económica de la empresa* (pp. 93-110). España: Alianza.

Copro. (2008). From Riesgo de refinanciación: https://copro.com.ar/Riesgo_de_refinanciacion.html

Desclee, Dynkin, & Polbennikov. (2015). *ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds*. Barclays.

Eccles, R., & M.Kastrapeli. (2017). *The Investing Enlightenment: How Principle and Pragmatism Can Create Sustainable Value through ESG*. State Street Corp.

Economipedia. (n.d.). Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-sistemático.html>

Fernández, P. d. (2015). *¿Por qué ser una empresa socialmente responsable?* Retrieved 1 de 12 de 2019 from *Empresa & Management*: <http://goo.gl/q1abPK>

Fitch ratings. (2020). *Metodología de calificación de finanzas corporativas*.

Fontrudona, J., & Sison, A. J. (2007). Hacia una teoría de la empresa basada en el bien común. *Empresa y Humanismo*, X, 65-92.

Francisco. (2015). *Encíclica Laudato SI*.

Franklin Templeton. (2020). *Estudio ESG: cómo los inversores institucionales adoptan la inversión responsable*. Retrieved 28 de 11 de 2020 from <https://global.beyondbullsandbears.com/2020/01/16/esg-study-how-institutional-investors-embrace-responsible-investing/>

Freeman, E. (2005). *La ética consiste en hacer cosas por los demás y por uno mismo*. Retrieved 1 de 12 de 2019 from *Compromiso Empresarial* : <https://www.compromisoempresarial.com/rsc/2005/09/edward-freeman-la-etica-consiste-en-hacer-cosas-por-los-demas-y-por-uno-mismo/>

Friedman, M. (Septiembre de 1970). The Social Responsibility of Business is to increase its profits. *The New York Times Magazine* .

Funds Society . (31 de 08 de 2020). *Generación de alfa mediante inversiones ESG: Schroders y Picet Asset Management presentan el caso*. Retrieved 26 de 09 de 2020 from https://www.fundssociety.com/es/noticias/mercados/generacion-de-alfa-mediante-inversiones-esg-schroders-y-pictet-asset-management-presentan-el-caso?utm_source=Funds+Society&utm_campaign=4db12cc1f2-EMAIL_CAMPAIGN_2020_08_31_04_50&utm_medium=email&utm_term=0_7b97e0a084-4db12cc1f2-303037436

García, I., Luis, R., & Gallego, I. (2011). Corporate Governance and Strategic Information on the Internet. *Accounting, Auditing and Accountability Journal* , 24, 471-501.

Global Reporting Initiative, GRI. (2006). *Guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad*. From Global Reporting Initiative: <https://www.globalreporting.org>

Godfrey, Merrill, & Hansen. (2009). The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis. *Strategic Management Journal* , 425-445.

Gómez Nieto, B., & Martínez Domínguez, R. (2015). Los valores éticos en la responsabilidad social corporativa. *Anagramas*.

- González, L., Wanumen, L., & Católico, D. (2014). Revelación de lineamientos sobre responsabilidad social en los códigos de buen gobierno de las empresas cotizadas en Colombia. *Cuadernos de Contabilidad*, 15, 599-624.
- Gregory, A., Tharyan, & Whittaker., J. (2014). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth. 4, 633-657.
- Grupo Sura. (2018). *Política marco de inversión responsable*. Gerencia de Responsabilidad Corporativa.
- Gupta, Melas, D., & Suryanarayanan, R. (2016). *Global Markets and Return Drivers: Analysis for the Ministry of Finance, Norway*. MSCI Research Insight.
- Harrison, M. (Abril de 2016). *CFA Institute*. Retrieved Marzo de 2020 from <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2016/04/27/integrating-esg-into-fixed-income-portfolios/>
- Hayat, U. (Noviembre de 2015). (U. Hayat, Producer) Retrieved Febrero de 2020 from <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2015/11/19/esg-education-bridging-the-gap-for-better-informed-investment-decisions/>
- Inderst, G., & Stewart, F. (2018). *Incorporating Enviromental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment*. World Bank Group.
- International Dynamic Advisors. (n.d.). *¿Qué es el Global Reporting Initiative (GRI)?* Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://www.intedya.com/internacional/282/noticia-que-es-el-global-reporting-initiative-gri.html>

Investopedia. (n.d.). Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://www.investopedia.com/terms/m/msci-acwi.asp>

Jensen, M. C., & Meckling, W. (1994). Teoría de la empresa: La gerencia: costes de agencia y estructura de la propiedad. In L. Putterman, *La naturaleza económica de la empresa* (pp. 261-286). España: Alianza.

J.P.Morgan. (2016). *ESG-Environmental, Social & Governance Investing* . Global Quantitative & Derivates Strategy . JPMorgan Chase & Co.

Kendall, J. (2018). *How to invest responsibly in Corporate Debt*. Retrieved 15 de Marzo de 2020 from Guidance and case studies for ESG Integration: Equities and Fixed Income: <https://www.unpri.org/download?ac=5962>

Martínez, C. J. (2006). *Costos de Agencia: de las finanzas a la política*. Universidad de Palermo.

Mayor, T. (2019). *¿Por qué las calificaciones ESG varían tanto (y qué puede hacer al respecto)?* From <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/why-esg-ratings-vary-so-widely-and-what-you-can-do-about-it>

MinAmbiente. *Contribución prevista y nacionalmente determinada (iNDC) de Colombia*.

MSCI. (2020). Retrieved 21 de 09 de 2020 from <https://www.msci.com/what-is-esg>

Sustainalytics. (2020). Retrieved 21 de 09 de 2020 from <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings/>

Munarriz, B. (1992). *Técnicas y métodos en Investigación cualitativa*. Universidad del País Vasco.

OVACEN . (n.d.). *¿Qué es Greenwashing y cómo funciona?* Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://ovacen.com/que-es-el-greenwashing-y-como-funciona/>

Pacto Global. (2018). *Pacto Global- Red Colombia*. Retrieved octubre de 2019 from <https://www.pactoglobal-colombia.org/pacto-global-colombia/que-es-pacto-global-colombia.html>

Philippe, G. (2019). Measuring the Contributions of SRI/ESG Investment Strategies. *Journal of Performance Measurement* , 24 (1), 8-18.

Pontificia Universidad Javeriana . (2021). Retrieved 02 de 04 de 2021 from Movilidad Javeriana : <https://www.javeriana.edu.co/dir-servicios-universitarios/movilidad-javeriana>

Pontificia Universidad Javeriana. (2020). *Javeriana Sostenible*. Retrieved 29 de 03 de 2021 from <https://www.javeriana.edu.co/universidad-sostenible>

Pontificia Universidad Javeriana. (2002). *Estatutos*. Pontificia Universidad Javeriana , Bogotá.

Pontificia Universidad Javeriana . (2020). *Política de inversión responsable* . Pontificia Universidad Javeriana , Bogotá.

Power, G. (Julio de 2018). *PIMCO: ESG-Investing and Fixed Income the next new normal*. From <https://www.pimco.es/ES-ES/INSIGHTS/VIEWPOINTS/ESG-INVESTING-AND-FIXED-INCOME-THE-NEXT-NEW-NORMAL/>

Principles for Responsible Investment. (2014). *Guía del PRI para Inversores en renta fija*. From <https://www.unpri.org/DOWNLOAD?AC=6310>

Principles for Responsible Investment. (2019). *Introducción a la inversión responsable: Renta Fija*.

Principles for Responsible Investment. (2016). *Guía práctica para integrar asuntos ASG en la inversión en renta variable*. From <https://www.unpri.org/download?ac=5891%20>

Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo . (n.d.). Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://www.undp.org/content/undp/es/home/sustainable-development-goals.html>

(n.d.). From <https://www.msci.com/documents/10199/03d6faef-2394-44e9-a119-4ca130909226>.

Rodríguez Fernández, J. M. (2008). Modelo Stakeholder y responsabilidad social: el gobierno corporativo global . *Dans Management* , 11 (2), 81-111.

SASB. (2020). Retrieved 21 de 09 de 2020 from <https://www.sasb.org/>

S&P Dow Jones Index. (2019). *Determinación de las puntuaciones ASG de S&P DJI Metodología*.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2021). *Divulgación de información de sostenibilidad o en ESG en Colombia* . Superintendencia Financiera de Colombia , Bogotá.

Sustainalytics. (n.d.). Retrieved 17 de 04 de 2021 from <https://www.sustainalytics.com>

Taylor, S., & Bodgan, R. (1992). *Introducción a los métodos cualitativos de investigación* . Barcelona: Paidós Básica.

Van Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B. (2015). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics* , 138, 525-533.

Vaticano. (n.d.). *CARTA ENCÍCLICA LAUDATO SI' DEL SANTO PADRE FRANCISCO SOBRE EL CUIDADO DE LA CASA COMÚ*. Retrieved 17 de 04 de 2021 from http://www.vatican.va/content/francesco/es/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html

Verheyden, T., Eccles, G. 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.

Zúñiga, R. G. (1995). Nuevas Teorías de la Empresa: Visión conjunta. *Ingeniería- Revista de la Universidad de Costa Rica* , 5 (2), 4.