



Universidad del Desarrollo
Facultad de Ingeniería

INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?

PAULINA MUSALEM FALAHA

PROFESOR GUÍA: HÉCTOR VALDÉS GONZÁLEZ, PhD

PROYECTO DE GRADO PRESENTADO A LA FACULTAD DE INGENIERÍA DE LA
UNIVERSIDAD DEL DESARROLLO PARA OPTAR AL GRADO ACADÉMICO DE
MAGÍSTER EN GESTIÓN DE LA SUSTENTABILIDAD

SANTIAGO – CHILE
2020



INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?

POR: PAULINA MUSALEM FALAHA

Proyecto de Grado presentado a la Comisión integrada por los profesores:

PROFESOR GUIA: Héctor Valdés González, PhD

PROFESOR INTEGRANTE 1: Lorenzo Reyes Bozo, PhD

PROFESOR INTEGRANTE 2: José Luis Salazar, PhD

Para completar las exigencias del Grado de Magíster en Gestión de la Sustentabilidad.

Enero 2020
Santiago, Chile

DECLARACIÓN DE ORIGINALIDAD

Por medio de la presente, declaro que el trabajo titulado: **INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?**, que presento a la Universidad del Desarrollo de Chile, es de mi autoría y no ha sido publicado previamente, ni está siendo considerado para publicación bajo otra filiación. En igual sentido, declaro que el trabajo de tesis y su contenido, son originales y que todos los datos y referencias a trabajos ya publicados con anterioridad han sido debidamente identificados, referenciados o citados en el documento, y que estas citas han sido incluidas en las referencias bibliográficas. Afirmo, asimismo, que los materiales presentados no se encuentran protegidos por derechos de autor; y en caso de que así lo estuvieran, me hago responsable de cualquier litigio o reclamo relacionado con la violación de derechos de propiedad intelectual, exonerando de toda responsabilidad a la Universidad del Desarrollo de Chile.

Finalmente, me comprometo a no someter este trabajo (o parte de este), a consideración en ninguna revista o congreso para publicación sin contar con la aprobación y haber pasado el debido proceso de revisión en Universidad del Desarrollo. En caso de que un artículo sea aprobado para su publicación, autorizo a la Universidad del Desarrollo a incluir dicho artículo en sus revistas, y a reproducirlo, editarlo, distribuirlo, exhibirlo y comunicarlo en el país y en el extranjero, por medios impresos, electrónicos, Internet o cualquier otro medio, para propósitos científicos y sin fines de lucro.

A handwritten signature in blue ink, reading "P. Musalem F", is written over a horizontal line. The signature is cursive and appears to be the name of the author.

Paulina Musalem Falaha

*Dedico este trabajo a mis amados hijos y marido
que me apoyaron en esta enriquecedora aventura,
a mi recordado padre que a pesar de no estar presente
siempre ha sido un ejemplo de perseverancia
y mi madre por su disposición a cuidar a mis hijos.*

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a Antonella Pellegrini y Veronique Beckaert por darme la oportunidad de integrarme al área de sostenibilidad de Enel e incentivarme a tomar este magister. A Antonella le quiero agradecer en forma especial, por creer en mí, desafiarme a ir más allá, cuestionarme las cosas y motivarme a ver las cosas en todas sus dimensiones, así como su guía y consejos para enfrentar los nuevos desafíos. También me gustaría agradecer a Rafael De La Haza, quién desde el principio me orientó y constantemente me ha apoyado y alentado a seguir en la senda de la sostenibilidad. Así mismo agradezco a mis colegas y en especial a Rodrigo Garrido por alentarme en esta aventura, a Javier Bolaños por su disponibilidad a responder cualquier pregunta que le formulara y compartir sus experiencias y conocimientos de mercados europeos. A Itziar Letzkus, le agradezco por ser una excepcional compañera en las entrevistas y un soporte incondicional para el desarrollo de este trabajo.

Así mismo quiero agradecer a todos los entrevistados por su disponibilidad para recibirnos y compartir su experiencia, así como a Eduardo Atehortua por su excelente disposición para comentar sobre el desarrollo del mercado financiero chileno en materia de sostenibilidad.

Además, quiero agradecer a los profesores por haberme entregado nuevas herramientas, miradas, conocimientos y elementos de análisis para una mirada más reflexiva, crítica y profunda que permita agregar valor en este tiempo de profundas transformaciones. En especial quiero agradecer a mi profesor guía, Héctor Valdés González, sobre todo por mostrarme que era posible aplicar el método inductivo y de que se puede avanzar sin tener todo claro desde el principio. Asimismo, agradezco tanto sus aportes, sugerencias, así como también su interés y participación activa en este proyecto. Debo destacar por encima de todo, su disponibilidad y paciencia al mostrarme otros puntos de vista que enriquecieron el desarrollo de esta tesis.

También estoy muy agradecida a mis compañeros, por su solidaridad, comprensión, experiencias aportadas y el sentido del humor, que definitivamente contribuyeron a que el magister fuera más entretenido y un buen espacio de discusión y análisis.

Finalmente agradezco a mi amada familia, que son la mayor alegría y motivación para desarrollar cualquier proyecto y seguir adelante. A mi marido, que me apoyó y alentó en todo momento, en especial en los de mayor carga laboral y estudiantil, tomando más responsabilidades y supliéndome en algunas. A mis hijos Ignacio e Isidora que con sus cortos añitos al principio no entendían que la mamá estudiara, pero con el tiempo lo fueron valorando, respetando los horarios de estudio, luchando con el sueño para esperar que llegara y a veces acompañándome mientras estudiaba y haciendo preguntas de los ramos e incluso aconsejando con su simpleza como enfrentar alguna situación que me complicara. A Catalina, la más pequeña de mis hijas le agradezco su continua alegría y sus sonrisas que disipan cualquier preocupación y es un ejemplo de lucha y superación continúa. A mi recordado padre que a pesar de no estar presente siempre ha sido un ejemplo de perseverancia y mi madre por su disposición a cuidar a mis hijos.

INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?

Paulina Musalem Falaha

Bajo la supervisión del Profesor Héctor Valdés-González en la Universidad del Desarrollo de Chile

Resumen

Este trabajo presenta un análisis del rol de la sostenibilidad en los modelos de decisiones de inversión en Chile. El objetivo de esta investigación es analizar las percepciones de cómo los inversionistas institucionales consideran la sostenibilidad en sus portafolios de inversión y los principales desafíos que ello conlleva. Para lograrlo se utiliza una aproximación cualitativa a partir de 23 entrevistas semi-estructuradas elegidas a través de un muestreo por conveniencia. Los datos muestran que el 79% de los entrevistados entiende la inversión sostenible como una integración de aspectos de sostenibilidad que consideran relevantes en el desempeño financiero, permitiendo identificar mejor los riesgos, coincidiendo el 82% de los entrevistados, que es necesario un mayor entendimiento y difusión para avanzar en la inversión sostenible. Respecto al grado de implementación sólo el 26% declara tenerlo formalmente integrado en tanto el 48% indica estar avanzando en su implementación, no existiendo una forma única de hacerlo. Dentro de las preocupaciones, destaca la validez de la estrategia, ya sea por su falta de efectividad o por que no sea aceptada por los clientes. En síntesis, es posible concluir, que en el mercado local está en etapas iniciales de incorporación de la sostenibilidad en sus decisiones de inversión, siendo necesario el trabajo colaborativo entre los diversos actores del ecosistema financiero a fin de avanzar en la difusión y comprensión de la inversión sostenible, definición de métricas y estándares financieramente materiales.

Palabras clave: Sostenibilidad, inversión responsable, modelos de inversión, materialidad, estrategia sostenible, creación de valor.

HIGHLIGHTS

INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?

Paulina Musalem Falaha

- Inversión sostenible integración de sostenibilidad en decisiones de inversión.
- Comprensión de prácticas de inversión sostenible, sus beneficios y desafíos.
- Percepción de principales inversionistas institucionales sobre inversión sostenible.
- Sostenibilidad proporciona información adicional relevante a los inversionistas institucionales.
- Métricas financieras materiales son claves para avanzar en inversión sostenible.

ÍNDICE GENERAL

1	INTRODUCCIÓN	10
1.1	MODELOS DE DECISIÓN DE INVERSIONISTAS LOCALES EN EL CONTEXTO ACTUAL DE NEGOCIOS	11
1.2	BREVE DISCUSIÓN DE LA LITERATURA	12
1.3	CONTRIBUCIÓN DEL TRABAJO	16
1.4	OBJETIVO GENERAL	17
1.4.1	<i>Objetivos específicos</i>	17
1.5	PROPUESTA METODOLÓGICA	17
1.6	ORGANIZACIÓN Y PRESENTACIÓN DE ESTE TRABAJO.....	21
2	INFORMACIÓN Y RESULTADOS	23
2.1	PROCEDIMIENTO DE RECOGIDA DE INFORMACIÓN.....	23
2.2	PROCESO DE RECOGIDA DE INFORMACIÓN.....	26
2.3	LOS DATOS RECOGIDOS	26
2.4	ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS DATOS	29
2.5	DISCUSIÓN DE RESULTADOS	37
2.6	ESTRATEGIAS DE EVIDENCIAS CIENTÍFICAS	44
3	ARTÍCULO.....	46
4	CONCLUSIONES GENERALES	66
4.1	PROPUESTA PARA TRABAJOS FUTUROS	67
5	REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	69
6	ANEXOS.....	72

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1: PREGUNTAS ENTREVISTA SEMI ESTRUCTURADA.....	¡ERROR! MARCADOR NO DEFINIDO.
TABLA 2: CATEGORÍAS DE INSTRUMENTO.....	25

1 INTRODUCCIÓN

El contexto actual global en que se desarrollan los negocios es muy dinámico y de alta complejidad, estando marcado por el cambio climático, mayor empoderamiento y conciencia social y la revolución tecnológica, factores que a su vez están interconectados con impactos económicos, sociales y ambientales. Una alternativa para los inversionistas de hacer frente a este nuevo entorno, es a través de la incorporación de información de sostenibilidad financieramente material en sus procesos de inversión, permitiendo al inversionista tener una mirada más holística de los riesgos y oportunidades (Blackrock Investment Institute, 2019).

A nivel de los mercados financieros globales, se observa un creciente interés de los inversionistas por incorporar aspectos de sostenibilidad en los procesos de decisión de inversión, habiendo crecido el monto de activos administrados bajo aspectos de sostenibilidad en un 34% en dos años (Global Sustainable Investment Alliance, 2018).

Siguiendo las tendencias de mercados financieros más desarrollados, en el mercado local se ha observado interés por parte de los inversionistas por aspectos de sostenibilidad, aumentando la discusión de este tema durante el último año. Lo anterior, se ha visto reflejado en el número de signatarios locales de los Principios para la Inversión Responsables (PRI, por sus siglas en inglés), iniciativa de inversionistas apoyada por las Naciones Unidas que busca promover la inversión responsable, que desde noviembre de 2018 a septiembre del 2019 aumentó en cinco los signatarios, totalizando siete a dicha fecha. (PRI, 2019).

Si bien, hay numerosos estudios de cómo los inversionistas de mercados desarrollados incorporan aspectos de sostenibilidad o ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) en sus decisiones y modelos de inversión, a nivel de mercados emergentes el conocimiento es limitado (Talan y Sharma, 2019).

Por otro lado, se observa que las compañías están adoptando diversas prácticas de sostenibilidad sobre todo con la mayor conciencia ambiental y social del último tiempo, surgiendo la necesidad de identificar las prácticas que agregan valor. Si una compañía identifica y adopta prácticas de sostenibilidad estratégicas puede lograr ventajas competitivas y a la vez lograr un mayor retorno creando valor en el largo plazo, lo que no ocurre en el caso que se adoptan prácticas de sostenibilidad estándares (Ioannou y Serafeim, 2019).

Entonces, para una empresa que ha adoptado un modelo de negocio sostenible, se hace necesario conocer a sus inversionistas y sus procesos de inversión de manera de transmitir adecuadamente la relación entre sus acciones de sostenibilidad y la rentabilidad del negocio, para facilitar la comprensión de cómo la sostenibilidad aporta valor financiero.

Con este objeto, se realiza este trabajo que tiene como finalidad analizar las percepciones de los inversionistas institucionales más relevantes del país respecto a la inversión sostenible.

1.1 Modelos de decisión de inversionistas locales en el contexto actual de negocios

Tal como se indica previamente, existe un creciente interés de los inversionistas institucionales extranjeros de integrar la sostenibilidad en sus portafolios de inversión. Sin embargo, se desconoce cuál es el grado de avance en la inversión sostenible de los inversionistas locales, si es que efectivamente están considerando aspectos de sostenibilidad de manera formal, cuáles son sus principales motivaciones para hacerlo y los desafíos que ello conlleva, así como también el proceso de toma de decisión y valorización de una empresa sostenible.

Si una compañía emisora de valores, como Enel Américas o Enel Chile, puede conocer, como los inversionistas locales evalúan e incorporan aspectos de sostenibilidad en sus análisis de inversión, pudiendo focalizar sus acciones de

mejora en ámbitos que ellos valoran, lo que permitía conseguir el apoyo de la alta dirección, creando más conciencia transversalmente en la importancia no sólo de adoptar la sostenibilidad como estrategia de negocios para crear valor financiero, sino que también en la necesidad de incorporarla en el trabajo diario. Luego esto nos invita al siguiente cuestionamiento: ¿Incorporan los institucionales locales, en especial los de Enel Américas y Enel Chile, aspectos de sostenibilidad o ESG en sus decisiones de inversión?

En este sentido, Enel Américas y Enel Chile como subsidiarias de Enel SpA, holding italiano de energía a nivel mundial, cuenta con políticas y directrices en materia de sostenibilidad, pero su implementación local y en cada filial de Enel Américas y Enel Chile se dificulta a veces por el menor desarrollo de dichos mercados y la falta de comprensión del impacto de tales acciones en los inversionistas minoritarios.

Dada dicha dificultad, es fundamental la planificación de la gestión de sostenibilidad a fin de incluir acciones que aporten valor financiero, las que deben ser reportadas de tal forma que mejore la percepción de los inversionistas de manera de ser reconocidos como líderes en sostenibilidad aumentando el valor económico de Enel Américas y Enel Chile.

1.2 Breve discusión de la literatura

Sostenibilidad y desarrollo sostenible son términos que por lo general se usan indistintamente y que invitan a diversos actores a acercar posturas permitiendo hablar al mismo tiempo de las necesidades de la sociedad, protección al medio ambiente y crecimiento económico. Si bien el concepto data de 1987 con la publicación del Informe Brundland, en el último tiempo ha tomado especial relevancia a nivel gubernamental y de privados. El compromiso de los 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS) al 2030, suscrito en 2015 por los 193 países miembros ha significado que no sólo los países adopten normas y políticas orientadas a su cumplimiento, sino que también el sector privado, en especial las

compañías, que se han visto presionadas por los distintos actores, gobiernos, ONGs, e inversionistas entre otros (Ioannou y Serafeim, 2019).

Rol de la empresa y creación de valor en el largo plazo

La responsabilidad de las compañías en el desarrollo social, ha evolucionado en el tiempo. Inicialmente, estuvo marcado por el capitalismo, evidenciado por la publicación del profesor Milton Friedman en el New York Times en 1970, que centraba la responsabilidad social de las compañías en contribuir a través de la generación de utilidades, haciendo posible la creación de empleos, pago de sueldos, realizar compras e inversiones y pago de impuestos (Porter y Kramer, 2011). Porter intentó cambiar esta visión, indicando que el propósito de las compañías debiera ser replanteado en torno al valor compartido, en que las compañías pueden “hacerlo bien haciendo el bien” dado que, al satisfacer las necesidades de otros interesados, se crea valor directamente para la empresa (Porter y Kramer, 2011). Estos conceptos fueron ratificados recientemente en la declaración de la Business Roundtable firmada por 181 CEOs de las principales compañías estadounidenses en que redefinen el propósito de las compañías y se comprometen a liderar a compañías que beneficien a todos sus grupos de interés: clientes, empleados, proveedores, comunidades y accionistas (Business Roundtable, 2019). Este cambio en el propósito, representa un hito importante redefiniendo las responsabilidades de las compañías, lo cual no es contrario a la obtención de utilidades, dado que las compañías con alto sentido del propósito compartido a todo nivel, tendrían un desempeño financiero anual entre un 5% a un 7% superior al mercado (Gartenberg y Serafeim, 2019).

El propósito de una compañía, da cuenta de su cultura y estrategia, bases de un desempeño financiero sostenible (Fink, 2019). La incorporación en la estrategia de aspectos de sostenibilidad materiales permite crear una ventaja competitiva y diferenciarse agregando valor en el largo plazo (Ioannou y Serafeim, 2019). Por ejemplo, al capacitar los trabajadores, elevar los estándares de salud y seguridad e

invertir en acciones que se reflejen en una mejor atención a los clientes, que mejoran el desempeño. En cambio, si hay problemas laborales, puede ser que dicha empresa enfrente una paralización de las operaciones con la consecuente pérdida de ingresos y daños de imagen. Así mismo, una demanda ambiental puede ser señal que en el futuro a una planta le revoquen su permiso para operar. Luego considerar sólo aspectos financieros ya no es suficiente, dado que la estimación de flujos futuros no estará considerando otros aspectos no financieros que condicionan los flujos y crean valor para una compañía en el largo plazo. La incorporación de estos aspectos significa conocer el negocio que se está evaluando, identificar los drivers de su cadena de valor de manera de tener una información más completa de los riesgos y oportunidades y lograr retornos adicionales (Blackrock Investment Institute, 2019).

Cambio en los paradigmas de evaluación de inversiones

Como resultado de esta mayor necesidad de conocer mejor el negocio de las compañías cuyos títulos se quiere incorporar al porfolio, los inversionistas están considerando aspectos de sostenibilidad o Ambientales, Sociales y Gobernanza (ESG por sus siglas en inglés) en sus evaluaciones. Ambos términos se usan indistintamente, ya que los aspectos de ESG corresponden a los tres pilares de la sostenibilidad (Przychodzen, Gómez-Bezares, Przychodzen y Larreina, 2016). Las inversiones que incluyen aspectos ESG son conocidas como inversión sostenible, aunque hay varias acepciones como inversión socialmente responsable, inversión ética, inversiones responsables, inversiones con impacto o inversión respaldada en ESG (Talan y Sharma, 2019). Para efectos de esta investigación nos referimos a todas ellas como inversión sostenible y se usará indistintamente el término sostenibilidad y sustentabilidad.

En una encuesta realizada a 300 administradores de fondos de inversión en Estados Unidos durante el 2018, el 75% indicó que actualmente ofrece alternativas de inversión sostenibles, subiendo un 10% respecto al 2016. Así mismo el 62% de los encuestados cree que es posible maximizar el valor de la inversión a la misma vez

que se invierte en forma sostenible. Finalmente, el 89% indica que destinará más recursos en los próximos 1-2 años para inversión sostenible (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019).

En su encuesta a 500 administradores de fondos a nivel mundial Allianz Global Investors, señala que los inversionistas están buscando que las administradoras de fondos eleven su experiencia de cliente, destacando el rol de la administradora de apoyar los objetivos y valores del inversionista con productos personalizados. Así mismo menciona que las administradoras de fondos tienen oportunidad de ayudar a los inversionistas a manejar los riesgos, prepararse para los cambios regulatorios que se anticipan a nivel mundial, y ayudarlos a comprender como funcionan las estrategias de inversión. (Global Sustainable Investment Alliance, 2018).

Según el informe 2018 Global Sustainable Investment Review, que analiza las inversiones en activos realizadas considerando aspectos ESG, además de los financieros, en Europa, Estados Unidos, Japón, Canadá y Australia/Nueva Zelanda, muestra que las inversiones en activos sustentables, aumentaron en un 34% entre de 2016 y 2018. Este crecimiento refleja la mayor conciencia del caso de negocio de la inversión sustentable, la que representa el 33% del total de los activos administrados en el 2018. (Global Sustainable Investment Alliance, 2018).

Inversión sostenible en Chile

A pesar del aumento en la inversión sostenible en las economías desarrolladas, su crecimiento ha sido lento en los países en vías de desarrollo (Talan y Sharma, 2019). Reflejo de ello, es que de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable (PRI), organización internacional apoyada por las Naciones Unidas que promueve que se incorporen aspectos ESG en los análisis de procesos de inversión, sólo 78 están en Sudamérica de un total de 2.600 signatarios, con siete signatarios en Chile de los cuales seis corresponden a administradores de fondos, a septiembre 2019 (PRI, 2019).

En julio del 2019, el Ministerio de Hacienda de Chile lanzó la mesa público-privada de Finanzas Verdes con el objeto de definir un marco de trabajo del mercado financiero chileno para gestionar los riesgos y oportunidades del cambio climático (Ministerio de Hacienda, 2019). Si bien está relacionado con la dimensión ambiental, el cambio climático tiene también impactos sociales y de gobernanza, afectando los resultados financieros de las compañías, que aceleraría la consideración de aspectos ESG por parte de los inversionistas institucionales que son parte de la mesa de trabajo.

Finalmente, y habiendo revisado las principales contribuciones que aportan o han aportado a la línea de trabajo de este proyecto, es posible indicar que existe una oportunidad de mejora de la estrategia de negocios y de sostenibilidad para una sociedad anónima como Enel Américas y Enel Chile, en el hecho de que no existe, claridad plena, ni información suficiente o certeza, respecto del grado de avance de la inversión sostenible en Chile, si la sostenibilidad es percibida como un factor que contribuye al valor a una empresa y si lo fuera, cómo los inversionistas incorporan aspectos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión y los principales desafíos que enfrentan. Lo que autoriza la siguiente como contribución para este proyecto de grado.

1.3 Contribución del trabajo

Luego de examinar las bases teóricas fundamentales de este trabajo, la principal motivación para realizar este estudio ha sido la falta de conocimiento respecto a cómo utilizan la información ESG los inversionistas locales, proponiendo un estudio cualitativo que permita analizar como los inversionistas institucionales locales incluyen aspectos ESG, en sus decisiones de inversión, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo. Lo anterior contribuye a la comprensión de las estrategias de inversión sostenible de los inversionistas locales, de manera que una compañía emisora de valores integre en su modelo de negocio aspectos ESG

materiales para la creación de valor, comunicando dichos aspectos de una mejor forma, atrayendo así a un tipo de inversionista que busca rendimiento de su inversión a largo plazo y valoran las acciones de sostenibilidad. De acuerdo a lo mencionado anteriormente, este trabajo considera los siguientes como objetivo general y objetivos específicos para este trabajo de tesis.

1.4 Objetivo general

Proponer un análisis de percepciones de cómo los inversionistas institucionales locales adoptan la sostenibilidad en sus decisiones de inversión y los desafíos que enfrentan al hacerlo.

1.4.1 Objetivos específicos

- Analizar desde fuentes de información relevantes, como bibliografías y artículos de corriente principal, las tendencias en mercados más desarrollados en relación a la inversión sostenible.
- Analizar percepciones de personas que forman parte de la industria financiera local acerca de la inversión sostenible, sus oportunidades y desafíos.
- Comparar los resultados del análisis de percepciones de los inversionistas locales con las tendencias en mercados más desarrollados.

1.5 Propuesta metodológica

Paradigma y Diseño: Se ha escogido la utilización de una metodología cualitativa, basada en entrevistas semiestructuradas (Valles, 2014), entendida como una actividad sistemática orientada a la comprensión en profundidad de la percepción de intervinientes frente al requerimiento de la comprensión de los mecanismos de integración de aspectos ESG en las decisiones de inversión.

Población sobre la que se efectuará el estudio: Se utilizó un muestreo por conveniencia a partir del universo de inversionistas institucionales de la base de datos de Enel Américas y Enel Chile, seleccionando a inversionistas con posiciones en ambas compañías. Para definir la muestra por conveniencia, se seleccionaron inversionistas institucionales con oficina en Chile que manejaban activos superiores a US\$ 1.000 millones y analistas del sell-side, (que venden servicios de inversión, por ejemplo, corredoras de bolsa y emiten recomendaciones de inversión).

Del total de los entrevistados el 9% correspondió al gerente general; 39% gerente de inversiones o de estudios, 17% portfolio manager; 22% analistas financieros y el 13% a responsable de ESG. En el 83% de las entrevistas estuvieron presentes al menos dos personas. El 53% de los entrevistados es de formación ingeniero comercial, el 43% ingeniero civil y el 4% de otra formación. Respecto a los años de experiencia, el promedio tenía de 11 años con mínimo de 1 año y un máximo de 25 años de experiencia, distribuido de la siguiente forma: un 4% tenía menos de 5 años de experiencia, el 39% entre 5 a 10 años, el 30% entre 11 a 15 años y el 26% más de 15 años de experiencia. La edad promedio de la muestra fue 36 años con una edad mínima de 24 años y la máxima de 50 años. Respecto a género, el 73% de entrevistados fueron hombres y el restante 27% mujeres.

Entorno: El estudio fue realizado en Chile a los inversionistas institucionales locales más relevantes de Enel Américas y Enel Chile, tanto por su participación accionaria en ambas compañías, así como su participación en el mercado financiero local. De la muestra de 23 entrevistados, el 52% correspondió a administradoras generales de fondos (AGFs), equivalente a 12 AGFs con una participación de mercado de AGFs estimada de 53% (cifras declaradas por entrevistados); 26% a administradoras de fondos de pensiones (AFPs), equivalente a 6 con el 100% del mercado de las AFPs (cifras declaradas por entrevistados); 13% a compañías de seguro de vida, equivalente a 3 compañías con un 30% estimado de participación de mercado (cifras declaradas por entrevistados) y 9% por analistas sell-side. Las administradoras

generales de fondos, las administradoras de fondos de pensión y las compañías de seguros son actores que toman decisiones de inversión de los activos administrados, en tanto que los analistas sell-side no toman decisiones de inversión, pero si emiten recomendaciones de inversión. De las 23 entrevistas, 21 se realizaron a representantes de fondos generales, pensiones y compañías de seguro, que representan aproximadamente el 69% de los activos financieros del país excluidos los bancos e invierten, ya sea en el mercado local o extranjero, en instrumentos de renta fija o renta variable, de acuerdo a lo declarado por los entrevistados.

Intervenciones: Para las entrevistas se utilizaron dos tipos de instrumentos para recoger los datos: una grabadora de voz y un documento escrito por los propios participantes siguiendo las preguntas abiertas que guiaban la discusión (Valles, 2014). Las preguntas formulas en las entrevistas fueron las siguientes, en donde organización se adaptó según el tipo de inversionista entrevistado (administradora de fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros o sell-side).

Etapa 1: Caracterización del presente y comprensión de la realidad

- ¿Qué entiende usted por la inversión sostenible?
- ¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?
- En la práctica, ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?
- ¿Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?

Etapa 2: Propuestas de alto impacto

- ¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?
- ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo con alto impacto para avanzar en la inversión sostenible?
- Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así

como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?

Etapas 3: Alertas sobre las transformaciones

- ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar en la inversión sostenible en su organización?
- ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?
- ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?
- ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?
- ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?

Simultáneamente el investigador llevó un diario de campo donde registró información y las percepciones de cada una de las entrevistas realizadas presencialmente.

Métodos de verificación y validación del instrumento: el instrumento fue analizado y validado por tres expertos independientes chilenos, quienes sugirieron los ajustes y aproximaciones para que fuese consistente con el diseño de la investigación. Con el objetivo de validar la información obtenida en las entrevistas, éstas fueron analizadas por diversos profesionales ad-hoc, incluyendo profesionales del área de finanzas sostenibles, Relaciones con Inversionistas de Enel, recibiendo positivo feedback de la contribución del estudio. El juicio de estos expertos es un método efectivo en la verificación del instrumento de esta tesis, debido a que se define como “una opinión informada de personas con trayectoria en el tema, que son reconocidas por otros como expertos cualificados en éste, y que pueden dar información, evidencia, juicios y valoraciones”. (Escobar-Pérez y Cuervo-Martínez, 2008)

Plan de análisis de los datos: se definieron categorías claves para las respuestas a las entrevistas en forma inductiva a fin de agrupar y analizar la información tanto cualitativa como cuantitativamente. El análisis cualitativo se realizó en base al análisis de los contenidos de las 23 entrevistas, realizándose un análisis de frecuencia para facilitar el análisis descriptivo. A partir de estos análisis se propone una conceptualización de cómo los inversionistas en Chile integran los aspectos ESG en sus evaluaciones. (Casas, Repullo, y Donado, 2003).

Ética: Se procuró la participación informada y voluntaria de los actores del estudio; se tomaron medidas para garantizar la confidencialidad de la información y validarla con los propios interesados. No se intentó, ni implícita ni explícitamente, influir en las respuestas, ni cambiar sus características individuales, se respetó la libertad de participar o no sin presión, ni ofrecimiento de beneficio para ser parte de la investigación.

1.6 Organización y presentación de este trabajo

Este trabajo de grado posee cuatro capítulos principales y se organiza como sigue:

Capítulo 1: Presenta el marco conceptual del proyecto, contextualizándolo, proponiendo objetivos y discutiendo desde la literatura la pertinencia del foco de la investigación, su contribución, y presentando a su vez un marco metodológico para su desarrollo e implementación.

Capítulo 2: Asociado a recogida de información, modelos y datos. También explicita resultados.

Capítulo 3: El proyecto de grado, se presenta en formato resumido en un artículo académico que se estructura de la siguiente manera:

1. Título
2. Resumen
3. Introducción
4. Metodología

5. Resultados
 - a. Análisis de datos recogidos
 - b. Discusión de resultados
 - c. Estrategias de evidencias científicas
6. Conclusiones
7. Referencias

Capítulo 4: Finalmente las conclusiones generales derivadas de este trabajo, y una dirección para la investigación futura, la cual considera aquellas preguntas no contestadas durante el desarrollo de este trabajo, se presentan en este capítulo.

Referencias generales

Anexos

2 INFORMACIÓN Y RESULTADOS

Para abordar este trabajo de investigación se ha optado por una aproximación cualitativa, que permite considerar la siguiente estructura para la presentación de la información y sus análisis:

2.1 Procedimiento de recogida de información

Esta investigación analiza las motivaciones, estrategias y la forma en que inversionistas institucionales locales integran los aspectos de sostenibilidad en sus análisis y procesos de inversión. Por tal motivo, se llevaron a cabo en el año 2019 entrevistas con preguntas abiertas, esto con la finalidad de recoger información para su posterior análisis. En particular se solicitó responder preguntas explicando sus ideas con sus palabras. El método utilizado en este estudio es de carácter descriptivo, dado que se miden y recolecta información de diferentes aspectos o dimensiones del elemento en investigación.

Fechas en que se recogieron los datos:

La validación del instrumento se realizó mediante tres entrevistas sostenidas el 10, 17 de mayo y el 6 de junio de 2019. Por su parte, las 23 entrevistas con los inversionistas institucionales locales se iniciaron el 31 de julio de 2019 finalizándose el 11 de septiembre de 2019.

Coherencia con lo planificado:

La pauta de entrevista presentada inicialmente, debió ser modificada parcialmente en todas sus etapas, dado que durante su piloteo se detectó la necesidad de simplificar y hacer preguntas más precisas, encontrándose un mayor dominio del tema que el inicialmente previsto. Se aplicó el mismo instrumento a todos los entrevistados. Por otro lado, inicialmente la entrevista se

iba a aplicar a 25 profesionales, pero dos de ellas no se pudieron realizar por su falta de disponibilidad en el periodo planificado.

Fortalezas y debilidades del proceso:

Fortalezas:

- Consentimiento informado, y con transparencia
- Proceso ético
- Permitió dar respuesta a la pregunta de investigación
- Durante el año, el tema cobró relevancia entre los entrevistados, despertando interés por participar especialmente por ser el primer estudio realizado por una compañía.

Las debilidades propias de la investigación de contexto se circunscriben a:

- La muestra debe ser mayor, incluir además otros actores tanto locales como extranjeros para generalizar resultados.
- Repetir entrevistas cuando el mercado local esté más avanzado en la implementación de la inversión sostenible para recoger información más exacta y detallada.
- Analizar la implementación de otros instrumentos como encuestas, y/o métodos matemáticos-estadísticos

Población y muestras

Tal como se planteó en el marco metodológico, en la sección de población sobre la que se efectuará el estudio, se utilizó una muestra no probabilística o por conveniencia, seleccionándose a profesionales dentro del mercado financiero local que se estimó que pudieran tener mayor interés en la inversión sostenible y disponibilidad durante el periodo en que se realizaron las entrevistas.

Instrumento

Como se mencionó anteriormente, se utilizó un cuestionario para recoger información acerca de la inversión sostenible en Chile, durante una entrevista semi estructurada. Dicho instrumento constó de doce preguntas abiertas, tal como se muestra en la tabla siguiente.

Tabla 1: Preguntas Entrevista Semi Estructurada

1. ¿ Qué entiende usted por inversión sostenible?
2. ¿ De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?
3. En la práctica, ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?
4. ¿ Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes
5. ¿ Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?
6. ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo con alto impacto para avanzar en la inversión sostenible?
7. Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?
8. ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar la inversión sostenible en su organización?
9. ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?
10. ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?
11. ¿ Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?
12. ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?

Este cuestionario se aplicó como elemento de consulta durante las entrevistas personales realizadas, previo consentimiento informado. A partir de dicha instancia se genera un espacio de conversación en relación a la inversión sostenible, cómo se lleva a cabo así como los principales desafíos y oportunidades.

2.2 Proceso de recogida de información

Como se ha indicado anteriormente, se aplicó un instrumento basado en una entrevista semi-estructurada, a través de un cuestionario de respuestas abiertas las que han permitido agrupar las respuestas por categorías claves, concentrando la información para analizarla posteriormente de forma cualitativa.

2.3 Los datos recogidos

Los datos recogidos se agruparon por categorías claves, tal como se muestra en la siguiente tabla, en donde organización se adaptó según el tipo de inversionista entrevistado.

Tabla 2: Categorías de Instrumento

Ítems	Categorías
N°1 ¿Qué entiende usted por inversión sostenible?	Integración de aspectos ESG en los modelos de evaluación financieros
	Inversión filtrando por aspectos ESG
	Inversión con impacto
	Otro (definir)
N°2 ¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?	Oportunidad: Identificar mejor los riesgos/oportunidades
	Oportunidad: Cumplir con el deber fiduciario
	Oportunidad: Acceder a clientes que lo valoran
	Problema: Sacrificar rentabilidad
	Problema: Falta de información, metodología estandarizada

	Problema: Falta de conocimiento/entendimiento
	Otro (definir)
N°3 En la práctica, ¿ cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?	Implementado formalmente
	En etapa de implementación sin claridad en la cómo se implementará
	En estudio para decidir si se adopta
	Sin implementación y tampoco se está estudiando
N°4 ¿ Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?	Los clientes solicitan invertir considerando aspectos ESG o preguntan por políticas de inversión sostenible
	A los clientes no solicitan productos ESG
	Otro (definir)
N°5 ¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?	Avanzar en entendimiento/ difusión/discusión para la incorporación de aspectos ESG internamente
	Contar con políticas de inversión sostenible
	A solicitud del regulador
	Otro (definir)
N°6 ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo con alto impacto para avanzar en la inversión sostenible?	Cambios regulatorios para que las administradoras adopten la inversión sostenible
	Contar con un estándar único de evaluación de aspectos ESG, con un consenso de aspectos más importantes y su peso relativo
	Mejorar sus propias políticas y procedimientos de inversión sostenible
	Crear más conciencia a todo nivel
	No; he reflexionado/ No tengo
	Otro (definir)
N°7 Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que	Sería un buen punto de partida
	No le ve valor
	Otro (definir)

enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?	
Nº8 ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar la inversión sostenible en su organización?	Costo de formar y mantener equipo especializado, incluyendo tiempo y costo de recolectar información ESG
	Costo de oportunidad de inversiones
	Otro (definir)
Nº9 ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?	Desviación respecto al promedio de la industria en el corto plazo
	No veo riesgo/amenaza
	Otro (definir)
Nº10 ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?	El que los clientes lo solicitan facilitan la implementación
	Facilitaría que compañías publiquen información ESG estándar común
	Facilita Compromiso de la alta dirección
	Otro (definir)
Nº11 ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?	Desarrollar un plan de trabajo definido comprometido con la alta dirección
	Difusión/formación
	Contar con información ESG estandarizada de los emisores
	Otro (definir)
Nº12 ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?	Que no sea valorada por los clientes
	Falta de información confiable de los emisores
	Modelo para incorporar ESG adecuadamente
	Validez de la estrategia (que no sea solo marketing)
	Rentabilidad de la estrategia de inversión sostenible
	Otro (definir)

2.4 Análisis e interpretación de los datos

Para analizar e interpretar los datos recogidos, estos se analizan según cada ítem de las categorías claves.

Ítem 1: ¿Qué entiende usted por inversión sostenible?

Al revisar los resultados globales de la primera pregunta encontramos que en el mercado financiero local ya maneja el concepto de inversión sostenible evidenciado por que un 79% la entiende como la integración de aspectos ESG, en tanto que el 13% la entiende como un mecanismo para filtrar inversiones, es decir como un criterio para seleccionar en cuales invertir y solo el 8% señala no saber.

Dentro de la categoría que entiende la inversión sostenible como la integración de aspectos ESG, se señala que “integrar aspectos ESG permite considerar nuevas dimensiones, ver más caras de una misma moneda y no implica excluir inversiones sino evaluarlas mejor considerando ESG como un factor más” (Entrevistado N°22, 38 años). Por su parte, dentro de los que visualizan la inversión sostenible como filtro señalan que “analizamos todas las empresas, las que sí cumplen ciertos requisitos se puede invertir en ellas, por ejemplo, excluimos en el sector utilities a las empresas en que el 30% o más de sus ingresos provienen del uso o la explotación del carbón” (Entrevistado N° 11, 43 años).

Ítem 2: ¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?

En el análisis global de esta respuesta el 82% de los entrevistados señala que la oportunidad de la inversión sostenible radica en que permite identificar mejor las oportunidades de inversión y sus riesgos, en tanto que el 9% señala que permite acceder a clientes que lo valoran y el 9% indica que cumplir con el deber fiduciario.

Dentro de los entrevistados que ven a la inversión sostenible como forma de identificar mejor las oportunidades y riesgos de una inversión destaca que “al considerar más factores hacemos un análisis más exhaustivo y podemos identificar de mejor forma oportunidades de inversión y riesgo, por ejemplo una acción con el enfoque tradicional puede dar que, está barata dado el descuento exigido, pero al analizarla considerando aspectos ESG, vemos que el upside no es capturable, dado que requiere un cambio de políticas o mejores prácticas para que se concrete” (Encuestado N°7, 33 años). En tanto que la segunda categoría que la ven como una oportunidad de atraer clientes destaca, “nos permitirá diferenciarnos para atraer clientes que lo valoren, sobre todo si adoptamos la inversión sostenible primero y lo usamos como un elemento diferenciador” (Entrevistado N°4; 40 años). Por su parte en la tercera categoría relacionada con el deber fiduciario, es importante destacar “nuestra primera obligación es con nuestros clientes y nuestro compromiso de tomar las decisiones que vayan en su beneficio y esa es la oportunidad de la inversión sostenible” (Entrevistado N°18, 30 años).

Del análisis global de la problemática el 52%, señala la falta de una metodología estandarizada, un 30% sacrificio de rentabilidad en el corto plazo y un 17% la falta de conocimiento.

Dentro de los entrevistados las respuestas más representativas de cada categoría son: “falta de disclosure: debiera haber un estándar como IFRS” (Entrevistado N° 7, 33 años); “Resistencia del portfolio manager ya que lo evalúan en el corto plazo y estos resultados se ven en el largo plazo” (Entrevistado N°4, 40 años); “El problema es el bajo nivel de información. En inversiones, la gente que trabaja la mayoría viene del mundo más “científico” que hace que los temas más subjetivos como la sostenibilidad cueste llevarlo a algo más objetivo “(Entrevistado N° 23, 29 años).

Ítem 3: En la práctica ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su administradora de fondos?

Del análisis de esta pregunta, el 26% señala tener procesos de inversión sostenible implementados formalmente en todos sus activos, de los cuales el 83% lo ha implementado a través de un modelo matemático y un 17% en forma cualitativa. De este grupo que declara tener implementada la inversión sostenible, el 67% corresponde a administradoras generales de fondos y un 33% por administradoras de fondos de pensiones. Así mismo de este grupo, el 83% forma parte de holdings de inversiones extranjeros y el 17% corresponde a una administradora de origen chileno, pero con oficina en mercados más desarrollados.

Por su parte, el 48% indica que está en etapa de implementación formal de la inversión sostenible en toda su cartera, aunque no tiene claro cómo lo formalizará y lo anticipa implementar antes de tres años. En dicha categoría el 55% forma parte de holding extranjeros y el restante 45% es parte de holdings chilenos.

El 22% restante declara que no está viendo el tema actualmente. En este segmento está compuesto, por el sell-side y una compañía de seguros de capitales chilenos.

Un 4% señala que está estudiando si lo adopta.

Dentro de los entrevistados que han implementado la inversión sostenible formalmente destaca “nosotros tenemos un modelo formal que se traduce en un informe ESG con rating y posición respecto a sus peers y además se analiza cómo la matriz de inversión se ve afectada por los aspectos ESG. Los aspectos ESG son una variable más de análisis en todas nuestras evaluaciones de renta fija y renta variable” (Entrevistado N° 1, 31 años). Otro de los entrevistados, el único que lo tiene implementado en forma cualitativa indica “la inversión

sostenible está implícita en nuestro proceso de inversión, lo vemos como un todo y no hay un puntaje separado por ESG. Adicionalmente realizamos un análisis cualitativo, sin puntajes en el que comparamos los pares y exigimos más o menos retorno” (Entrevistado N°14, 37 años). Dentro de los que está en implementación, uno de los entrevistado que representa a la categoría indica “estamos revisando bibliografía y reuniéndonos con actores extranjeros que están más avanzados para ver como lo hacen ellos. También nos hemos juntados con proveedores de información ESG a la vez que revisamos diversas metodologías. Esperamos formalizar nuestro propio cuestionario y me imagino que se traducirá en una especie de puntaje que indicará la tasa de descuento o la exposición a los emisores” (Entrevistado N°18, 38 años). En la categoría que no lo está viendo destaca “nosotros no tomamos decisiones de inversión, sólo hacemos recomendaciones de inversión en base al análisis fundamental de la empresa” (Entrevistado N°8, 50 años) o “a nuestros clientes solo le interesa la rentabilidad en el momento que contrata el producto” (Entrevistado N° 10, 28 años).

Ítem 4: ¿Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?

Del análisis global de las preguntas el 61% declara que los clientes no solicitan productos de inversión sostenible en sus portfolios, el 35% lo solicita o pregunta por políticas de inversión sostenible y el 4% indica que no sabe si los clientes lo solicitan.

Dentro de la categoría que indica que los clientes no solicitan productos de inversión sostenible, uno de los entrevistados indica “Desde el punto de vista de los clientes les encanta, pero no saben lo que es. Si tú le preguntas prefieres una inversión sustentable, responde por supuesto ¿aunque rente menos” “No sé” (Entrevistado N°2, 37 años). Dentro del 35% que señala que los clientes exigen o preguntan por inversión sostenible uno de los entrevistados indica “Nuestros clientes extranjeros lo están solicitando especialmente los

Europeos, incluso envían pautas de inversión sostenible. Tenemos otros clientes locales que nos están mandando cuestionarios de due diligence, hace tres años nadie preguntaba por eso” (Entrevistado N°11, 43 años).

Ítem 5: ¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?

De los resultados globales de esta pregunta el 82% coincide que para avanzar en la inversión sostenible es necesario un mayor entendimiento, difusión y discusión de forma de poder incorporar aspectos ESG en los modelos de inversión, el 9% indica contar con políticas de inversión sostenible formales, en tanto que el restante 9% indica que el regulador lo debiera exigir.

Esta mayor necesidad de conocimiento manifestada por la mayoría de los entrevistados es bien reflejada en “estamos aprendiendo del tema, que tampoco está resuelto a nivel global por lo que mayor difusión y discusión tanto al interior de la administradora como a nivel de los analistas y la administración nos permitirá avanzar ponernos de acuerdo en lo material y en formas de valorización” (Entrevistado N° 13, 36 años). Respecto a la categoría que indica que contar con políticas de inversión formales “con la implementación de la política de inversión por parte del Directorio, hay que ver las políticas que a nivel de comité se dan para avanzar en la inversión sostenible” (Entrevistado N°6, 34 años). Por su parte dentro de los que señalan que se requiere regulación “incentivar a los fondos de pensiones a invertir con retorno ajustado por riesgos ciertamente crearía mercado” (Entrevistado N°3, 35 años).

Ítem 6: ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo y alto impacto para fomentar a la inversión sostenible?

De los resultados globales se observan diversas propuestas en que el mejorar los propias políticas y procesos agrupa al 43%, crear más conciencia a todo

nivel el 26%, contar con un estándar único de evaluación ESG el 9%, cambios regulatorios que lo exijan el 9%, en tanto que el 13% restante indica que no lo ha reflexionado.

Dentro de las respuestas por categoría destacan para la primera: “tomar la decisión de avanzar ya sea mejorando las políticas, metodologías e incorporándola a más productos, todo lo que hagamos aporta” (Entrevistado N°20; edad 42 años), para la segunda: “ hay que trabajar con los analistas financieros ya que al sólo buscar rentabilidad los aspectos ESG dejan de ser importantes (Entrevistado N°21; 30 años), para la tercera “ armar un marco estructurado” (Entrevistado N° 11, 39 años) y para el cuarto “nosotros tenemos muchas restricciones, no podemos cambiar de un día para otro, sería más aceptado si la regulación lo considerara en la rentabilidad mínima”(Entrevistado N° 5; 39 años).

Ítem 7: Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?

El 100% de los entrevistados coincide que conocer los resultados será muy útil para saber el estado de la inversión sostenible en Chile. “Nos ayudaría mucho porque por un lado nos servirá para ver donde estamos respecto al resto de la industria y si el resultado es que nos estamos quedando atrás, tenemos que ponernos al día y nos guiará a ver dónde mover las cosas para adaptarnos” (Entrevistado N°15; 49 años).

Ítem 8: ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar la inversión sostenible en su organización?

Del análisis global de resultados el 91% señala como principal costo el de formar y mantener equipo especializado, incluyendo tiempo y costo de

recolectar información ESG, en tanto que el 9% menciona el costo de oportunidad al sacrificar rentabilidad de corto plazo.

En la primera categoría se destaca “hay muchos costos para desarrollar capacidades, cambiar la mentalidad de los analistas, analizar incluyendo aspectos ESG consume tiempo y recursos y eventualmente habría que contratar servicios de información adicionales” (Entrevistado N°12; 31 años). En referencia a la segunda categoría “el costo de oportunidad respecto al índice de referencia, por ejemplo, si el IPSA renta el 10% y tu cartera 8%, el cliente va a preguntar por qué te fuiste sólo por temas de sostenibilidad. El cliente final lo tiene que valorar para que puedas invertir de esta forma” (Entrevistado N°14; 37 años).

Ítem 9: ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?

Del análisis de las respuestas globales el 56% señala como riesgo la desviación respecto a la rentabilidad promedio de la industria; el 35% indica que no ve riesgos y el 9% señala otros riesgos.

Respecto al riesgo de desviación de la rentabilidad, “si nosotros tenemos una política de inversión sostenible y los otros no, esto podría provocar una diferenciación y no participar en el corto plazo en oportunidades de inversión por temas ESG” (Entrevistado N°9, 32 años). Los que indican que no ven riesgos son bien representados por “el objeto de avanzar en la inversión sostenible es precisamente evitar riesgos” (Entrevistado N°4, 40 años). Respecto a la categoría otros el riesgo estaría en “Declararse ESG y equivocarse en la evaluación dado que pasa algo malo con empresa” (Entrevistado N°21, 30 años).

Ítem 10: ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?

Al analizar las respuestas, el 44% considera que las compañías publiquen más información ESG con un estándar común, el 30% que la Alta Dirección lo solicite y el 26% que los clientes lo demanden.

Dentro de las respuestas de cada categoría las más representativas son: “Facilitaría que las empresas sean más proactivas y publiquen información estandarizada abordando los temas desde una perspectiva de negocios, teniendo discusiones de los temas financieramente materiales.” (Entrevistado N°12, 31 años). “El compromiso de avanzar de la alta dirección facilitaría ya que es parte de una transformación estratégica” (Entrevistado N°23, 29 años). “Tendríamos que percibir mayor demanda con eso bastaría para tener inversión sostenible” (Entrevistado N° 15, 49 años).

Ítem 11: ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?

Los entrevistados recomiendan en un 52% contar con un plan de trabajo definido comprometido con la alta dirección, el 26% contar con información ESG estandarizada de los emisores y un 22% aumentar la formación y difusión a todo nivel.

Dentro de las respuestas destaca ,“El Directorio ya está alineado con el plan de trabajo por lo que tenemos que empezar a trabajar lo antes posible y avanzar de acuerdo al plan comprometido” (Entrevistado N°16, 39 años); “Los cambios dependerán de la información que se pueda acceder, si es estructurada y de buena calidad mejor será el análisis” (Entrevistado N°9, 32 años); “ayudaría una mayor difusión a todo nivel a los analistas para que consideren aspectos ESG y a los aportantes para que inviertan en estos productos” (Entrevistado N°20, 42 años).

Ítem 12: ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?

De los entrevistados el 30% señala que no sea validada por los clientes, el 30% la validez de la estrategia, el 22% el modelo y la información ESG sea efectivo, el 9% la rentabilidad de la estrategia y 9% no sabe o no tiene preocupaciones.

Dentro de las respuestas por categoría se destaca: “Que el cliente esté consciente que la inversión sostenible en el corto plazo puede no ser rentable, pero en el largo plazo si genera un gap positivo” (Entrevistado N° 3; 35 años). “Al adoptar la estrategia la principal preocupación es la validez de la estrategia, es decir que se adopte por marketing más que por la preocupación por entender el propósito del emisor y su estrategia de sostenibilidad” (Entrevistado N°1, 31 años). “Como mejorar los procesos de inversión y calidad de información para mejorar la incorporación de aspectos ESG” (Entrevistado N°2, 37 años), “Que las acciones se reflejen en buenas valorizaciones de la empresa” (Entrevistado N°4; 40 años).

2.5 Discusión de resultados

Respecto de los resultados correspondientes a la primera etapa, caracterización del presente y comprensión de la realidad el 79% entiende la inversión sostenible como una estrategia de inversión integrada en que los aspectos ESG están incluidos en el proceso de análisis y decisión de inversiones, en línea con los resultados de la encuesta del CFA Institute (CFA Institute, 2017), que muestran un guarismo de 59% para el mismo fenómeno, eso sí en una muestra mayor. Al comparar estos resultados basado en declaraciones de los inversionistas, con las inversiones efectivamente realizadas contenidas en el reporte de inversión del (Global Sustainable Investment Alliance, 2018), se constata que esta estrategia es la que más ha crecido a nivel

global, un 69% entre el 2016 y el 2018, liderada por Estados Unidos, país en que es la estrategia predominante, aunque a nivel global es la segunda estrategia más usada luego de estrategia de exclusión que a nivel global es la más común, aunque presenta una menor tasa de crecimiento en el mismo periodo. Es interesante destacar que el mercado local respondió indicando sólo una estrategia, no mencionando la posibilidad de seguir más de una estrategia, tal como lo menciona el estudio de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019), en el cual se señala que el 63% de sus encuestados, señaló usar más de una estrategia sostenible como una forma de aumentar la oferta de productos y expandir las alternativas para sus clientes.

La oportunidad de la inversión sostenible, según los inversionistas locales entrevistados radica en que permite evaluar de mejor manera el riesgo/retorno de una inversión. Este hallazgo es consecuente con lo indicado en el reporte de inversión de (Global Sustainable Investment Alliance, 2018) que incluye los resultados de una encuesta realizada a administradores de fondos en EEUU, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, en la que se señala que dichos inversionistas adoptan estrategias de inversión sostenible en su deseo de minimizar el riesgo y mejorar el desempeño financiero en el tiempo, lo que explicaría el mayor uso de la estrategia de integración. Sin embargo, es importante destacar que la encuesta del (CFA Institute, 2017) distingue entre el manejo de riesgo y la contribución a identificar oportunidades de inversión, mostrando un guarismo del 65% y 35% respectivamente, a diferencia de los resultados de las entrevistas locales, en que ambos aspectos se miran como la misma cara de la misma moneda.

En referencia a los problemas para avanzar en la inversión sostenible, el 52% de los entrevistados locales señala la falta de información, carencia de métricas y metodologías estandarizadas comunes, en línea con lo enunciado por (Eccles, Kastapel, y Potter, 2017) que en su artículo señalan como barrera más significativa

la falta de estándares en datos y uso de aspectos ESG. Así mismo, otra barrera detectada por la presente investigación para el avance en la inversión sostenible, es la percepción de que es necesario sacrificar rentabilidad en el corto plazo, hallazgo en línea con lo enunciado por (Eccles, Kastropeli, y Potter, 2017) que indican que un 47% de los inversionistas que respondieron su encuesta, señaló preocupación por la rentabilidad de corto plazo, por su conexión con la remuneración anual.

De acuerdo a los hallazgos de este estudio, en el mercado local se observa que la inversión sostenible es un concepto presente y que está cambiando la toma de decisión de inversiones, dado que el 26% de los inversionistas locales declara ya haberlo adoptado formalmente en tanto que un 48% estaría en vías de adoptarlo. Lo anterior, evidencia que el mercado chileno está transitando hacia la inversión sostenible, hallazgo en línea con las respuestas de la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019) en que el 75% declara haber adoptado la inversión sostenible y el 89% indica que la inversión sostenible será permanente. Según se pudo constatar en las entrevistas realizadas en esta investigación, no existe una fórmula consensuada y única para implementar la inversión sostenible y los inversionistas locales que ya lo han adoptado o están en vía de implementarlo, están perfeccionando sus modelos mirando estudios y mejores prácticas de países más desarrollados. Las administradoras de fondos generales, estarían más avanzadas lo que se condice con los signatarios del (PRI, 2019), en que las administradoras generales de fondos representan el 83% de los signatarios que administran fondos y el otro 17% corresponde a una administradora de fondo de pensiones al 30 de septiembre de 2019. Respecto a la declaración de inversión responsable firmada por los inversionistas locales y la (Bolsa de Santiago, 2019), el 80% de los adherentes correspondieron a administradoras generales de fondos y el 20% administradoras de pensiones. Por otro lado, el 100% de los entrevistados señalan que la dimensión que más consideran es la gobernanza, destacando el carácter del emisor evidenciado por su trato al accionista minoritario. Estos hallazgos son consecuentes con lo que

concluye el estudio (CFA Institute, 2018), que indica que no hay una mejor manera de integrar los aspectos ESG y que si bien los aspectos ESG están siendo incluidos en los procesos de inversión, en pocos casos ajustan sus modelos en base a datos ESG. Así mismo, el estudio de CFA también señala que inicialmente los inversionistas parten focalizándose en la dimensión gobernanza para luego integrar aspectos ambientales y sociales en sus análisis.

El incipiente desarrollo en Chile de la inversión sostenible según los resultados de este estudio, se explicaría por la baja demanda local, ya sea de inversionistas institucionales como AFPs, compañías de seguros, families offices y de personas naturales. Este resultado contradice los hallazgos de (CFA Institute, 2017) en esta materia, ya que señala que, en los mercados más desarrollados, la demanda de los clientes ha sido la causa más importante para que las administradoras de fondos consideren aspectos ESG en sus inversiones. Según la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investing, 2017), la mayor demanda de inversión sostenible vendría por un lado de las mujeres y por otro, de los millennials, quienes en un 86% y 84% respectivamente, expresaron estar interesados en la inversión sostenible. Dicha encuesta resalta, entre las razones para que la inversión sostenible perdure, la necesidad de las personas de realizar inversiones que dejen un impacto social y ambiental positivo en el tiempo a la vez que se obtiene resultados financieros positivos. Por tanto, llama la atención, que de acuerdo a los entrevistados de este estudio no haya surgido esta necesidad por parte de sus clientes.

Para abordar estas brechas se propone avanzar en la definición de métricas ESG financieramente materiales, explicando su contribución/impacto a los resultados financieros alineado con la estrategia de negocio de la Compañía, junto con el anuncio de los resultados trimestrales. También sería necesario hacer una campaña de difusión con las personas para lo cual se podría aprovechar la base de clientes de las compañías distribuidoras y las interacciones con la comunidad en general para

transmitir como la sostenibilidad aporta valor a la vez que permite solucionar los problemas sociales y ambientales.

Ahora bien, desde el punto de vista de propuestas de alto impacto, los resultados de este trabajo apuntan hacia la necesidad de un mayor entendimiento, discusión y difusión para la incorporación de aspectos ESG en los modelos de decisión de inversión, coincidiendo con lo levantado por (BNP Paribas, 2019), que destaca que, para analizar las inversiones desde otro punto de vista no financiero, se requiere colaboradores más capacitados y reclutar colaboradores de perfiles no tradicionales. Así mismo el estudio (CFA Institute, 2018) incluye entre sus consideraciones generales que los inversionistas requieren entender mejor la información de forma de ajustar sus modelos consecuentemente.

Entre las propuestas específicas de mejora de corto plazo, los inversionistas locales señalan la necesidad de incorporar/desarrollar modelos de inversión que consideren formalmente aspectos ESG de manera de ofrecer productos relacionados con aspectos de la sostenibilidad. Este hallazgo, está en línea con lo contenido en la investigación de (Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, 2016) en la cual, los inversionistas que ya habían adoptado la inversión sostenible, el 68% indicó que para avanzar tenían planes de crear más productos ESG, profundizar sus estrategias existentes y publicitar más. En dicha investigación, los inversionistas que no habían adoptado estrategias ESG, el 59% reveló que implementarían en menos de 12 meses alguna estrategia siguiendo a los que ya habían adoptado la inversión sostenible. En esta línea, los entrevistados indican que este estudio contribuiría a dar un marco de referencia inicial del estado de avance del mercado local y saber cómo están respecto al resto.

Para disminuir la brecha de entendimiento, en contextos de la adopción de la inversión sostenible, esta pasa por contar con gente preparada y la disposición de información. Ello ratifica que un emisor, debe abordar estos temas contribuyendo, a

la difusión, entendimiento de la inversión sostenible en el mercado financiero local y a un engagement activo para comprender qué requieren los inversionistas, y a partir de esto diferenciarse y posicionarse en el mercado.

Finalmente, desde el punto de vista de alertas sobre las transformaciones, destaca como preocupación el costo monetario de los recursos adicionales que podría implicar el avance en la inversión sostenible tal como lo menciona (BNP Paribas, 2019) como una de las barreras claves dada la necesidad de mejorar la tecnología, las capacidades de los equipos y tener asesores ESG entre otros. Este factor puede frenar avanzar sobre todo si no está claro el desempeño de la estrategia sostenible tal como lo indica (State Street Global Advisors, 2018), en que señala que los inversionistas que no han adoptado la inversión sostenible están menos convencidos del potencial positivo de la estrategia por lo que ven más costos de lo que efectivamente hay.

Dentro de los riesgos o amenazas que el entrevistado local señala, destaca la desviación de la rentabilidad respecto al promedio de la industria. Este hallazgo, de sacrificar rentabilidad al incorporar aspectos ESG sería menos predominante según indica (Eccles, Kastropeli y Potter, 2017), por la mayor evidencia académica que apunta a que al menos se pueden obtener retornos competitivos. Según este mismo estudio para la comparación es importante convenir el horizonte de comparación. Por su parte en su revisión bibliográfica (Talan y Sharma, 2019) destaca la inconsistencia en la literatura revisada acerca de la efectividad de las estrategias para obtener rentabilidad superior y adicional. En tanto, el informe de (Blackrock Investment Institute, 2019), muestra que índices de inversión enfocados en ESG igualan o superan el retorno de los índices comparables estándares dada la volatilidad, señalando que la incorporación de aspectos ESG dan resiliencia al porfolio cuando el mercado va a la baja. La preocupación por la rentabilidad, efectivamente no sólo estaría presente entre los inversionistas locales sino también

entre los inversionistas en Estados Unidos tal como lo evidencia la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019), en que se indica que el 76% de los entrevistados cree que prevalece la percepción de que la inversión sostenible requiere un tradeoff de retornos si bien el 62% señala que es posible maximizar los retornos al invertir sosteniblemente.

Dentro de los factores que facilitaría avanzar, los entrevistados locales destacan contar con estándares para la integración de la información ESG, hallazgo en línea a señalado por (Eccles, Kastrapeli y Potter, 2017), quienes señalan como mayor obstáculo tanto la falta de estándares para la información y su uso.

Como recomendación para avanzar en la inversión sostenible, los inversionistas locales indican ser más activos para profundizar la aplicación de aspectos ESG con el compromiso de toda la organización, especialmente a la Alta Dirección. Este hallazgo en línea con lo indicado por los resultados de la encuesta de (Callan Institute, 2018) en que el 39% indicó que en el futuro espera ampliar la aplicación de aspectos ESG como una forma de avanzar en la inversión sostenible. Así mismo el compromiso con la estrategia ESG es uno de los factores señalado por (State Street Global Advisors, 2018), para pasar de la ambición a la acción, según lo indicado por inversionistas que hace más tiempo han adoptado estrategias de inversión sostenibles, destacando el factor cultural y el compromiso del Directorio.

Dentro de las principales preocupaciones está el cuestionamiento de la validez de la inversión sostenible que podría no ser efectiva y quedarse en el greenwashing, misma preocupación que recoge el (BNP Paribas, 2019), mencionado que como una forma de contrarrestarla, en Europa, la Comisión Europea, ha sido la principal impulsora para el desarrollo una taxonomía y estándares de reporte para los inversionistas de forma de minimizar el greenwashing e investigar como los productos pueden acceder a una certificación verde. Así mismo destaca el mismo estudio que en Inglaterra ya están obligados a informar los riesgos derivados de

temas ESG a partir de septiembre 2019. Otra preocupación importante de destacar es que no sea valorada por los clientes. Este hallazgo se contrapone a lo observado en Estados Unidos, ya que según (Morgan Stanley Institute for sustainable investing, 2017) los clientes son los que han incentivado a los administradores de fondos adoptar estrategias de inversión sostenible. Sin embargo, la baja aceptación de los clientes es observada en Brasil tal como muestra el estudio del (CFA Institute, 2018) en que el 52% de los encuestados indican como barrera la baja demanda, debido a la falta de comprensión de los beneficios de la integración de ESG. Según se pudo constatar, entre los entrevistados locales la poca aceptación de los clientes sería por la falta de evidencia de que la inversión sostenible sea más rentable y se relacionaría con el riesgo antes señalado por los mismos entrevistados locales.

Dicho lo anterior, es posible aseverar que los aspectos ESG además de estar insertos en la estrategia de negocios, es necesario transmitir el caso de negocio, poniendo en valor la sostenibilidad de forma clara y transparente, con métricas accesibles y comparables facilitando el desarrollo de las tesis de inversiones por parte de los analistas para una mayor aceptación de sus clientes. Al igual que Europa, el liderazgo por parte del regulador chileno, en cuanto a directrices y estándares facilitaría el desarrollo disminuyendo el riesgo de greenwashing y aumentaría la confianza de los clientes. Lo anterior se podría incluir en los ejes trabajos del Ministerio de Hacienda, orientados a convertir a Chile en un centro financiero regional.

2.6 Estrategias de evidencias científicas

A fin de evidenciar las estrategias implementadas y dar rigor científico a esta investigación se utilizaron distintos métodos (Casas, Repullo, y Donado, 2003), que se detallan más abajo:

Triangulación de informantes: se realizaron entrevistas a distintos actores del mercado financiero local, considerando su rol, relación con la empresa, problemática a tratar y los aportes que los actores claves puedan entregar al estudio.

Triangulación de técnicas y fuentes: se han utilizado diversas técnicas y recursos para recoger los datos. Se han realizado entrevistas, participación en diversos foros de inversión sostenible tanto en Chile como en Nueva York, además de la observación de información publicada relevante de diversas fuentes.

Comentario de pares y comprobaciones con los participantes: Se ha compartido el análisis de los resultados y las interpretaciones con los actores claves, quienes también han sido participes en el estudio, y han logrado matizar las interpretaciones y reflexiones que han surgido del resultado de los datos analizados.

Adicionalmente, hay que destacar que, para dar validez interna a la investigación, y evitar sesgos o subjetividad esta investigación se hizo apegada al criterio del valor de la verdad.

El fin último de estos datos no es la generalización sino una base que se espera, sirva como punto de partida para la reflexión y análisis de los implicados en el proceso.

3 ARTÍCULO

El presente apartado, recoge la investigación contextualizada motivo de este proyecto de grado, y es presentada en formato de artículo académico. Se trata de un artículo conciso, escrito en el formato típico de revistas especializadas o de conferencias, de acuerdo con reglas específicas definidas por la dirección del programa.

El artículo, ha sido cuidadosamente redactado con el fin de que se haga fácilmente entendible y logre expresar de un modo claro y sintético lo que se pretende comunicar, considerando las citas y referencias respectivas de los estudios que lo fundamentan. El trabajo realizado, se sintetiza entonces como artículo, para facilitar al trabajo de quienes puedan estar interesados en consultar la obra original.

Este trabajo, considera y discute, a través de un proyecto aplicado, desarrollado en un contexto de realidad profesional, la integración de herramientas y conocimientos que se han adquirido en las líneas de desarrollo del programa. Lo que se consolida en una investigación profesional contextualizada a la realidad profesional que se expone, la que se relacionada con líneas y ámbitos específicos abordados en el plan de estudios del programa, permitiendo integrar, de manera adecuada, los conocimientos teóricos y metodológicos desarrollados en él.

INVERSIÓN SOSTENIBLE ¿NUEVO PARADIGMA EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN EN CHILE?

Paulina Musalem Falaha ^a, Héctor Valdés-González ^b

^a *Graduado del programa de Magíster en Gestión de la Sustentabilidad, Facultad de Ingeniería, Universidad del Desarrollo, pmusalemf@udd.cl*

^b *Director de Postgrados y Educación Continua, Facultad de Ingeniería, Universidad del Desarrollo, hvaldes@udd.cl.*

RESUMEN:

Este trabajo presenta un análisis del rol de la sostenibilidad en los modelos de decisiones de inversión en Chile. El objetivo de esta investigación es analizar las percepciones de cómo los inversionistas institucionales consideran la sostenibilidad en sus portafolios de inversión y los principales desafíos que ello conlleva. Para lograrlo se utiliza una aproximación cualitativa a partir de 23 entrevistas semi-estructuradas elegidas a través de un muestreo por conveniencia. Los datos muestran que el 79% de los entrevistados entiende la inversión sostenible como una integración de aspectos de sostenibilidad que consideran relevantes en el desempeño financiero, permitiendo identificar mejor los riesgos, coincidiendo el 82% de los entrevistados, que es necesario un mayor entendimiento y difusión para avanzar en la inversión sostenible. Respecto al grado de implementación sólo el 26% declara tenerlo formalmente integrado en tanto el 48% indica estar avanzando en su implementación, no existiendo una forma única de hacerlo. Dentro de las preocupaciones, destaca la validez de la estrategia, ya sea por su falta de efectividad o por que no sea aceptada por los clientes. En síntesis, es posible concluir, que en el mercado local está en etapas iniciales de incorporación de la sostenibilidad en sus decisiones de inversión, siendo necesario el trabajo colaborativo entre los diversos actores del ecosistema financiero a fin de avanzar en la difusión y comprensión de la inversión sostenible, definición de métricas y estándares financieramente materiales.

Palabras clave: Inversión responsable, modelos de inversión, materialidad, estrategia sostenible, creación de valor.

1. Introducción

Sostenibilidad y desarrollo sostenible son términos que por lo general se usan indistintamente y que invitan a diversos actores a acercar posturas permitiendo hablar al mismo tiempo de las necesidades de la sociedad, protección al medio ambiente y crecimiento económico. Si bien el concepto data de 1987 con la publicación del Informe Brundland, en el último tiempo ha tomado especial relevancia a nivel gubernamental y de privados. El compromiso de los 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS) al 2030, suscrito en 2015 por los 193 países miembros ha significado que no sólo los países adopten normas y políticas orientadas a su cumplimiento, sino que también el sector privado, en especial las compañías, que se han visto presionadas por los distintos actores, gobiernos, ONGs, e inversionistas entre otros (Ioannou y Serafeim, 2019).

Rol de la empresa y creación de valor en el largo plazo:

La responsabilidad de las compañías en el desarrollo social, ha evolucionado en el tiempo. Inicialmente, estuvo marcado por el capitalismo, evidenciado por la publicación del profesor Milton Friedman en el New York Times en 1970, que centraba la responsabilidad social de las compañías en contribuir a través de la generación de utilidades, haciendo posible la creación de empleos, pago de sueldos, realizar compras e inversiones y pago de impuestos (Porter y Kramer, 2011). Porter intentó cambiar esta visión, indicando que el propósito de las compañías debiera ser replanteado en torno al valor compartido, en que las compañías pueden “hacerlo bien haciendo el bien” dado que, al satisfacer las necesidades de otros interesados, se crea valor directamente para la empresa (Porter y Kramer, 2011). Estos conceptos fueron ratificados recientemente en la declaración de la Business Roundtable firmada por 181 CEOs de las principales compañías estadounidenses en que redefinen el propósito de las compañías y se comprometen a liderar a compañías que benefician a todos sus grupos de interés: clientes, empleados, proveedores,

comunidades y accionistas, (Business Roundtable, 2019). Este cambio en el propósito, representa un hito importante redefiniendo las responsabilidades de las compañías, lo cual no es contrario a la obtención de utilidades, dado que las compañías con alto sentido del propósito compartido a todo nivel, tendrían un desempeño financiero anual entre un 5% a un 7% superior al mercado (Gartenberg y Serafeim, 2019).

El propósito de una compañía, da cuenta de su cultura y estrategia, bases de un desempeño financiero sostenible (Fink, 2019). La incorporación en la estrategia de aspectos de sostenibilidad materiales permite crear una ventaja competitiva y diferenciarse agregando valor en el largo plazo (Ioannou y Serafeim, 2019). Por ejemplo, al capacitar los trabajadores, elevar los estándares de salud y seguridad e invertir en acciones que se reflejen en una mejor atención a los clientes, que mejoran el desempeño. En cambio, si hay problemas laborales, puede ser que dicha empresa enfrente una paralización de las operaciones con la consecuente pérdida de ingresos y daños de imagen. Así mismo, una demanda ambiental puede ser señal que en el futuro a una planta le revoquen su permiso para operar. Luego considerar sólo aspectos financieros ya no es suficiente, dado que la estimación de flujos futuros no estará considerando otros aspectos no financieros que condicionan los flujos y crean valor para una compañía en el largo plazo. La incorporación de estos aspectos significa conocer el negocio que se está evaluando, identificar los drivers de su cadena de valor de manera de tener una información más completa de los riesgos y oportunidades y lograr retornos adicionales (Blackrock Investment Institute, 2019).

Cambio en los paradigmas de evaluación de inversiones:

Como resultado de esta mayor necesidad de conocer mejor el negocio de las compañías cuyos títulos se quiere incorporar al portafolio, los inversionistas están considerando aspectos de sostenibilidad o Ambientales, Sociales y Gobernanza (ESG por sus siglas en

inglés) en sus evaluaciones. Ambos términos se usan indistintamente, ya que los aspectos de ESG corresponden a los tres pilares de la sostenibilidad (Przychodzen, Gómez-Bezares, Przychodzen y Larreina, 2016). Las inversiones que incluyen aspectos ESG son conocidas como inversión sostenible, aunque hay varias acepciones como inversión socialmente responsable, inversión ética, inversiones responsables, inversiones con impacto o inversión respaldada en ESG (Talan y Sharma, 2019). Para efectos de esta investigación nos referimos a todas ellas como inversión sostenible y se usará indistintamente el término sostenibilidad y sustentabilidad.

En una encuesta realizada a 300 administradores de fondos de inversión en Estados Unidos durante 2018, el 75% indicó que actualmente ofrece alternativas de inversión sostenibles, subiendo un 10% respecto al 2016. Así mismo el 62% de los encuestados cree que es posible maximizar el valor de la inversión a la misma vez que se invierte en forma sostenible. Finalmente, el 89% indica que destinará más recursos en los próximos 1-2 años para inversión sostenible (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019).

En su encuesta a 500 administradores de fondos a nivel mundial Allianz Global Investors, señala que los inversionistas están buscando que las administradoras de fondos eleven su experiencia de cliente, destacando el rol de la administradora de apoyar los objetivos y valores del inversionista con productos personalizados. Así mismo menciona que las administradoras de fondos tienen oportunidad de ayudar a los inversionistas a manejar los riesgos, prepararse para los cambios regulatorios que se anticipan a nivel mundial, y ayudarlos a comprender como funcionan las estrategias de inversión (Allianz Global Investors, 2019).

Según el informe 2018 Global Sustainable Investment Review, que analiza las inversiones en activos realizadas considerando aspectos ESG, además de los financieros, en Europa, Estados Unidos, Japón, Canadá y Australia/Nueva Zelanda, muestra

que las inversiones en activos sustentables, aumentaron en un 34% entre de 2016 y 2018. Este crecimiento refleja la mayor conciencia del caso de negocio de la inversión sustentable, la que representa el 33% del total de los activos administrados en el 2018. (Global Sustainable Investment Alliance, 2018).

Inversión sostenible en Chile:

A pesar del aumento en la inversión sostenible en las economías desarrolladas, su crecimiento ha sido lento en los países en vías de desarrollo (Talan y Sharma, 2019). Reflejo de ello, es que de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés), organización internacional apoyada por las Naciones Unidas que promueve que se incorporen aspectos ESG en los análisis de procesos de inversión, sólo 78 están en Sudamérica de un total de 2.600 signatarios, con siete signatarios en Chile de los cuales seis corresponden a administradores de fondos, a septiembre 2019 (PRI, 2019).

En julio del 2019, el Ministerio de Hacienda de Chile lanzó la mesa público-privada de Finanzas Verdes con el objeto de definir un marco de trabajo del mercado financiero chileno para gestionar los riesgos y oportunidades del cambio climático (Ministerio de Hacienda, 2019). Si bien está relacionado con la dimensión ambiental, el cambio climático tiene también impactos sociales y de gobernanza, afectando los resultados financieros de las compañías, que aceleraría la consideración de aspectos ESG por parte de los inversionistas institucionales que son parte de la mesa de trabajo.

Luego, para Enel Américas y Enel Chile, sociedades anónimas de Chile, país en desarrollo, con presencia en las principales Bolsas de Valores de Chile y Estados Unidos, es importante entender qué valor le asignan sus inversionistas locales y extranjeros a la sostenibilidad o aspectos ESG en sus portafolios, entendiendo que parámetros evalúan y como los utilizan en sus análisis de inversión.

En Enel Américas, se han realizados los primeros esfuerzos para conocer el perfil de

sus accionistas extranjeros, a través de una identificación solicitada a Georgeson, empresa de relacionamiento entre inversionistas y compañías, realizada en marzo de 2019, de la cual se concluye que los inversionistas extranjeros representan el 16,4% del capital accionario, y dentro de ellos el 77% son considerados inversionistas socialmente responsables y el 73% corresponde a fondos de Estados Unidos. Este levantamiento no se ha realizado para los inversionistas locales (administradoras de pensiones, administradoras generales de fondos y compañías de seguro que representaban el 19,8% del total accionario) donde al menos los inversionistas signatarios del PRI y los que suscribieron la declaración conjunta para fomentar la inversión responsable en junio 2019, se considerarían inversionistas responsables.

Enel Chile no ha realizado este levantamiento, pero el perfil de inversionistas es similar, considerando que esta empresa, al igual que Enel América, se originó de la división de Enersis S.A (CMF, 2019).

Si bien a nivel internacional existe mayor interés por la inversión sostenible, entre los inversionistas locales, está recién despertando este interés, se desconoce el proceso de toma de decisión e integración en la evaluación y los principales desafíos que enfrentan los inversionistas, principalmente en Chile.

Si una compañía emisora de valores, como Enel Américas o Enel Chile, puede conocer, como los inversionistas locales evalúan e incorporan aspectos ESG en sus análisis de inversión, pudiendo focalizar sus acciones de mejora en ámbitos que ellos valoran, lo que permitía conseguir el apoyo de la alta dirección, creando más conciencia transversalmente en la importancia no sólo de adoptar la sostenibilidad como estrategia de negocios para crear valor financiero, sino que también en la necesidad de incorporarla en el trabajo diario. Luego esto nos invita al siguiente cuestionamiento: ¿Incorporan los institucionales locales, en especial los de Enel Américas y Enel Chile, aspectos de sostenibilidad o ESG en sus decisiones de inversión?

En este sentido, Enel Américas y Enel Chile como subsidiarias de Enel SpA, holding italiano de energía a nivel mundial cuenta con políticas y directrices en materia de sostenibilidad, pero su implementación local y en cada filial de Enel Américas y Enel Chile se dificulta a veces por el menor desarrollo de dichos mercados y la falta de comprensión del impacto de tales acciones en los inversionistas minoritarios.

Dada dicha dificultad, es fundamental la planificación de la gestión de sostenibilidad de manera de incluir acciones que aporten valor financiero, las que deben ser reportadas de tal forma que mejore la percepción de los inversionistas de manera de ser reconocidos como líderes en sostenibilidad aumentando el valor económico de Enel Américas y Enel Chile.

Luego de examinar las bases teóricas fundamentales de este trabajo, la principal motivación para realizar este estudio ha sido la falta de conocimiento respecto a cómo utilizan la información ESG los inversionistas locales y las dificultades que enfrentan para integrar aspectos ESG en sus evaluaciones, proponiendo un estudio cualitativo que permita analizar como los inversionistas institucionales locales incluyen aspectos ESG, en sus decisiones de inversión, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo. Lo anterior contribuye a la comprensión de las estrategias de inversión sostenible de los inversionistas locales, de manera que una compañía emisora de valores integre en su modelo de negocio aspectos ESG materiales para la creación de valor, comunicando dichos aspectos de una mejor forma, atrayendo así a un tipo de inversionista que busca rendimientos de su inversión a largo plazo y valoran las acciones de sostenibilidad.

Para conseguirlo, el objetivo de este trabajo es proponer un análisis de percepciones de cómo los inversionistas institucionales locales adoptan la sostenibilidad en sus decisiones de inversión y los desafíos que enfrentan al hacerlo.

2. Metodología

Paradigma y Diseño: Se ha escogido la utilización de una metodología cualitativa, basada en entrevistas semiestructuradas (Valles, 2014), entendida como una actividad sistemática orientada a la comprensión en profundidad de la percepción de intervinientes frente al requerimiento de la comprensión de los mecanismos de integración de aspectos ESG en las decisiones de inversión.

Población sobre la que se efectuará el estudio: Se utilizó un muestreo por conveniencia a partir del universo de inversionistas institucionales de la base de datos de Enel Américas y Enel Chile, seleccionando a inversionistas con posiciones en ambas compañías. Para definir la muestra por conveniencia, se seleccionaron inversionistas institucionales con oficina en Chile que manejaban activos superiores a US\$ 1.000 millones y analistas del sell-side, (que venden servicios de inversión, por ejemplo, corredoras de bolsa y emiten recomendaciones de inversión).

Del total de los entrevistados el 9% correspondió al gerente general; 39% gerente de inversiones o de estudios, 17% portfolio manager; 22% analistas financieros y el 13% a responsable de ESG. En el 83% de las entrevistas estuvieron presentes al menos dos personas. El 53% de los entrevistados es de formación ingeniero comercial, el 43% ingeniero civil y el 4% de otra formación. Respecto a los años de experiencia, el promedio tenía de 11 años con mínimo de 1 año y un máximo de 25 años de experiencia, distribuido de la siguiente forma: un 4% tenía menos de 5 años de experiencia, el 39% entre 5 a 10 años, el 30% entre 11 a 15 años y el 26% más de 15 años de experiencia. La edad promedio de la muestra fue 36 años con una edad mínima de 24 años y la máxima de 50 años. Respecto a género, el 73% de entrevistados fueron hombres y el restante 27% mujeres.

Entorno: El estudio fue realizado en Chile a los inversionistas institucionales locales más relevantes de Enel Américas y Enel Chile, tanto

por su participación accionaria en ambas compañías, así como su participación en el mercado financiero local. De la muestra de 23 entrevistados, el 52% correspondió a administradoras generales de fondos (AGFs), equivalente a 12 AGFs con una participación de mercado de AGFs estimada de 53% (cifras declaradas por entrevistados); 26% a administradoras de fondos de pensiones (AFPs), equivalente a 6 con el 100% del mercado de las AFPs (cifras declaradas por entrevistados); 13% a compañías de seguro de vida, equivalente a 3 compañías con un 30% estimado de participación de mercado (cifras declaradas por entrevistados) y 9% por analistas sell-side. Las administradoras generales de fondos, las administradoras de fondos de pensión y las compañías de seguros son actores que toman decisiones de inversión de los activos administrados, en tanto que los analistas sell-side no toman decisiones de inversión, pero si emiten recomendaciones de inversión. De las 23 entrevistas, 21 se realizaron a representantes de fondos generales, pensiones y compañías de seguro, que representan aproximadamente el 69% de los activos financieros del país excluidos los bancos e invierten, ya sea en el mercado local o extranjero, en instrumentos de renta fija o renta variable, de acuerdo a lo declarado por los entrevistados.

Intervenciones: Para las entrevistas se utilizaron dos tipos de instrumentos para recoger los datos: una grabadora de voz y un documento escrito por los propios participantes siguiendo las preguntas abiertas que guiaban la discusión (Valles, 2014). Las preguntas formulas en las entrevistas, en donde organización se adaptó según el tipo de inversionista entrevistado, fueron las siguientes:

Etapa 1: Caracterización del presente y comprensión de la realidad

- ¿Qué entiende usted por la inversión sostenible?
- ¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?

- En la práctica, ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?
- ¿Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?

Etapas 2: Propuestas de alto impacto

- ¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?
- ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo con alto impacto para avanzar en la inversión sostenible?
- Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?

Etapas 3: Alertas sobre las transformaciones

- ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar en la inversión sostenible en su organización?
- ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?
- ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?
- ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?
- ¿Cuál sería su principal preocupación respecto de avanzar en la inversión sostenible?

Simultáneamente el investigador llevó un diario de campo donde registró información y las percepciones de cada una de las entrevistas realizadas presencialmente.

Métodos de verificación y validación del instrumento: el instrumento fue analizado y validado por tres expertos independientes chilenos, quienes sugirieron los ajustes y aproximaciones para que fuese consistente con el diseño de la investigación. Con el objetivo de validar la información obtenida en

las entrevistas, éstas fueron analizadas por diversos profesionales ad-hoc, incluyendo profesionales del área de finanzas sostenibles, Relaciones con Inversionistas de Enel, recibiendo positivo feedback de la contribución del estudio. El juicio de estos expertos es un método efectivo en la verificación del instrumento de esta tesis, debido a que se define como “una opinión informada de personas con trayectoria en el tema, que son reconocidas por otros como expertos cualificados en éste, y que pueden dar información, evidencia, juicios y valoraciones”. (Escobar-Pérez & Cuervo-Martínez, 2008).

Plan de análisis de los datos: se definieron categorías claves para las respuestas a las entrevistas en forma inductiva a fin de agrupar y analizar la información tanto cualitativa como cuantitativamente. El análisis cualitativo se realizó en base al análisis de los contenidos de las 23 entrevistas, realizándose un análisis de frecuencia para facilitar el análisis descriptivo. A partir de estos análisis se propone una conceptualización de cómo los inversionistas en Chile integran los aspectos ESG en sus evaluaciones. (Casas, Repullo, y Donado, 2003).

Ética: Se procuró la participación informada y voluntaria de los actores del estudio; se tomaron medidas para garantizar la confidencialidad de la información y validarla con los propios interesados. No se intentó, ni implícita ni explícitamente, influir en las respuestas, ni cambiar sus características individuales, se respetó la libertad de participar o no sin presión, ni ofrecimiento de beneficio para ser parte de la investigación.

3. Resultados

Los datos recogidos han sido agrupados por categorías claves, como se muestra en la siguiente tabla.

Ítems	Categorías
1.¿Qué entiende usted por inversión sostenible?	Integración de aspectos ESG en los modelos de evaluación financieros
	Inversión filtrando por aspectos ESG
	Inversión con impacto
	Otro (definir)
2.¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?	Oportunidad: Identificar mejor los riesgos/oportunidades
	Oportunidad: Cumplir con el deber fiduciario
	Oportunidad: Acceder a clientes que lo valoran
	Problema: Sacrificar rentabilidad
	Problema: Falta de información, metodología estandarizada
	Problema: Falta de conocimiento/entendimiento
	Otro (definir)
3.En la práctica, ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?	Implementado formalmente
	En etapa de implementación sin claridad en la cómo se implementará
	En estudio para decidir si se adopta
	Sin implementación y tampoco se está estudiando

4.¿Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?	Los clientes solicitan invertir considerando aspectos ESG o preguntan por políticas de inversión sostenible
	A los clientes no solicitan productos ESG
	Otro (definir)
5.¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?	Avanzar en entendimiento/ difusión/discusión para la incorporación de aspectos ESG internamente
	Contar con políticas de inversión sostenible
	A solicitud del regulador
	Otro (definir)
6.¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo con alto impacto para avanzar en la inversión sostenible?	Cambios regulatorios para que las administradoras adopten la inversión sostenible
	Contar con un estándar único de evaluación de aspectos ESG, con un consenso de aspectos más importantes y su peso relativo
	Mejorar sus propias políticas y procedimientos de inversión sostenible
	Crear más conciencia a todo nivel
	No; he reflexionado/ No tengo
	Otro (definir)

7. Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?	Sería un buen punto de partida
	No le ve valor
	Otro (definir)
8. ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar la inversión sostenible en su organización?	Costo de formar y mantener equipo especializado, incluyendo tiempo y costo de recolectar información ESG
	Costo de oportunidad de inversiones
	Otro (definir)
9. ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?	Desviación respecto al promedio de la industria en el corto plazo
	No veo riesgo/amenaza
	Otro (definir)

10. ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?	El que los clientes lo solicitan facilitan la implementación
	Facilitaría que compañías publiquen información ESG estándar común
	Facilita Compromiso de la alta dirección
	Otro (definir)
11. ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?	Desarrollar un plan de trabajo definido comprometido con la alta dirección
	Difusión/formación
	Contar con información ESG estandarizada de los emisores
	Otro (definir)
12. ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?	Que no sea valorada por los clientes
	Falta de información confiable de los emisores
	Modelo para incorporar ESG adecuadamente
	Validez de la estrategia (que no sea solo marketing)
	Rentabilidad de la estrategia de inversión sostenible
Otro (definir)	

3.1 Análisis de datos recogidos

Para analizar e interpretar los datos recogidos del cuestionario de entrevista estos se analizan según cada ítem de las categorías claves definidas.

Ítem 1: ¿Qué entiende usted por inversión sostenible?

Al revisar los resultados globales de la primera pregunta encontramos que en el mercado financiero local ya maneja el concepto de inversión sostenible evidenciado por que un 79% la entiende como la integración de aspectos ESG, en tanto que el 13% la entiende como un mecanismo para filtrar inversiones, es decir como un criterio para seleccionar en cuales invertir y solo el 8% señala no saber.

Dentro de la categoría que entiende la inversión sostenible como la integración de aspectos ESG, se señala que “integrar aspectos ESG permite considerar nuevas dimensiones, ver más caras de una misma moneda y no implica excluir inversiones sino evaluarlas mejor considerando ESG como un factor más” (Entrevistado N°22, 38 años). Por su parte, dentro de los que visualizan la inversión sostenible como filtro señalan que “analizamos todas las empresas, las que sí cumplen ciertos requisitos se puede invertir en ellas, por ejemplo, excluimos en el sector utilities a las empresas en que el 30% o más de sus ingresos provienen del uso o la explotación del carbón” (Entrevistado N° 11, 43 años).

Ítem 2: ¿De dónde viene la oportunidad o problemática de la inversión sostenible?

En el análisis global de esta respuesta el 82% de los entrevistados señala que la oportunidad de la inversión sostenible radica en que permite identificar mejor las oportunidades de inversión y sus riesgos, en tanto que el 9% señala que cumplir con el deber fiduciario y el 9% acceder a clientes que lo valoran.

Dentro de los entrevistados que ven a la inversión sostenible como forma de identificar mejor las oportunidades y riesgos de una inversión destaca que “ al considerar más factores hacemos un análisis más exhaustivo y podemos identificar de mejor forma

oportunidades de inversión y riesgo, por ejemplo una acción con el enfoque tradicional puede dar que, está barata dado el descuento exigido, pero al analizarla considerando a ESG, vemos que el upside no es capturable, dado que requiere un cambio de políticas o mejores prácticas para que se concrete” (Encuestado N°7, 33 años). En tanto que la segunda categoría que la ven como una oportunidad de atraer clientes destaca, “nos permitirá diferenciarnos para atraer clientes que lo valoren, sobre todo si adoptamos la inversión sostenible primero y lo usamos como un elemento diferenciador” (Entrevistado N°4; 40 años). Por su parte en la tercera categoría relacionada con el deber fiduciario, es importante destacar “nuestra primera obligación es con nuestros clientes y nuestro compromiso de tomar las decisiones que vayan en su beneficio y esa es la oportunidad de la inversión sostenible” (Entrevistado N°18, 30 años).

Del análisis global de la problemática el 52%, señala la falta de una metodología estandarizada, un 30% sacrificio de rentabilidad en el corto plazo y un 17% la falta de conocimiento.

Dentro de los entrevistados las respuestas más representativas de cada categoría son: “falta de disclosure: debiera haber un estándar como IFRS” (Entrevistado N° 7, 33 años); “Resistencia del portfolio manager ya que lo evalúan en el corto plazo y estos resultados se ven en el largo plazo” (Entrevistado N°4, 40 años); “El problema es el bajo nivel de información. En inversiones, la gente que trabaja la mayoría viene del mundo más “científico” que hace que los temas más subjetivos como la sostenibilidad cueste llevarlo a algo más objetivo” (Entrevistado N° 23, 29 años).

Ítem 3: En la práctica ¿cómo opera hoy el proceso de inversión sostenible en su organización?

Del análisis de esta pregunta, el 26% señala tener procesos de inversión sostenible implementados formalmente en todos sus activos, de los cuales el 83% lo ha implementado a través de un modelo

matemático y un 17% en forma cualitativa. De este grupo que declara tener implementada la inversión sostenible, el 67% corresponde a administradoras generales de fondos y un 33% por administradoras de fondos de pensiones. Así mismo de este grupo, el 83% forma parte de holdings de inversiones extranjeras y el 17% corresponde a una administradora de origen chileno, pero con oficina en mercados más desarrollados.

Por su parte, el 48% indica que está en etapa de implementación formal de la inversión sostenible en toda su cartera, aunque no tiene claro cómo lo formalizará y lo anticipa implementar antes de tres años. En dicha categoría el 55% forma parte de holding extranjeros y el restante 45% es parte de holdings chilenos.

El 22% restante declara que no está viendo el tema actualmente. En este segmento está compuesto, por el sell-side y una compañía de seguros de capitales chilenos.

Un 4% señala que está estudiando si lo adopta.

Dentro de los entrevistados que han implementado la inversión sostenible formalmente destaca “nosotros tenemos un modelo formal que se traduce en un informe ESG con rating y posición respecto a sus peers y además se analiza cómo la matriz de inversión se ve afectada por los aspectos ESG. Los aspectos ESG son una variable más de análisis en todas nuestras evaluaciones de renta fija y renta variable” (Entrevistado N° 1, 31 años). Otro de los entrevistados, el único que lo tiene implementado en forma cualitativa indica “la inversión sostenible está implícita en nuestro proceso de inversión, lo vemos como un todo y no hay un puntaje separado por ESG. Adicionalmente realizamos un análisis cualitativo, sin puntajes en el que comparamos los pares y exigimos más o menos retorno” (Entrevistado N°14, 37 años). Dentro de los que está en implementación, uno de los entrevistado que representa a la categoría indica “estamos revisando bibliografía y reuniéndonos con actores extranjeros que están más avanzados para ver como lo hacen ellos. También nos hemos juntados con proveedores de información ESG

a la vez que revisamos diversas metodologías. Esperamos formalizar nuestro propio cuestionario y me imagino que se traducirá en una especie de puntaje que indicará la tasa de descuento o la exposición a los emisores” (Entrevistado N°18, 38 años). En la categoría que no lo está viendo destaca “nosotros no tomamos decisiones de inversión, sólo hacemos recomendaciones de inversión en base al análisis fundamental de la empresa” (Entrevistado N°8, 50 años) o “a nuestros clientes solo le interesa la rentabilidad en el momento que contrata el producto” (Entrevistado N° 10, 28 años).

Ítem 4: ¿Cómo opera el proceso de inversión sostenible de cara a sus clientes?

Del análisis global de las preguntas el 61% declara que los clientes no solicitan productos de inversión sostenible en sus portfolios, el 35% lo solicita o pregunta por políticas de inversión sostenible y el 4% indica que no sabe si los clientes lo solicitan.

Dentro de la categoría que indica que los clientes no solicitan productos de inversión sostenible, uno de los entrevistados indica “Desde el punto de vista de los clientes les encanta, pero no saben lo que es. Si tú le preguntas prefieres una inversión sustentable, responde por supuesto ¿aunque rente menos” “No sé” (Entrevistado N°2, 37 años). Dentro del 35% que señala que los clientes exigen o preguntan por inversión sostenible uno de los entrevistados indica “Nuestros clientes extranjeros lo están solicitando especialmente los europeos, incluso envían pautas de inversión sostenible. Tenemos otros clientes locales que nos están mandando cuestionarios de due diligence, hace tres años nadie preguntaba por eso” (Entrevistado N°11, 43 años).

Ítem 5: ¿Cómo podemos modificar la situación actual de su organización para avanzar en la inversión sostenible?

De los resultados globales de esta pregunta el 82% coincide que para avanzar en la inversión sostenible es necesario un mayor entendimiento, difusión y discusión de forma de poder incorporar aspectos ESG en los modelos de inversión, el 9% indica contar con

políticas de inversión sostenible formales, en tanto que el restante 9% indica que el regulador lo debiera exigir.

Esta mayor necesidad de conocimiento manifestada por la mayoría de los entrevistados es bien reflejada en “estamos aprendiendo del tema, que tampoco está resuelto a nivel global por lo que mayor difusión y discusión tanto al interior de la administradora como a nivel de los analistas y la administración nos permitirá avanzar ponernos de acuerdo en lo material y en formas de valorización” (Entrevistado N° 13, 36 años). Respecto a la categoría que indica que contar con políticas de inversión formales “con la implementación de la política de inversión por parte del Directorio, hay que ver las políticas que a nivel de comité se dan para avanzar en la inversión sostenible” (Entrevistado N°6, 34 años). Por su parte dentro de los que señalan que se requiere regulación “incentivar a los fondos de pensiones a invertir con retorno ajustado por riesgos ciertamente crearía mercado” (Entrevistado N°3, 35 años).

Ítem 6: ¿Cuáles serían sus propuestas específicas de mejora o cambio de corto plazo y alto impacto para fomentar a la inversión sostenible?

De los resultados globales se observan diversas propuestas en que el mejorar las propias políticas y procesos agrupa al 43%, crear más conciencia a todo nivel el 26%, contar con un estándar único de evaluación ESG el 9%, cambios regulatorios que lo exijan el 9%, en tanto que el 13% restante indica que no lo ha reflexionado.

Dentro de las respuestas por categoría destacan para la primera: “tomar la decisión de avanzar ya sea mejorando las políticas, metodologías e incorporándola a más productos, todo lo que hagamos aporta” (Entrevistado N°20; edad 42 años), para la segunda: “ hay que trabajar con los analistas financieros ya que al sólo buscar rentabilidad los aspectos ESG dejan de ser importantes (Entrevistado N°21; 30 años), para la tercera “armar un marco estructurado” (Entrevistado N° 11, 39 años) y para el cuarto “nosotros

tenemos muchas restricciones, no podemos cambiar de un día para otro, sería más aceptado si la regulación lo considerara en la rentabilidad mínima”(Entrevistado N° 5; 39 años).

Ítem 7: Si le propusiera una estrategia de cambio basada en los resultados de un análisis cualitativo de cómo los inversionistas locales realizan inversión sostenible, así como los principales desafíos que enfrentan al hacerlo: ¿Qué opina de dicha propuesta?

El 100% de los entrevistados coincide que conocer los resultados será muy útil para saber el estado de la inversión sostenible en Chile. “Nos ayudaría mucho porque por un lado nos servirá para ver donde estamos respecto al resto de la industria y si el resultado es que nos estamos quedando atrás, tenemos que ponernos al día y nos guiará a ver dónde mover las cosas para adaptarnos” (Entrevistado N°15; 49 años).

Ítem 8: ¿Cuáles son en su opinión, los costos de avanzar la inversión sostenible en su organización?

Del análisis global de resultados el 91% señala como principal costo el de formar y mantener equipo especializado, incluyendo tiempo y costo de recolectar información ESG, en tanto que el 9% menciona el costo de oportunidad al sacrificar rentabilidad de corto plazo.

En la primera categoría se destaca “hay muchos costos para desarrollar capacidades, cambiar la mentalidad de los analistas, analizar incluyendo aspectos ESG consume tiempo y recursos y eventualmente habría que contratar servicios de información adicionales” (Entrevistado N°12; 31 años). En referencia a la segunda categoría “el costo de oportunidad respecto al índice de referencia, por ejemplo, si el IPSA renta el 10% y tu cartera 8%, el cliente va a preguntar por qué te fuiste sólo por temas de sostenibilidad. El cliente final lo tiene que valorar para que puedas invertir de esta forma” (Entrevistado N°14; 37 años).

Ítem 9: ¿Qué tipo de amenaza o riesgo podría provocar en su organización avanzar en la inversión sostenible?

Del análisis de las respuestas globales el 56% señala como riesgo la desviación respecto a la rentabilidad promedio de la industria; el 35% indica que no ve riesgos y el 9% señala otros riesgos.

Respecto al riesgo de desviación de la rentabilidad, “si nosotros tenemos una política de inversión sostenible y los otros no, esto podría provocar una diferenciación y no participar en el corto plazo en oportunidades de inversión por temas ESG” (Entrevistado N°9, 32 años). Los que indican que no ven riesgos son bien representados por “el objeto de avanzar en la inversión sostenible es precisamente evitar riesgos” (Entrevistado N°4, 40 años). Respecto a la categoría otros el riesgo estaría en “Declararse ESG y equivocarse en la evaluación dado que pasa algo malo con empresa” (Entrevistado N°21, 30 años).

Ítem 10: ¿Cuáles son los factores que facilitarían avanzar en la inversión sostenible en esta organización?

Al analizar las respuestas, el 44% considera que las compañías publiquen más información ESG con un estándar común, el 30% que la Alta Dirección lo solicite y el 26% que los clientes lo demanden.

Dentro de las respuestas de cada categoría las más representativas son: “Facilitaría que las empresas sean más proactivas y publiquen información estandarizada abordando los temas desde una perspectiva de negocios, teniendo discusiones de los temas financieramente materiales.” (Entrevistado N°12, 31 años). “El compromiso de avanzar de la alta dirección facilitaría ya que es parte de una transformación estratégica” (Entrevistado N°23, 29 años). “Tendríamos que percibir mayor demanda con eso bastaría para tener inversión sostenible” (Entrevistado N° 15, 49 años).

Ítem 11: ¿Qué recomienda para gestionar estos cambios en esta organización?

Los entrevistados recomiendan en un 52% contar con un plan de trabajo definido comprometido con la alta dirección, el 26% contar con información ESG estandarizada de

los emisores y un 22% aumentar la formación y difusión a todo nivel.

Dentro de las respuestas destaca, “El Directorio ya está alineado con el plan de trabajo por lo que tenemos que empezar a trabajar lo antes posible y avanzar de acuerdo al plan comprometido” (Entrevistado N°16, 39 años); “Los cambios dependerán de la información que se pueda acceder, si es estructurada y de buena calidad mejor será el análisis” (Entrevistado N°9, 32 años); “ayudaría una mayor difusión a todo nivel a los analistas para que consideren aspectos ESG y a los aportantes para que inviertan en estos productos” (Entrevistado N°20, 42 años).

Ítem 12: ¿Cuál sería su principal preocupación respecto a avanzar en la inversión sostenible?

De los entrevistados el 30% señala que no sea validada por los clientes, el 30% la validez de la estrategia, el 22% el modelo y la información ESG sea efectivo, el 9% la rentabilidad de la estrategia y 9% no sabe o no tiene preocupaciones.

Dentro de las respuestas por categoría se destaca: “Que el cliente esté consciente que la inversión sostenible en el corto plazo puede no ser rentable, pero en el largo plazo si genera un gap positivo” (Entrevistado N° 3; 35 años). “Al adoptar la estrategia la principal preocupación es la validez de la estrategia, es decir que se adopte por marketing más que por la preocupación por entender el propósito del emisor y su estrategia de sostenibilidad” (Entrevistado N°1, 31 años). “Como mejorar los procesos de inversión y calidad de información para mejorar la incorporación de aspectos ESG” (Entrevistado N°2, 37 años), “Que las acciones se reflejen en buenas valorizaciones de la empresa” (Entrevistado N°4; 40 años).

3.2 Discusión de resultados

Respecto de los resultados correspondientes a la **primera etapa, caracterización del presente y comprensión de la realidad** el 79% entiende la inversión sostenible como una estrategia de inversión integrada en que los aspectos ESG están incluidos en el proceso

de análisis y decisión de inversiones, en línea con los resultados de la encuesta del CFA Institute (CFA Institute, 2017), que muestran un guarismo de 59% para el mismo fenómeno, eso sí en una muestra mayor. Al comparar estos resultados basado en declaraciones de los inversionistas, con las inversiones efectivamente realizadas contenidas en el reporte de inversión del (Global Sustainable Investment Alliance, 2018), se constata que esta estrategia es la que más ha crecido a nivel global, un 69% entre el 2016 y el 2018, liderada por Estados Unidos, país en que es la estrategia predominante, aunque a nivel global es la segunda estrategia más usada luego de estrategia de exclusión que a nivel global es la más común, aunque presenta una menor tasa de crecimiento en el mismo periodo. Es interesante destacar que el mercado local respondió indicando sólo una estrategia, no mencionando la posibilidad de seguir más de una estrategia, tal como lo menciona el estudio de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019), en el cual se señala que el 63% de sus encuestados, señaló usar más de una estrategia sostenible como una forma de aumentar la oferta de productos y expandir las alternativas para sus clientes.

La oportunidad de la inversión sostenible, según los inversionistas locales entrevistados radica en que permite evaluar de mejor manera el riesgo/retorno de una inversión. Este hallazgo es consecuente con lo indicado en el reporte de inversión de (Global Sustainable Investment Alliance, 2018) que incluye los resultados de una encuesta realizada a administradores de fondos en EEUU, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, en la que se señala que dichos inversionistas adoptan estrategias de inversión sostenible en su deseo de minimizar el riesgo y mejorar el desempeño financiero en el tiempo, lo que explicaría el mayor uso de la estrategia de integración. Sin embargo, es importante destacar que la encuesta del (CFA Institute, 2017) distingue entre el manejo de riesgo y la contribución a identificar oportunidades de inversión, mostrando un guarismo del 65% y 35% respectivamente, a diferencia de los resultados de las entrevistas locales, en que

ambos aspectos se miran como la misma cara de la misma moneda.

En referencia a los problemas para avanzar en la inversión sostenible, el 52% de los entrevistados locales señala la falta de información, carencia de métricas y metodologías estandarizadas comunes, en línea con lo enunciado por (Eccles, Kastropel, y Potter, 2017) que en su artículo señalan como barrera más significativa la falta de estándares en datos y uso de aspectos ESG. Así mismo, otra barrera detectada por la presente investigación para el avance en la inversión sostenible, es la percepción de que es necesario sacrificar rentabilidad en el corto plazo, hallazgo en línea con lo enunciado por (Eccles, Kastropel, y Potter, 2017) que indican que un 47% de los inversionistas que respondieron su encuesta, señaló preocupación por la rentabilidad de corto plazo, por su conexión con la remuneración anual.

De acuerdo a los hallazgos de este estudio, en el mercado local se observa que la inversión sostenible es un concepto presente y que está cambiando la toma de decisión de inversiones, dado que el 26% de los inversionistas locales declara ya haberlo adoptado formalmente en tanto que un 48% estaría en vías de adoptarlo. Lo anterior, evidencia que el mercado chileno está transitando hacia la inversión sostenible, hallazgo en línea con las respuestas de la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019) en que el 75% declara haber adoptado la inversión sostenible y el 89% indica que la inversión sostenible será permanente. Según se pudo constatar en las entrevistas realizadas en esta investigación, no existe una fórmula consensuada y única para implementar la inversión sostenible y los inversionistas locales que ya lo han adoptado o están en vía de implementarlo, están perfeccionando sus modelos mirando estudios y mejores prácticas de países más desarrollados. Las administradoras de fondos generales, estarían más avanzadas lo que se condice con los signatarios del (PRI, 2019), en que las administradoras generales de fondos representan el 83% de los signatarios que

administran fondos y el otro 17% corresponde a una administradora de fondo de pensiones al 30 de septiembre de 2019. Respecto a la declaración de inversión responsable firmada por los inversionistas locales y la (Bolsa de Santiago, 2019), el 80% de los adherentes correspondieron a administradoras generales de fondos y el 20% administradoras de pensiones. Por otro lado, el 100% de los entrevistados señalan que la dimensión que más consideran es la gobernanza, destacando el carácter del emisor evidenciado por su trato al accionista minoritario. Estos hallazgos son consecuentes con lo que concluye el estudio (CFA Institute, 2018), que indica que no hay una mejor manera de integrar los aspectos ESG y que si bien los aspectos ESG están siendo incluidos en los procesos de inversión, en pocos casos ajustan sus modelos en base a datos ESG. Así mismo, el estudio de CFA también señala que inicialmente los inversionistas parten focalizándose en la dimensión gobernanza para luego integrar factores ambientales y sociales en sus análisis.

El incipiente desarrollo en Chile de la inversión sostenible según los resultados de este estudio, se explicaría por la baja demanda local, ya sea de inversionistas institucionales como AFPs, compañías de seguros, familias offices y de personas naturales. Este resultado contradice los hallazgos de (CFA Institute, 2017) en esta materia, ya que señala que, en los mercados más desarrollados, la demanda de los clientes ha sido la causa más importante para que las administradoras de fondos consideren aspectos ESG en sus inversiones. Según la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investing, 2017), la mayor demanda de inversión sostenible vendría por un lado de las mujeres y por otro, de los millennials, quienes en un 86% y 84% respectivamente, expresaron estar interesados en la inversión sostenible. Dicha encuesta resalta, entre las razones para que la inversión sostenible perdure, la necesidad de las personas de realizar inversiones que dejen un impacto social y ambiental positivo en el tiempo a la vez que se obtiene resultados financieros positivos. Por tanto, llama la atención, que de acuerdo a los entrevistados

de este estudio no haya surgido esta necesidad por parte de sus clientes.

Para abordar estas brechas se propone avanzar en la definición de métricas ESG financieramente materiales, explicando su contribución/impacto a los resultados financieros alineado con la estrategia de negocio de la Compañía, junto con el anuncio de los resultados trimestrales. También sería necesario hacer una campaña de difusión con las personas para lo cual se podría aprovechar la base de clientes de las compañías distribuidoras y las interacciones con la comunidad en general para transmitir como la sostenibilidad aporta valor a la vez que permite solucionar los problemas sociales y ambientales.

Ahora bien, desde el punto de vista de **propuestas de alto impacto**, los resultados de este trabajo apuntan hacia la necesidad de un mayor entendimiento, discusión y difusión para la incorporación de aspectos ESG en los modelos de decisión de inversión, coincidiendo con lo levantado por (BNP Paribas, 2019), que destaca que, para analizar las inversiones desde otro punto de vista no financiero, se requiere colaboradores más capacitados y reclutar colaboradores de perfiles no tradicionales. Así mismo el estudio (CFA Institute, 2018) incluye entre sus consideraciones generales que los inversionistas requieren entender mejor la información de forma de ajustar sus modelos consecuentemente.

Entre las propuestas específicas de mejora de corto plazo, los inversionistas locales señalan la necesidad de incorporar/desarrollar modelos de inversión que consideren formalmente aspectos ESG de manera de ofrecer productos relacionados con aspectos de la sostenibilidad. Este hallazgo, está en línea con lo contenido en la investigación de (Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, 2016) en la cual, los inversionistas que ya habían adoptado la inversión sostenible, el 68% indicó que para avanzar tenían planes de crear más productos ESG, profundizar sus estrategias existentes y publicitar más. En dicha investigación, los inversionistas que no habían adoptado

estrategias ESG, el 59% reveló que implementarían en menos de 12 meses alguna estrategia siguiendo a los que ya habían adoptado la inversión sostenible. En esta línea, los entrevistados indican que este estudio contribuiría a dar un marco de referencia inicial del estado de avance del mercado local y saber cómo están respecto al resto.

Para disminuir la brecha de entendimiento, en contextos de la adopción de la inversión sostenible, esta pasa por contar con gente preparada y la disposición de información. Ello ratifica que un emisor, debe abordar estos temas contribuyendo, a la difusión, entendimiento de la inversión sostenible en el mercado financiero local y a un engagement activo para comprender qué requieren los inversionistas, y a partir de esto diferenciarse y posicionarse en el mercado.

Finalmente, desde el punto de vista de **alertas sobre las transformaciones**, destaca como preocupación el costo monetario de los recursos adicionales que podría implicar el avance en la inversión sostenible tal como lo menciona (BNP Paribas, 2019) como una de las barreras claves dada la necesidad de mejorar la tecnología, las capacidades de los equipos y tener asesores ESG entre otros. Este factor puede frenar avanzar sobre todo si no está claro el desempeño de la estrategia sostenible tal como lo indica (State Street Global Advisors, 2018), en que señala que los inversionistas que no han adoptado la inversión sostenible están menos convencidos del potencial positivo de la estrategia por lo que ven más costos de lo que efectivamente hay.

Dentro de los riesgos o amenazas que el entrevistado local señala, destaca la desviación de la rentabilidad respecto al promedio de la industria. Este hallazgo, de sacrificar rentabilidad al incorporar aspectos ESG sería menos predominante según indica (Eccles, Kastropeli, y Potter, 2017), por la mayor evidencia académica que apunta a que al menos se pueden obtener retornos competitivos. Según este mismo estudio para la comparación es importante convenir el horizonte de comparación. Por su parte en su revisión bibliográfica (Talan y Sharma, 2019)

destaca la inconsistencia en la literatura revisada acerca de la efectividad de las estrategias para obtener rentabilidad superior y adicional. En tanto, el informe de (Blackrock Investment Institute, 2019), muestra que índices de inversión enfocados en ESG igualan o superan el retorno de los índices comparables estándares dada la volatilidad, señalando que la incorporación de aspectos ESG dan resiliencia al porfolio cuando el mercado va a la baja. La preocupación por la rentabilidad, efectivamente no sólo estaría presente entre los inversionistas locales sino también entre los inversionistas en Estados Unidos tal como lo evidencia la encuesta de (Morgan Stanley Institute for sustainable investment, 2019), en que se indica que el 76% de los entrevistados cree que prevalece la percepción de que la inversión sostenible requiere un tradeoff de retornos si bien el 62% señala que es posible maximizar los retornos al invertir sosteniblemente.

Dentro de los factores que facilitaría avanzar, los entrevistados locales destacan contar con estándares para la integración de la información ESG, hallazgo en línea a señalado por (Eccles, Kastropeli y Potter, 2017), quienes señalan como mayor obstáculo tanto la falta de estándares para la información y su uso.

Como recomendación para avanzar en la inversión sostenible, los inversionistas locales indican ser más activos para profundizar la aplicación de aspectos ESG con el compromiso de toda la organización, especialmente a la Alta Dirección. Este hallazgo en línea con lo indicado por los resultados de la encuesta de (Callan Institute, 2018) en que el 39% indicó que en el futuro espera ampliar la aplicación de aspectos ESG como una forma de avanzar en la inversión sostenible. Así mismo el compromiso con la estrategia ESG es uno de los factores señalado por (State Street Global Advisors, 2018), para pasar de la ambición a la acción, según lo indicado por inversionistas que hace más tiempo han adoptado estrategias de inversión sostenibles, destacando el factor cultural y el compromiso del Directorio.

Dentro de las principales preocupaciones está el cuestionamiento de la validez de la inversión sostenible que podría no ser efectiva y quedarse en el greenwashing, misma preocupación que recoge el (BNP Paribas, 2019) , mencionado que como una forma de contrarrestarla, en Europa, la Comisión Europea, ha sido la principal impulsora para el desarrollo una taxonomía y estándares de reporte para los inversionistas de forma de minimizar el greenwashing e investigar como los productos pueden acceder a una certificación verde. Así mismo destaca el mismo estudio que en Inglaterra ya están obligados a informar los riesgos derivados de temas ESG a partir de septiembre 2019. Otra preocupación importante de destacar es que no sea valorada por los clientes. Este hallazgo se contrapone a lo observado en Estados Unidos, ya que según (Morgan Stanley Institute for sustainable investing, 2017) los clientes son los que han incentivado a los administradores de fondos adoptar estrategias de inversión sostenible. Sin embargo, la baja aceptación de los clientes es observada en Brasil tal como muestra el estudio del (CFA Institute, 2018) en que el 52% de los encuestados indican como barrera la baja demanda, debido a la falta de comprensión de los beneficios de la integración de ESG. Según se pudo constatar, entre los entrevistados locales la poca aceptación de los clientes sería por la falta de evidencia de que la inversión sostenible sea más rentable y se relacionaría con el riesgo antes señalado por los mismos entrevistados locales.

Dicho lo anterior, es posible aseverar que los aspectos ESG además de estar insertos en la estrategia de negocios, es necesario transmitir el caso de negocio, poniendo en valor la sostenibilidad de forma clara y transparente, con métricas accesibles y comparables facilitando el desarrollo de las tesis de inversiones por parte de los analistas para una mayor aceptación de sus clientes. Al igual que Europa, el liderazgo por parte del regulador chileno, en cuanto a directrices y estándares facilitaría el desarrollo disminuyendo el riesgo de greenwashing y aumentaría la confianza de los clientes. Lo anterior se podría incluir en

los ejes trabajos del Ministerio de Hacienda, orientados a convertir a Chile en un centro financiero regional.

3.3 Estrategias de evidencias científicas

A fin de evidenciar las estrategias implementadas y dar rigor científico a esta investigación se ha utilizado:

Triangulación de informantes: se realizaron entrevistas a distintos actores del mercado financiero local, considerando su rol, relación con la empresa, problemática a tratar y los aportes que los actores claves puedan entregar al estudio.

Triangulación de técnicas y fuentes: se han utilizado diversas técnicas y recursos para recoger los datos. Se han realizado entrevistas, participación en diversos foros de inversión sostenible tanto en Chile como en Nueva York, además de la observación de información publicada relevante de diversas fuentes.

Comentario de pares y comprobaciones con los participantes: Se ha compartido el análisis de los resultados y las interpretaciones con los actores claves, quienes también han sido participes en el estudio, y han logrado matizar las interpretaciones y reflexiones que han surgido del resultado de los datos analizados.

Adicionalmente, hay que destacar que, para dar validez interna a la investigación, y evitar sesgos o subjetividad esta investigación se hizo apegada al criterio del valor de la verdad.

El fin último de estos datos no es la generalización sino una base que se espera, sirva como punto de partida para la reflexión y análisis de los implicados en el proceso.

4. Conclusiones

El resultado de esta investigación muestra que los inversionistas institucionales locales están comenzando a incorporar aspectos ESG o de sostenibilidad en sus decisiones de inversión, no existiendo una forma única de hacerlo, siendo la principal dificultad la falta de comprensión del tema y la carencia de

información comparable, estableciendo un nuevo paradigma. En efecto, de los datos recogidos desde los entrevistados se concluye que, si bien existe conciencia de la necesidad de integrar aspectos ESG como una forma de mirar a la empresa desde su totalidad, hay bastante desconocimiento a todo nivel y no hay un modelo o fuente de información única para la inversión sostenible. La mayor barrera es la falta de conocimiento y métricas comparables o estándares universales para evaluar la gestión de los emisores en materias ESG, así como el eventual sacrificio de rentabilidad en el corto plazo. Dentro de las alertas para avanzar en la inversión sostenible se destaca el costo por el mayor análisis involucrado, con el riesgo de desviación de la rentabilidad respecto al promedio del mercado, lo que dificultaría la validez de la estrategia, con riesgo de greenwashing, tanto al interior de la administradora como con los clientes, destacando que la mayor parte de los entrevistados considera que partir con un plan de trabajo comprometido con la alta dirección es el mejor camino para avanzar.

Dicho lo anterior, este trabajo contribuye al entendimiento y confirmación respecto, de cómo los inversionistas locales incorporan los asuntos ESG en sus decisiones de inversión. Mostrando además un proceso cognitivo de selección de la estrategia de inversión que se ajusta de mejor manera a su perfil. Así mismo, para una compañía este conocimiento le permite enfocarse en los aspectos de sostenibilidad estratégicos que son financieramente materiales en la creación de valor en el largo plazo.

Para terminar, con el fin de abordar las brechas detectadas este trabajo propone las siguientes vías de acción:

- Desarrollar la relación entre la estrategia de negocios y la sostenibilidad en términos de poner en valor esta última.
- Comunicar desempeño, a través de métricas financieramente materiales.
- Tener un rol activo en la adopción de estándares y una taxonomía de sostenibilidad, a fin de validar la

creación de valor financiero de una estrategia de negocios sostenible.

Referencias

- Allianz Global Investors. (2019). Active is: Regaining trust in active management. Recuperado de: <https://www.allianzgi.com/stayingactive>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Blackrock Investment Institute. (2019). Sustainability: The future of investing. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- BNP Paribas. (2019). The ESG global survey. Recuperado de: <https://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/web/files/medias/documents/esg/esg-global-survey-en-2019.pdf>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019.
- Bolsa de Santiago. (2019). Bolsa de Santiago e inversionistas locales emiten declaración conjunta para fomentar la inversión responsable. Recuperado de: <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Corporativo/Documentos%20Noticias/Noticias%20Corporativas/CP%20Ring%20The%20Bell%202019%20+%20Declaraci%C3%B3n.pdf>. Fecha de acceso el 22 de junio de 2019.
- Business Roundtable. (2019). Statement on the Purpose of a Corporation. Recuperado de: <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf>. Fecha de acceso: 13 de septiembre de 2019
- Callan Institute. (2018). 2018 ESG survey. Recuperado de: <https://www.callan.com/wp-content/uploads/2018/07/Callans-2018-ESG-Survey.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.

- Casas, J., Repullo, JR, y Donado J. (2003) La encuesta como técnica de investigación. Elaboración de cuestionarios y tratamiento estadístico de dato (II). *Aten Primaria* 2003;31(9):592-600.doi: 10.1157/13048140
- CFA Institute. (2017). Environmental, Social, Governance (ESG) Survey. Charlottesville, Va: Recuperado de <https://www.cfainstitute.org/research/survey-reports/esg-survey-2017>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- CFA Institute. (2018). ESG Integration in the Americas: Markets, Practices, and Data. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-integration-americas-survey-report>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- CMF. (2019). Recuperado de: <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019:
- Eccles, R., Kastrapeli, M., y Potter, S. (2017). How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance* 29 (4), pp. 125-133. Doi: 10.2139/ssrn.2983227. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Escobar- Pérez, J., y Cuervo-Martínez, A. (2008) Validez de contenido y juicio de expertos: una aproximación a su utilización. *Universidad El Bosque Colombia. Bogota. Colombia. Avances en medición*, 6(1), 27-36
- Fink, L. (2019). Letter to CEOs. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/2019-larry-fink-ceo-letter>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Gartenberg, C., y Serafeim, G. (2019). 181 Top CEOs Have realized Companies Need a Purpose beyond Profit. Recuperado de: <https://hbr.org/2019/08/181-top-ceos-have-realized-companies-need-a-purpose-beyond-profit>. Fecha de acceso: 13 de septiembre de 2019
- Global Sustainable Investment Alliance. (2018). 2018 Global Sustainable investment review. Recuperado de: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Ioannou, I., y Serafeim, G. (2019). Corporate Sustainability: A Strategy? Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 19-065. Recuperado de: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3312191> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3312191>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Ministerio de Hacienda. (2019). Recuperado de: <https://www.hacienda.cl/sala-de-prensa/noticias/historico/ministro-de-hacienda-encabeza.html>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019.
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. (2016). Sustainable Signals The asset Manager Perspective. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/MorganStanley_ISI_Sustainable_Signals.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Morgan Stanley Institute for sustainable investing. (2017). Sustainable Signals, New data from Individual Investor. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Morgan Stanley Institute for sustainable investment. (2019). Sustainable Signals: Growth and Opportunity in Asset Managements. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/auth/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/2415532-Sustainable_Signals_Asset_Mgmt-FINAL.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Porter, M., y Kramer, M. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89 (1/2), 62-67.
- PRI. (2019). Directorio de signatarios del PRI. Recuperado de: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory>. Fecha de acceso: 4 de octubre de 2010

- Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., y Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers— Factors and Motives. MDPI, Open Access Journal, vol. 8(10), 1-19. Recuperado de: <https://doi.org/10.3390/su8101078>.
Fecha de acceso: 4 de octubre de 2010
- State Street Global Advisors. (2018). ESG Institutional Investor Survey. Recuperado de: <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/04/esg-institutional-investor-survey.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019
- Talan, G., y Sharma, G. D. (2019). Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. Sustainability 2019, Volumen 11, Issue 2, 353-360. Recuperado de: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/2/353>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Valles, M. S. (2014). Cuadernos Metodológicos N°32: Entrevistas Cualitativas. Madrid, España: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS).

4 CONCLUSIONES GENERALES

El resultado de esta investigación muestra que los inversionistas institucionales locales están comenzando a incorporar aspectos ESG o de sostenibilidad en sus decisiones de inversión, no existiendo una forma única de hacerlo, siendo la principal dificultad la falta de comprensión del tema y la carencia de información comparable, estableciendo un nuevo paradigma. En efecto, de los datos recogidos desde los entrevistados se concluye que, si bien existe conciencia de la necesidad de integrar aspectos ESG como una forma de mirar a la empresa desde su totalidad, hay bastante desconocimiento a todo nivel y no hay un modelo o fuente de información única para la inversión sostenible. La mayor barrera es la falta de conocimiento y métricas comparables o estándares universales para evaluar la gestión de los emisores en materias ESG, así como el eventual sacrificio de rentabilidad en el corto plazo. Dentro de las alertas para avanzar en la inversión sostenible se recalca el costo por el mayor análisis involucrado, con el riesgo de desviación de la rentabilidad respecto al promedio del mercado, lo que dificultaría la validez de la estrategia, con riesgo de greenwashing, tanto al interior de la administradora como con los clientes, destacando que la mayor parte de los entrevistados considera que partir con un plan de trabajo comprometido con la alta dirección es el mejor camino para avanzar.

Para llevar a cabo este trabajo, se analizó, utilizando fuentes de información relevante, como bibliografías y artículos de corriente principal, las tendencias en mercados más desarrollados en relación a la inversión sostenible, donde se encontró suficiente evidencia de que los inversionistas extranjeros están incorporando aspectos de sostenibilidad en sus modelos de inversión, siendo una tendencia creciente y que está cambiando el mercado financiero.

También se analizó las percepciones de personas que forman parte de la industria financiera local acerca de la inversión sostenible, evidenciando que si bien hay

interés por avanzar en la inversión sostenible no existe claridad en la metodología, así como tampoco en las métricas relevantes.

Se compararon los resultados de este estudio con las tendencias en mercados más desarrollados, encontrándose que en general están en línea con las encuestas realizadas en dichos mercados, salvo algunas excepciones entre las que destacan que los inversionistas locales mencionaron sólo una estrategia de inversión sostenible y no múltiples y por otro lado la poca demanda local de las personas naturales por inversión sostenible que fue uno de los factores relevantes que gatilló su adopción en los mercados más desarrollados.

Ante esto, este trabajo permite avanzar en la inversión sostenible dado que, a partir del conocimiento de los inversionistas locales, una compañía debe enfocarse en los aspectos de sostenibilidad estratégicos que son financieramente materiales en la creación de valor logrando ventajas competitivas en el largo plazo.

Para terminar, con el fin de abordar las brechas detectadas este trabajo propone las siguientes vías de acción:

- Desarrollar la relación entre la estrategia de negocios y la sostenibilidad en términos de poner en valor esta última.
- Comunicar desempeño, a través de métricas financieramente materiales.
- Tener un rol activo en la adopción de estándares y taxonomías de sostenibilidad, a fin de validar la creación de valor financiero de una estrategia de negocios sostenible.

4.1 Propuesta para trabajos futuros

Como continuación de este trabajo de tesis, hay varias tendencias de investigación que quedan pendientes por desarrollar, y en las que es posible continuar trabajando; algunas de ellas, están directamente relacionadas con este trabajo de tesis y son el resultado de interrogantes que han surgido durante la investigación,

como otras que son más tangenciales a la investigación. A continuación, revisaremos trabajos futuros que pueden desarrollarse como conclusión de este trabajo de tesis:

- Realizar una investigación incluyendo más actores relevantes de la industria, tales como administradoras generales de fondos y compañías de seguros, ya que el estudio se enfocó en inversionistas locales de Enel con mayor participación accionaria y de mercado.
- En la misma línea habría que incorporar en la muestra, a la nueva administradora de fondos de pensiones, que comenzó operar con posterioridad a este a este estudio.
- Evaluar entrevistar analistas del sell-side adicionales, en caso que se observe mayor interés por este tipo de inversionistas en la sostenibilidad.
- Entrevistar inversionistas extranjeros.
- Ampliar la investigación hacia el Ministerio de Hacienda, la Comisión de Mercado Financiero, Superintendencia de Fondos de Pensiones.
- Repetir estas entrevistas para ver el grado de avance en la inversión sostenible y en caso de haber avanzado realizar preguntas más detalladas respecto a la información específica ESG considerada, metodología y como se refleja en forma concreta en la inversión sostenible.
- Ampliar los métodos utilizados para dar validez estadística a la propuesta, utilizando además otras técnicas cuantitativas.
- Desarrollar modelos que faciliten la medición de los impactos de las acciones de sostenibilidad estratégicas en el valor de la empresa, así como los beneficios para la sociedad.
- Avanzar en cualquiera de estos temas, a través de co-guiar una nueva tesis del programa de Magíster en Gestión de la Sustentabilidad.

5 REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Allianz Global Investors. (2019). Active is: Regaining trust in active management. Recuperado de: <https://www.allianzgi.com/stayingactive>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Blackrock Investment Institute. (2019). Sustainability: The future of investing. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- BNP Paribas. (2019). The ESG global survey. Recuperado de: <https://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/web/files/medias/document/s/esg/esg-global-survey-en-2019.pdf>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019.
- Bolsa de Santiago. (2019). Bolsa de Santiago e inversionistas locales emiten declaración conjunta para fomentar la inversión responsable. Recuperado de: <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/Corporativo/Documentos%20Noticias/Noticias%20Corporativas/CP%20Ring%20The%20Bell%202019%20+%20Declaraci%C3%B3n.pdf>. Fecha de acceso el 22 de junio de 2019.
- Business Roundtable. (2019). Statement on the Purpose of a Corporation. Recuperado de: <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf>. Fecha de acceso: 13 de septiembre de 2019
- Callan Institute. (2018). 2018 ESG survey. Recuperado de: <https://www.callan.com/wp-content/uploads/2018/07/Callans-2018-ESG-Survey.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Casas, J., Repullo, JR, y Donado J. (2003) La encuesta como técnica de investigación. Elaboración de cuestionarios y tratamiento estadístico de dato (II). *Aten Primaria* 2003;31(9):592-600.doi: 10.1157/13048140.
- CFA Institute. (2017). Environmental, Social, Governance (ESG) Survey. Recuperado de <https://www.cfainstitute.org/research/survey-reports/esg-survey-2017>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- CFA Institute. (2018). ESG Integration in the Americas: Markets, Practices, and Data. Recuperado de: <https://www.cfainstitute.org/en/research/survey-reports/esg-integration-americas-survey-report>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- CMF. (2019). Recuperado de: <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019.
- Eccles, R., Kastropeli, M., y Potter, S. (2017). How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance* 29 (4), pp. 125-133. Doi: 10.2139/ssrn.2983227. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.

- Escobar- Pérez, J. Cuervo-Martínez, A. (2008) Validez de contenido y juicio de expertos: una aproximación a su utilización. Universidad El Bosque Colombia. Bogota. Colombia. *Avances en medición*, 6(1), 27-36.
- Fink, L. (2019). Letter to CEOs. Recuperado de: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/2019-larry-fink-ceo-letter>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Gartenberg, C., y Serafeim, G. (2019). 181 Top CEOs Have realized Companies Need a Purpose beyond Profit. Recuperado de: <https://hbr.org/2019/08/181-top-ceos-have-realized-companies-need-a-purpose-beyond-profit>. Fecha de acceso: 13 de septiembre de 2019
- Global Sustainable Investment Alliance. (2018). 2018 Global Sustainable investment review. Recuperado de: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Ioannou, I., y Serafeim, G. (2019). Corporate Sustainability: A Strategy? Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 19-065. Recuperado de: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3312191> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3312191>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Ministerio de Hacienda. (2019). Recuperado de: <https://www.hacienda.cl/sala-de-prensa/noticias/historico/ministro-de-hacienda-encabeza.html>. Fecha de acceso: 5 de octubre de 2019.
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. (2016). Sustainable Signals The asset Manager Perspective. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/MorganStanley_ISI_Sustainable_Signals.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Morgan Stanley Institute for sustainable investing. (2017). Sustainable Signals, New data from Individual Investor. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Morgan Stanley Institute for sustainable investment. (2019). Sustainable Signals: Growth and Oportunity in Asset Managements. Recuperado de: https://www.morganstanley.com/auth/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/2415532-Sustainable_Signals_Asset_Mgmt-FINAL.pdf. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Porter, M., y Kramer, M. (2011). Creating Shared Vaue. *Harvard Business Review*, 89 (1/2), 62-67.
- PRI. (2019). Directorio de signatarios del PRI. Recuperado de: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-directory>. Fecha de acceso: 4 de octubre de 2010
- Przychodzen, J., Gómez-Bezares, F., Przychodzen, W., y Larreina, M. (2016). ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives. *MDPI, Open Access Journal*,

- vol. 8(10), 1-19. Recuperado de: <https://doi.org/10.3390/su8101078>. Fecha de acceso: 4 de octubre de 2010
- State Street Global Advisors. (2018). ESG Institutional Investor Survey. Recuperado de: <https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/04/esg-institutional-investor-survey.pdf>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019
- Talan, G., y Sharma, G. D. (2019). Doing Well by Doing Good: A Systematic Review and Research Agenda for Sustainable Investment. *Sustainability* 2019, Volumen 11, Issue 2, 353-360. Recuperado de: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/2/353>. Fecha de acceso: 4 de mayo de 2019.
- Valles, M. S. (2014). Cuadernos Metodológicos N°32: Entrevistas Cualitativas. Madrid, España: Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS).

6 ANEXOS



Plagiarism Checker X Originality Report

Similarity Found: 2%

Date: jueves, diciembre 26, 2019

Statistics: 209 words Plagiarized / 9300 Total words

Remarks: Low Plagiarism Detected - Your Document needs Optional Improvement.

Inversión sostenible ¿Nuevo paradigma en las decisiones de inversión en Chile?
Paulina Musalem Falaha a, Héctor Valdés-González b a Graduado del programa de
Magíster en Gestión de la Sustentabilidad, Facultad de Ingeniería, Universidad del
Desarrollo, pmusalemf@udd.cl b Director de Postgrados y Educación Continua,
Facultad de Ingeniería, Universidad del Desarrollo, hvaldes@udd.cl.

+