

GUÍA DEL PRI PARA INVERSORES EN RENTA FIJA



PONIENDO EN PRÁCTICA LA INVERSIÓN
RESPONSABLE EN RENTA FIJA

LOS SEIS PRINCIPIOS

PREÁMBULO DE LOS PRINCIPIOS

Como inversores institucionales tenemos el deber de actuar en el mejor interés de nuestros beneficiarios a largo plazo. Como base de este rol fiduciario, estamos convencidos de que los asuntos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) pueden afectar el rendimiento de los portafolios de inversión (en diferente medida entre distintas empresas, sectores, regiones, clases de activos y a lo largo del tiempo). Además, reconocemos que la aplicación de estos Principios puede alinear de mejor manera a los inversores con objetivos más amplios de la sociedad. Por lo tanto, siendo consecuentes con nuestras responsabilidades fiduciarias, nos comprometemos con las siguientes premisas:

- 1 Incorporaremos asuntos ASG en los análisis de inversión y en los procesos de toma de decisiones.**
- 2 Seremos propietarios activos e incorporaremos asuntos ASG en nuestras prácticas y políticas de propiedad.**
- 3 Procuraremos una divulgación adecuada de los asuntos ASG por parte de las entidades en las que invertimos.**
- Promoveremos la aceptación e implementación de los Principios en el sector de las inversiones.
- Trabajaremos de manera colaborativa para incrementar nuestra efectividad en la aplicación de los Principios.
- 6 Cada uno de nosotros presentará informes sobre nuestras actividades y progreso con respecto a la aplicación de los Principios.**



El objetivo de esta publicación es promover la aplicación de los Principios 1, 2, 3 y 6, los cuales están relacionados con las inversiones en renta fija. La Iniciativa PRI fue lanzada por las Naciones Unidas en 2006, después de que su anterior Secretario General, Kofi Annan, convocó a un grupo de los inversores institucionales, académicos y asesores más importantes del mundo con el fin de formular un conjunto de principios para la inversión sostenible.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD DEL PRI

La información contenida en este informe tiene fines exclusivamente informativos y no tiene el propósito de servir como recomendación de inversión, legal, tributaria o de otro tipo en la que se deba basarse para hacer una inversión o tomar otra clase de decisión. Este informe se suministra con base en el entendimiento de que los autores y la editorial no están emitiendo una recomendación sobre asuntos y servicios profesionales legales, económicos, de inversión o de otra índole. Ni el PRI ni la Iniciativa PRI se hacen responsables del contenido de los sitios web y de los recursos de información a los que se haga referencia en este informe. El acceso facilitado a estos sitios o el suministro de dichos recursos de información no constituye un aval por parte del PRI o de la Iniciativa PRI con respecto a la información contenida en ellos. Salvo que se indique de manera explícita lo contrario, las opiniones, recomendaciones, hallazgos, interpretaciones y conclusiones expresadas en este informe son las de varios colaboradores que hicieron contribuciones para el informe y no representan necesariamente los puntos de vista del PRI, de la Iniciativa PRI o de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable. La inclusión de ejemplos de empresas no constituye de ninguna manera un aval de estas organizaciones por parte del PRI, de la Iniciativa PRI o de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable. Aunque nos hemos esforzado al máximo para garantizar que la información contenida en este informe se haya obtenido de fuentes confiables y actualizadas, la naturaleza cambiante de las estadísticas, leyes y normatividad puede generar retrasos, omisiones o imprecisiones en dicha información. Ni el PRI ni la Iniciativa PRI se hacen responsables de ningún error, omisión o decisión tomada o acción realizada con base en la información contenida en este informe, ni de ninguna pérdida o perjuicio que resulte o haya sido causado por tal decisión o acción. Toda la información contenida en este informe se suministra tal como se presenta, sin aseguramiento de integralidad, exactitud, actualidad o de los resultados obtenidos por medio del uso de dicha información, y sin garantía de ningún tipo, explícita o implícita.

CRÉDITOS

Este documento fue escrito por Archie Beeching, director de la Línea de Trabajo en Renta Fija (Fixed Income Work Stream) del PRI. Se compiló con la ayuda de Tomi Nummela, gerente senior de activos cotizados en bolsa (PRI), un asesor externo y una parte de los signatarios nombrados a continuación. La estrategia y planeación de la línea de trabajo para este proyecto tuvieron el apoyo de miembros del [Comité de Dirección en Renta Fija \(Fixed Income Steering Committee\) del PRI.](#)

GRUPO DE TRABAJO

- **AMP Capital** Adam Kirkman - Director de Asuntos ASG y Steven Hur - Administrador de Portafolios, Renta Fija
- **ACTIAM Carl Haarnack** - Administrador de Portafolios y Hyung-Ja de Zeeuw - Administradora de Portafolios
- **Breckinridge Capital Advisors** Robert Fernandez - Vicepresidente - Investigación Crediticia y Kevin Lehman - Analista de Factores ASG - Investigación Crediticia
- **Insight Investment** Andy Evans - Asesor de Inversiones Responsables
- **KfW Bankengruppe** Fabian Tscharf - Gerente Senior de Estrategias de Inversión, Sostenibilidad; Marion Marinov - Analista Financiera Certificada, Gerente Senior de Estrategias de Inversión, Sostenibilidad; y Solveig Pape-Hamich - Directora de Estrategias de Inversión, Sostenibilidad (auspiciadora y entrevistada)
- **MSCI** Laura Nishikawa - Directora de Investigación de Asuntos ASG en Renta Fija
- **National Employment Savings Trust (NEST)** Diandra Soobiah - Directora de Inversiones Responsables y Paul Cox - Asesor
- **Oekom Research** Till Jung - Director de Desarrollo de Negocios
- **Union Investment** Florian Sommer - Director de Estrategia; Rene Lichtschlag - Administrador de Portafolios; y Mauricio Vargas - Economista (auspiciador y entrevistado)
- **The Pensions Trust** Katie Beith - Directora de Inversiones Responsables (colaboradora)

ENTREVISTADOS

- **BlueBay Asset Management** Dominique Kobler - Director de Riesgos y Desempeño
- **Calvert Investments** Cathy Roy - Vicepresidenta Senior y Directora Ejecutiva de Inversiones, Renta Fija y Kim Nguyen-Taylor - Analista Senior de Crédito y Líder de Integración de Asuntos ASG
- **Colonial First State Global Asset Management** Toni Spencer - Directora de Investigación Crediticia y Yen Wong, Directora de Crédito, Fondos Globales de Crédito
- **Crédit Agricole Corporate and Investment Bank** Tanguy Claquin - Director de Actividades Bancarias Sostenibles
- **Danske Capital** Thomas Kjaergaard - Director de IR y Gobierno Corporativo
- **Deutsche Asset & Wealth Management** Inka Winter - Miembro de la Junta Directiva - Directora Ejecutiva de Asuntos ASG y Christoph Klein - Director Ejecutivo / Estratega de Portafolios
- **Futuregrowth Asset Management** Angelique Kalam - Directora de Prácticas de Inversión Sostenible
- **Local Government Super** Bill Hartnett - Director de Sostenibilidad
- **Mariner Investment Group** Bracebridge Young - Gerente General y Steve Ezzes - Director Ejecutivo
- **Mirova** Marc Briand - Director de Renta Fija
- **Neuberger Berman** Rob Drijkoningen y Gorky Urquieta - Codirectores de Deuda en Mercados Emergentes y Kaan Nazli - Economista Senior
- **Rathbone Investment Management** Bryn Jones - Director de Inversiones en Renta Fija y Perry Rudd - Director de Investigación Ética
- **Robeco Asset Management** Edith Siermann - Directora Ejecutiva de Renta Fija y Taeke Wiersma - Director de Investigación Crediticia
- **Zurich Insurance Group** Manuel Lewin - Director de Inversiones Responsables

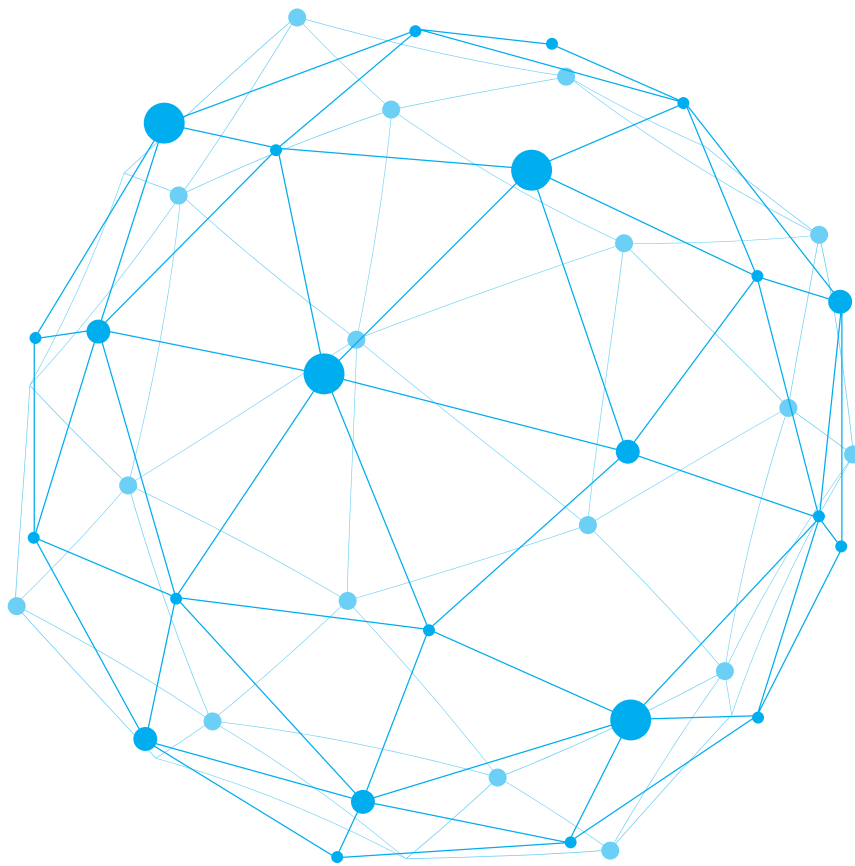


TABLA DE CONTENIDOS

PREÁMBULO DEL PRI	6
PREÁMBULO DE NUESTROS AUSPICIADORES	7
INSTRUCCIONES PARA APROVECHAR ESTA GUÍA AL MÁXIMO	8
RESUMEN EJECUTIVO	9
INTRODUCCIÓN	10
DEMANDA DE INVERSIONES RESPONSABLES EN RENTA FIJA	10
APLICACIÓN DE LOS PRINCIPIOS DE INVERSIÓN RESPONSABLE EN RENTA FIJA	11
INTEGRACIÓN DE ASUNTOS ASG EN EL ANÁLISIS DE EMISORES	13
EMISORES SOBERANOS	13
EMISORES MUNICIPALES	17
EMISORES INTERNACIONALES	18
EMISORES CORPORATIVOS (NO FINANCIEROS)	18
EMISORES DEL SECTOR FINANCIERO Y BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS	23
CONSIDERACIONES ADICIONALES PARA LA INTEGRACIÓN DE ASUNTOS ASG	24
FILTRADO (<i>SCREENING</i>) DE FACTORES ASG	27
EJEMPLOS PRÁCTICOS DE FILTRADO (<i>SCREENING</i>)	27
RELACIONAMIENTO CON LOS EMISORES SOBRE ASUNTOS ASG	29
ASPECTOS PRÁCTICOS DEL RELACIONAMIENTO CON LOS EMISORES SOBRE ASUNTOS ASG	29
INVERSIÓN TEMÁTICA	33
PANORAMA DEL MERCADO DE RENTA FIJA TEMÁTICA	33
BONOS EN TEMAS AMBIENTALES Y SOCIALES	34
NECESIDAD DE ESTÁNDARES PARA BONOS VERDES	35
INCORPORACIÓN DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE EN SU ORGANIZACIÓN	36
MENSAJES CLAVE Y PRÓXIMOS PASOS	38
MENSAJES CLAVE	38
PRÓXIMOS PASOS PARA INVERSIÓN RESPONSABLE EN RENTA FIJA	39
ANEXOS	40
LECTURAS COMPLEMENTARIAS	40
ESTUDIOS DE CASOS PRÁCTICOS	41
PREPARACIÓN DE INFORMES SOBRE INVERSIÓN RESPONSABLE PARA ACCIONISTAS	42

PREÁMBULO DEL PRI



Fiona Reynolds,
Directora Ejecutiva, PRI

UNAS PALABRAS DE NUESTRA DIRECTORA

La esencia de la administración de inversiones es la gestión de los riesgos, no de los rendimientos. Este mantra, popularizado por Benjamin Graham, el padre de la inversión de valor, suena especialmente acertado para los inversores en renta fija, quienes se enfocan en minimizar los riesgos a la baja y conservar el capital en sus portafolios. Después de la crisis financiera, los rendimientos de las inversiones están más relacionados con la habilidad de los administradores de proteger el valor, y hay mucha más consciencia sobre la forma en que los factores ASG pueden manifestarse en riesgos materiales que debilitan la solvencia. Sin embargo, ser conscientes es sólo el primer paso. Todo el trabajo del PRI está articulado para guiar a los inversores de forma práctica en cuanto a cómo implementar los Principios en cada clase de activos con el fin de que puedan ejecutar acciones, y este documento guía no es la excepción. Basándonos en las prácticas líderes de nuestra red global de signatarios, creemos que ésta es la primera vez que se reúnen en un solo lugar ejemplos detallados de inversores que están implementando la inversión responsable en renta fija. Esperamos recibir más ejemplos de otros signatarios durante los próximos meses. Espero que este documento proporcione, especialmente a los propietarios de activos, la información necesaria para que la inversión responsable sea la norma en esta clase de activos. Cada sección incluye una serie de consideraciones que creemos que los fondos de pensiones deberían exigirles a sus administradores para asegurarse de que confían en su enfoque, así como un nuevo módulo dedicado a la renta fija en el Reporting Framework del PRI, que también brinda una gran cantidad de información que los inversores pueden usar. La publicación de esta guía fue un esfuerzo colaborativo y me gustaría agradecerles a todos los signatarios y colaboradores que contribuyeron a su desarrollo.



Fiona Reynolds

PROGRAMA DE RENTA FIJA DEL PRI

La Línea de Trabajo en Renta Fija del PRI es uno de nuestros programas más populares.

Más de 200 representantes de más de 60 organizaciones han participado activamente desde su creación en 2011. Su popularidad es evidencia de la enorme afección de conocimiento que hay acerca de inversión responsable en una clase de activos que domina la mayoría de los portafolios de fondos de pensiones y compañías aseguradoras. Los inversores también enfrentan una creciente presión por parte de clientes y beneficiarios para que demuestren exactamente en qué consiste la inversión responsable en renta fija.

Tres años después de su lanzamiento, estamos empezando a ver los resultados reales de este programa. Este documento guía es el último en una serie de actividades que les ayudan a los signatarios a implementar los Principios en diferentes clases de activos. Está basado en nuestros artículos de discusión del 2013 titulados *Corporate Bonds: Spotlight on ESG risks* (Bonos corporativos: los riesgos ASG en el centro de atención) y *Sovereign Bonds: Spotlight on ESG Risks* (Bonos soberanos: los riesgos ASG en el centro de atención). Estos artículos exploran la relevancia de los asuntos ASG para el desempeño de la renta fija y las conexiones entre factores ASG y solvencia.

La siguiente fase de nuestro trabajo será ayudar a los inversores a tratar asuntos ASG con los emisores de deuda y explorar el papel que las agencias de calificación pueden desempeñar para ayudar a los inversores a integrar factores ASG. Los invito a participar.



Archie Beeching,
Gerente Senior de Apoyo a la
Implementación – Renta Fija, PRI

PREÁMBULO DE NUESTROS AUSPICIADORES

KFW BANKENGRUPPE Y UNION INVESTMENT

Las dinámicas de riesgo y rendimiento están cambiando para los inversores en renta fija. Las consecuencias de la crisis financiera todavía tienen impactos significativos en los mercados de capitales, y esto ha hecho que invertir en renta fija sea cada vez más complejo. ¿Cuáles son las implicaciones? Analizar los indicadores clave de desempeño tradicionales ya no es suficiente para determinar la solvencia de un emisor. Adicionalmente, una amplia variedad de criterios que antes se habían dejado de lado ahora se deben incorporar. Aunque los inversores institucionales están tratando de dilucidar una comprensión más amplia del riesgo, hasta el momento no se ha establecido ningún estándar comúnmente aceptado. Al mismo tiempo, surgen nuevas oportunidades para financiar la transición hacia una economía más sostenible, y el mercado emergente de bonos verdes es una de ellas.

En este punto es donde la inversión responsable entra en juego. Como antiguos colaboradores del PRI y directores de los Grupos de Trabajo en Renta Fija originales del PRI, Union Investment y KfW Bankengruppe reconocen el papel fundamental que la inversión responsable debe desempeñar en la administración de los activos que se nos confían. Como inversores prudentes, consideramos un amplio rango de factores que pueden impactar el perfil de riesgo y rendimiento de las inversiones que hacemos, ahora y en el futuro. En este contexto, la importancia de los temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) está creciendo —simplemente porque tanto los clientes como las condiciones del mercado así lo requieren—. Analizar factores ASG y cómo estos pueden afectar el perfil de crédito de los emisores en los que invertimos nos ayuda a hacer una evaluación más amplia de los méritos de un emisor para invertir en él.

Ya hemos implementado muchos de los enfoques descritos en esta guía en nuestros propios portafolios y el análisis de factores ASG ya es parte de nuestro marco de acción para la gestión de riesgos y nuestras políticas de inversión. Nuestra meta es promover discusiones que le ayuden al PRI a establecer mejores prácticas y estándares para la inversión responsable en toda la industria.

Todavía estamos en los primeros momentos de la inversión responsable en renta fija. Pero la consciencia y la demanda de un enfoque más holístico para analizar asuntos ASG en renta fija están aumentando, como lo demuestra el calibre de las organizaciones que han contribuido al trabajo del PRI en este ámbito. Nos enorgullece apoyar el lanzamiento de esta guía y le agradecemos al PRI y a nuestros colegas signatarios por su liderazgo y valiosos aportes.

Ha sido un esfuerzo realmente colaborativo de muchas personas y organizaciones alrededor del mundo, y queremos agradecer a todos los que participaron por su duro trabajo y por los importantes conocimientos que aportaron para convertirlo en un éxito.



Dr Günther Bräunig
Miembro de la Junta Directiva de
KfW Bankengruppe



Jens Wilhelm
Miembro de la Junta Directiva de
Union Asset Management Holding
AG


Dr Günther Bräunig


Jens Wilhelm

INSTRUCCIONES PARA APROVECHAR ESTA GUÍA AL MÁXIMO

El PRI preparó este documento guía con dos tipos de público objetivo en mente: administradores de inversiones en renta fija y propietarios de activos (tales como fondos de pensiones y compañías aseguradoras). El objetivo de construir un «documento vivo» es motivar a los lectores a que contribuyan con más conocimientos y promover una mejor comprensión de la IR en relación con esta clase de activos.

CONSIDERACIONES PARA LOS PROPIETARIOS DE ACTIVOS ¡ATENCIÓN A LOS CUADROS AZULES!

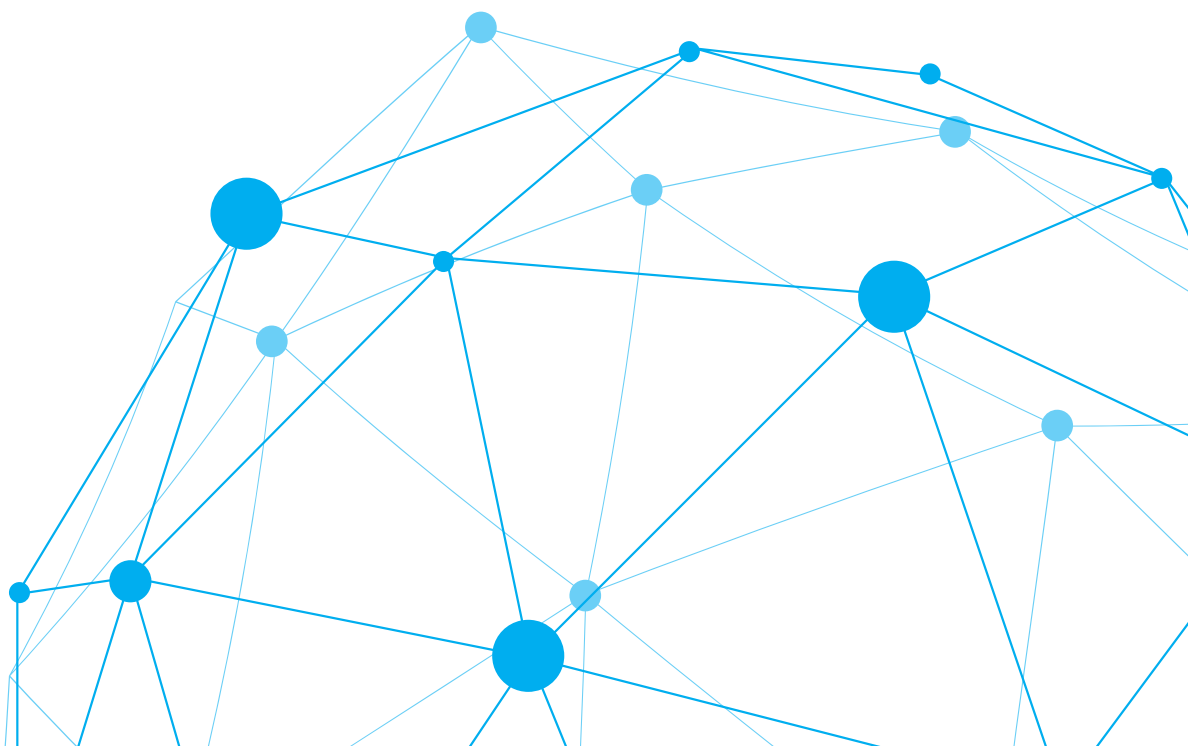
A lo largo del documento, los propietarios de activos encontrarán consejos relacionados con cada sección. Si usted trabaja para un fondo de pensiones, una compañía aseguradora o un fondo soberano de inversión y quiere participar más activamente, por favor póngase en contacto con el PRI para hacer preguntas y compartir sus ideas y ejemplos prácticos o estudios de casos prácticos.

Para participar, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org

PARTICIPE EN LA DISCUSIÓN ¡ATENCIÓN A LOS CUADROS NARANJA!

- Cuéntenos brevemente sobre un estudio de caso práctico para compartirlo con otros inversores (consulte el marco de referencia para estudios de casos prácticos, el cual se encuentra en el Anexo).
- Envíe observaciones sobre el material y comparta ideas novedosas.
- Ayude a construir una comunidad de agentes de renta fija interesados en este tema.

Para unirse a la discusión, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org



RESUMEN EJECUTIVO

Este documento está pensado como una guía para inversores en renta fija acerca de la implementación de los Principios de Inversión Responsable (a los que en adelante nos referiremos simplemente como los Principios). Se apoya en investigaciones secundarias, entrevistas con organizaciones signatarias del PRI, el Grupo de Trabajo para la Implementación en Renta Fija del PRI e información divulgada en el *Reporting Framework* del PRI. Este documento es parte de una línea de trabajo permanente para promover la Inversión Responsable (en adelante abreviada IR) en relación con esta clase de activos. Se origina después de dos publicaciones de 2013 que exploran las conexiones entre los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) y la solvencia.

Durante la preparación de este documento, el PRI identificó un número de tendencias fundamentales que les ayudarán a los inversores a desarrollar su propio estilo de IR en renta fija. Aunque este es un concepto relativamente nuevo para la mayoría de los profesionales en renta fija, muchos signatarios están poniendo en práctica los Principios, incluyendo el uso del análisis de factores ASG en el proceso de toma de decisiones de inversión y el relacionamiento con los emisores en relación con temas ASG. Como con todas las clases de activos, la IR en renta fija consiste, en general, en maximizar el valor financiero por medio de la gestión de riesgos, descubriendo oportunidades y construyendo portafolios alineados con los valores de los clientes y los beneficiarios.

El documento resume las características únicas de la renta fija con sus múltiples subcategorías de emisores e instrumentos. Además, ayuda a explicar por qué los inversores en renta fija deben adoptar un enfoque ascendente (*bottom-up*) con respecto a la IR y, al mismo tiempo, toma prestadas las experiencias de otras clases de activos, tales como la renta variable cotizada en bolsa.

La esencia de este documento es explicar cómo los inversores pueden integrar el análisis de temas ASG en su administración de bonos, ya sean corporativos o de otro tipo. En el contenido se explica cómo medir varios criterios ASG para cada uno de estos emisores y cómo usar esta información cuando se toman decisiones de inversión, incluyendo el análisis de riesgos, las valoraciones y la evaluación para filtrar (*screening*) del universo de inversión.

Dado que una demanda significativa por parte de los inversores está impulsando el crecimiento del mercado de bonos verdes, los inversores deben desarrollar y exigir estándares y definiciones más estrictas de lo que es «ecológico» para que sus inversiones tengan el impacto deseado. En cuanto al relacionamiento, es posible que los tenedores de bonos cuenten con poca experiencia tratando asuntos ASG con los emisores, pero muchos lo consideran una herramienta útil para mitigar riesgos importantes en temas ASG y alinear a los emisores con sus propios valores.

Sigue siendo importante que los inversores integren la IR completamente en las funciones de administración, investigación, gestión de riesgos y ventas de sus organizaciones, asegurándose de que se aplique sistemáticamente y sea convincente para los clientes (potenciales). También se resumen algunos de los desafíos más grandes que los inversores en renta fija deben enfrentar en el proceso de implementación de los Principios.

El documento se concibió tanto para propietarios de activos como para administradores de renta fija. Por lo tanto, se partió de una base en la que el lector tiene poco conocimiento previo de conceptos de IR tales como integración de asuntos ASG y relacionamiento. Estos temas se abordan en el contexto de inversiones que siguen la estrategia de comprar y mantener (*buy-and-hold*), pero también se pueden aplicar a inversiones en mercados secundarios. Este documento explora diferentes tipos de emisores, como gobiernos, empresas e instituciones financieras y menciona diferentes instrumentos (cotizados en bolsa o privados), incluyendo los bonos de titulización de activos.

INTRODUCCIÓN

DEMANDA DE INVERSIÓN RESPONSABLE EN RENTA FIJA

Las motivaciones para aplicar la IR en renta fija van desde la búsqueda de valor financiero a través de la gestión de riesgos y oportunidades hasta motivaciones éticas y preocupaciones reputacionales. En el caso de los signatarios del PRI, generalmente es una combinación de estas tres motivaciones. La Tabla 1 muestra cómo los inversores institucionales y los administradores de inversiones pueden responder a algunos de estos factores determinantes para la IR.

Tabla 1: Factores determinantes y acciones para implementar la inversión responsable.

La Inversión Responsable (IR) es un enfoque de inversión que reconoce explícitamente la importancia de los factores ASG y la salud y estabilidad del mercado a largo plazo como un todo. La IR entiende que la generación de rendimientos sostenibles a largo plazo depende de sistemas sociales, ambientales y económicos estables, funcionales y bien gobernados. Abarca una variedad de perspectivas de IR, incluyendo las enfocadas en rendimientos, valor, inversión temática y relacionamiento.

“Nuestro objetivo en el proceso de integración de asuntos ASG es descubrir oportunidades y riesgos no tradicionales que hacen parte de compañías que creemos muestran características atípicas.”

Kim Nguyen-Taylor, Calvert Investments

1 Nota: En lugar de necesariamente evitar los riesgos, los analistas de factores ASG ayudan a los inversores a identificar y gestionar los riesgos y asegurarse de que son compensados apropiadamente.

FACTOR DETERMINANTE	ACCIONES DEL (INVERSOR INDIRECTO) PROPIETARIO DE ACTIVOS	ACCIONES DEL (INVERSOR DIRECTO) ADMINISTRADOR DE INVERSIONES
VALOR FINANCIERO		
Mejorar la gestión de riesgos y los resultados de las inversiones (a largo plazo)		
<ul style="list-style-type: none"> - Impactos de las tendencias ASG (por ejemplo: regulaciones a las emisiones de carbono) en el mercado de capitales - Concentración de riesgos ASG en todas las clases de activos e instrumentos - Análisis de factores ASG como ventaja en información - Los temas ASG definen la auditoría de compra - Los asuntos ASG son la guía para la distribución/diversificación de activos - Los factores ASG como mecanismo de identificación de riesgos - Los aspectos ASG como sustitutos (<i>proxy</i>) para indicadores crediticios cuando hacen falta métricas financieras confiables 	<ul style="list-style-type: none"> - Responder a las tendencias ASG de los mercados de capitales a través de la distribución de activos - Considerar factores ASG en la administración de activos y pasivos - Considerar las competencias en aspectos ASG para seleccionar, designar y monitorear administradores de RF - Buscar la atribución de desempeño en asuntos ASG por parte de los administradores de RF - Monitorear la concentración de riesgos ASG dentro de los portafolios de RF - Relacionarse con los emisores para mitigar los riesgos ASG 	<ul style="list-style-type: none"> - Garantizar las competencias para analizar riesgos ASG¹ - Analizar el desempeño de inversiones en relación con temas ASG - Integrar factores ASG en el análisis de renta fija y los modelos de fijación de precios - Entender las necesidades de los clientes en cuanto a aspectos ASG - Crear fondos para gestionar específicamente riesgos y oportunidades a nivel ambiental y social - Informar a los clientes sobre la gestión de riesgos relacionados con aspectos ASG - Relacionarse con los emisores para mitigar riesgos ASG y obtener información
FACTORES INSTITUCIONALES DETERMINANTES		
<ul style="list-style-type: none"> - Regulaciones - Normas no vinculantes – códigos y estándares de IR - Convicciones éticas y normas sociales - Diversas necesidades de los clientes - Demanda de productos de inversión en temas ASG por parte de distribuidores minoristas y beneficiarios - Competencia por aumentar la distribución de RF y todos los activos de RF administrados - Reconocimiento de la IR como mejor práctica - Atraer y retener personal - Preocupaciones referentes a la reputación - Preocupaciones de titulares de pensiones y otros beneficiarios en cuanto a temas ASG - Escrutinio mediático de los inversores institucionales 	<ul style="list-style-type: none"> - Comprometerse con códigos de IR relevantes - Desarrollar la comprensión de asuntos ASG (desde los fideicomisarios hacia abajo) - Incluir filtros de factores ASG o listas de instituciones restringidas (<i>watch lists</i>) en los encargos de inversión - Considerar la capacidad en temas ASG para la selección, designación y monitoreo de los administradores de RF - Incluir el filtrado (<i>screening</i>) de factores ASG o temas ASG en encargos de inversión/criterios de los fondos - Informar a los beneficiarios sobre la gestión de factores ASG - Aplicar filtros en los encargos para emisores o actividades que probablemente afecten negativamente la reputación - Informar a los beneficiarios sobre temas de reputación - Discutir con los emisores factores ASG relacionados con preocupaciones reputacionales 	<ul style="list-style-type: none"> - Comprometerse con códigos de IR relevantes - Asegurar las competencias para analizar riesgos ASG - Desarrollar filtros de factores ASG para clientes - Desarrollar productos basados en temas ASG - Integrar factores ASG en el análisis y control de riesgos - Buscar que los emisores divulguen información sobre aspectos ASG - Asignar la responsabilidad de asuntos ASG a la alta gerencia y el personal encargado de las inversiones - Informar a los clientes sobre procesos ASG y resultados - Ofrecer un filtrado (<i>screening</i>) relacionado con factores ASG a los clientes - Monitorear canales mediáticos para asuntos de reputación - Discutir con los emisores e informar a los clientes sobre factores que probablemente afecten la reputación
VALORES SOCIALES		
<ul style="list-style-type: none"> - Motivaciones éticas de clientes y beneficiarios - Motivaciones éticas de inversores - Normas sociales - Misión de los inversores (por ejemplo, organizaciones religiosas, fundaciones, caridades o inversores de «impacto») 	<ul style="list-style-type: none"> - Desarrollar criterios de exclusión para emisores que no estén alineados con los valores o actúen en contra de las normas sociales - Monitorear factores ASG transversales a los portafolios de RF (por ejemplo: intensidad de las emisiones de carbono) - Exigir el relacionamiento con respecto a temas ASG como herramienta para gestionar asuntos éticos - Exigir inversiones de impacto para responder a tendencias ASG - Discutir con los emisores factores ASG relacionados con preocupaciones éticas 	<ul style="list-style-type: none"> - Ofrecer un filtrado (<i>screening</i>) relacionado con factores ASG a los clientes - Monitorear factores ASG transversales a los portafolios de RF (por ejemplo: intensidad de las emisiones de carbono) - Desarrollar fondos que aborden asuntos morales comunes - Desarrollar fondos que ofrezcan resultados ambientales y sociales positivos - Discutir con los emisores factores ASG relacionados con preocupaciones éticas

APLICACIÓN DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE EN RENTA FIJA

Cada clase de activos tiene características únicas que requieren diferentes enfoques para el análisis de acciones específicas y la administración de portafolios en general. Los inversores deben adaptar su enfoque de IR para cumplir con los requerimientos de cada clase de activos.

Aunque la IR tiene características similares cuando se refiere a la renta variable y a bonos corporativos, también hay diferencias técnicas y culturales en la forma en que se administran estas clases de activos. Como resultado, los inversores en renta fija están incorporando rápidamente la IR. En la Tabla 2 se presentan algunas de las características clave de la renta fija y las acciones que los inversores deberían considerar como respuesta.

Tabla 2: Características de la renta fija e implicaciones para la inversión responsable.

CARACTERÍSTICAS DE LA RENTA FIJA	ACCIONES DE INVERSIÓN RESPONSABLE
Las desventajas potenciales superan las ventajas potenciales —se hace más énfasis en el riesgo, la baja volatilidad y la conservación de capital más que en las oportunidades de crecimiento—.	La prioridad es la contribución de los factores ASG a las desventajas financieras —en particular, riesgos eventuales y sistémicos significativos que puedan afectar la solvencia—. El gobierno corporativo debe ser el más sobresaliente.
Los prestamistas tienen una relación contractual con los prestatarios; no son propietarios. Los tenedores de deuda no tienen voto en las asambleas anuales y su acceso a la gerencia puede ser relativamente poco frecuente.	<ul style="list-style-type: none"> - Para gestionar el riesgo, se debe aprovechar cualquier oportunidad para discutir con los emisores sobre factores ASG que generen preocupación (por ejemplo: en el periodo anterior a la emisión). - Colaborar con otros tenedores de bonos para tener un relacionamiento más efectivo. - Convocar una votación para asuntos de gobierno corporativo durante reestructuraciones de la deuda.
Análisis multicapa (por ejemplo: diferencial de rendimientos y análisis de la curva de rendimientos).	Desarrollar procesos robustos pero sencillos para ayudar a los analistas a identificar y gestionar riesgos ASG de manera efectiva.
Varios tipos de emisor (por ejemplo: corporativo, soberano, del sector financiero y supranacional).	El análisis de asuntos ASG varía para los diferentes emisores. Las métricas, la ponderación de criterios y el enfoque del relacionamiento también cambian. No hay un único método que sirva en todas las situaciones.
Varios tipos de instrumentos (por ejemplo: productos estructurados y bonos de titulización de activos).	Analizar los riesgos ASG relacionados con la solvencia del emisor, así como los conjuntos de activos de cobertura y los originadores.
<ul style="list-style-type: none"> - Deuda emitida como instrumentos públicos o privados. - Deuda emitida como grado de inversión o de altos rendimientos. 	El enfoque de IR varía con relación a la disponibilidad de información sobre temas ASG, las oportunidades de relacionamiento, la influencia del inversor y el acceso a la administración. Los títulos privados/de alto rendimiento pueden representar un riesgo más alto, pero ofrecen más oportunidades para el relacionamiento y resultados superiores.
Diferentes niveles de estructura de capital —senior, subordinada, híbrida, etc.	Los tenedores de deuda subordinada enfrentan las desventajas financieras antes que los tenedores de deuda senior, lo que hace que sean más susceptibles a los impactos de los riesgos ASG.
Los instrumentos de deuda tienen duraciones fijas que cubren diferentes periodos.	Para estimar la solvencia, considerar si las diferentes duraciones afectarán la materialidad de los factores ASG (por ejemplo: ¿impactará la regulación a las emisiones de carbono de la misma forma a los bonos a tres y a diez años?).
Las compañías privadas pueden emitir deuda cotizada en bolsa/pública.	El cubrimiento de datos ASG para compañías privadas es relativamente pobre —regulaciones más débiles para la presentación de informes de compañías privadas—.
Requerimientos de emisión más flexibles pero tiempos de emisión más largos para las ofertas privadas.	Una mayor concentración de riesgos en las ofertas privadas requiere una consideración más detallada de los riesgos ASG, un periodo de emisión más largo lo permite.
Las subsidiarias y los vehículos de propósito especial (SPV por sus siglas en inglés) pueden emitir deuda.	Considerar la exposición a riesgos ASG y la gestión de los mismos por parte de la compañía matriz, la subsidiaria y el originador.

“Nada ha cambiado fundamentalmente excepto que recibimos más información y algunas herramientas para medir mejor las cosas, pero sigue siendo el mismo trabajo de antes. Se trata de entender y gestionar el riesgo.”

Dominique Kobler, BlueBay Asset Management

“Queremos que las personas entiendan que los asuntos ASG son parte de nuestra evaluación de negocios, tanto desde la perspectiva del riesgo como la del valor”

Inka Winter, Deutsche Asset & Wealth Management

Múltiples títulos de deuda sin pagar emitidos por un solo emisor.	Considerar la concentración de riesgos ASG relacionados con emisores individuales de varios títulos.
El análisis de renta fija puede estar fuertemente condicionado por factores cuantitativos.	Responder a la necesidad de métricas de factores ASG consistentes y comparables que no sean «módulos prefabricados» fáciles de integrar con modelos de investigación existentes.
CARACTERÍSTICAS DE LA RENTA FIJA	ACCIONES DE INVERSIÓN RESPONSABLE
Las ganancias provenientes de la emisión pueden destinarse a proyectos específicos.	La renta fija se adapta bien a la inversión en títulos o proyectos con temas ambientales y sociales.
En el mercado primario, la oportunidad de analizar los títulos entre su puesta en venta y la fijación de precios es un tiempo relativamente corto.	Los inversores en renta fija deben operar «a futuro», invirtiendo para tener resultados a largo plazo y siendo consistentes en el relacionamiento.
La renta fija es una de las clases de activos más grandes en términos de distribuciones y tamaño del mercado.	Desarrolle un enfoque robusto de IR y distribuya suficientes recursos según la importancia de la clase de activos.
La investigación sell-side en renta fija es limitada en comparación con la misma en renta variable y normalmente no integra factores ASG.	Motive e incentive a los agentes a que integren el análisis ASG en su investigación de renta fija para apoyar los esfuerzos de IR de los administradores de inversiones.

CONSIDERACIONES PARA LOS PROPIETARIOS DE ACTIVOS

- Defina las expectativas de su organización en cuanto a cuál enfoque de IR deben adoptar los administradores en un fondo de bonos corporativos versus un fondo de mercados emergentes o un fondo indexado, etc.
- Repase las políticas y respuestas de IR del administrador en el Módulo de Presentación de Informes en Renta Fija (Fixed Income Reporting Module) del PRI.
- Incluya términos de aspectos ASG en los acuerdos de administración de inversiones (IMA por sus siglas en inglés).
- Considere asuntos ASG para la selección, designación y monitoreo de administradores de renta fija.
- Especifique necesidades ASG en las solicitudes de propuestas (RFP por sus siglas en inglés) y los encargos.
- Preste especial atención a la comprensión que tienen los administradores de los asuntos ASG en deuda de altos rendimientos y mercados emergentes.
- Considere factores ASG en la estrategia de distribución de activos en relación con la administración de activos y pasivos.

Para participar, hacer comentarios y preguntas, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org.

[Alineación de las expectativas: Guía para propietarios de activos sobre la incorporación de factores ASG en la selección, asignación y monitoreo de administradores.](#) Creamos esta guía para ayudar a los propietarios de activos que designan administradores de inversiones externos. Sugiere un marco de referencia para incluir expectativas en temas ASG en las solicitudes de propuestas, cuestionarios, monitoreo y discusiones con los administradores.



INTEGRACIÓN DE ASUNTOS ASG EN EL ANÁLISIS DE EMISORES

En el contexto de la renta fija, una aplicación clave de la información de temas ASG es definir el análisis de solvencia de los emisores. Asuntos ASG tales como la corrupción o el cambio climático son riesgos potenciales en cuanto a macrofactores que pueden afectar la capacidad de un emisor para pagar su deuda. Los inversores probablemente se beneficiarían si consideraran estos factores como parte integral de su filosofía de inversión al tomar decisiones sobre la distribución de activos, construir portafolios y administrar inversiones.

Los elementos fundamentales del análisis de emisores son los mismos para todos los tipos de emisores.

1. Analizar la exposición del emisor a riesgos significativos y su capacidad para gestionarlos.
2. Entender las implicaciones financieras de que los riesgos se materialicen.
3. Establecer un precio para el riesgo y determinar si el bono representa un buen valor de inversión.

El análisis de factores ASG puede, por lo tanto, ayudar a los inversores a hacerse una idea del valor de un bono, identificar historias de créditos que mejoran o diferenciar bonos con perfiles financieros aparentemente similares. El resto de esta sección trata sobre la integración de factores ASG en el análisis de diferentes tipos de emisores.²

EMISORES SOBERANOS

Aunque los procesos de inversión para bonos corporativos y soberanos pueden ser similares, los análisis de solvencia corporativa y soberana son considerablemente diferentes, especialmente en términos de los criterios que evalúan. Factores de gobierno corporativo como la fortaleza institucional y los riesgos políticos impactan la habilidad y disposición de un estado de pagar su deuda a tiempo. La exposición de un país a riesgos ambientales sistémicos tales como escasez de agua y su resiliencia a esas situaciones también afectan los resultados económicos, el préstamo y su habilidad para atraer inversión extranjera a largo plazo. Además de la corrupción, los inversores han identificado otros indicadores ASG que permiten una mejor comprensión de la solvencia. Para conocer más información sobre las conexiones entre factores ASG y la solvencia soberana, consulte el documento del PRI titulado [Sovereign Bonds: Spotlight on ESG Risks \(2013\)](#).



Integración de factores ASG: Inclusión explícita y sistemática de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en análisis financieros tradicionales por parte de administradores de inversiones.

“Realmente fueron la necesidad y el deseo de fortalecer los procesos de inversión, capturando variables menos obvias o cuantificables para integrar los factores que sabíamos que eran importantes pero tenían un enfoque muy ad hoc en la calificación”

Rob Drijckoning, Neuberger Berman

La Tabla 3 muestra los factores ASG relacionados con la fortaleza del crédito soberano que fueron identificados por el Grupo de Trabajo en Renta Fija Soberana del PRI en 2013. A diferencia del análisis de aspectos ASG para capitales de renta variable cotizados en bolsa, en el lado de la renta fija hay una tendencia a asignarles más peso a los factores sociales que a los ambientales, dadas las conexiones entre estabilidad política, gobierno corporativo y la capacidad de un país para subir impuestos o hacer reformas.

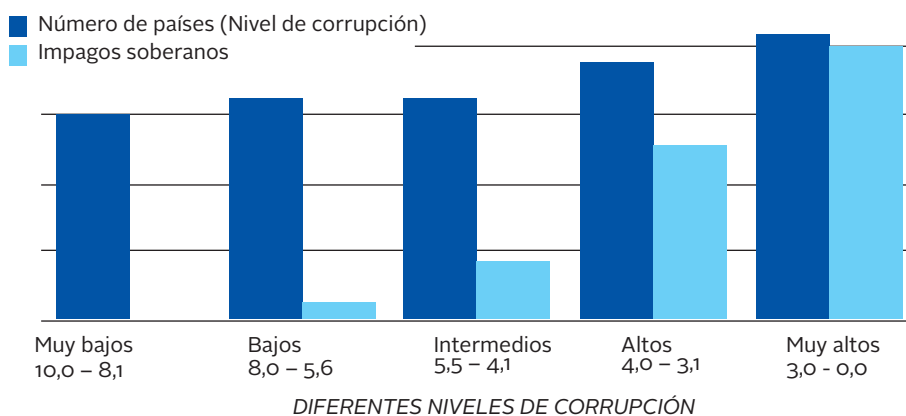
² El PRI reconoce que los factores ASG pueden influenciar otros aspectos del análisis de la renta fija, tales como los riesgos de la tasa de interés. Este documento no cubre ese tema, pero los estudios de casos prácticos de los lectores sobre otros aspectos del análisis de bonos son bienvenidos.

Tabla 3: Criterios ASG clave para el análisis de bonos soberanos.

AMBIENTALES	SOCIALES	DE GOBIERNO CORPORATIVO
Intensidad de las emisiones de carbono	Estadísticas demográficas	Fortaleza institucional
Estrés hídrico	Educación y capital humano	Corrupción
Recursos energéticos y gestión energética	Niveles de salud	Estabilidad del régimen
Desastres naturales	Libertad política y de prensa	Estado de derecho
Biocapacidad y calidad del ecosistema	Derechos humanos	Presentación de informes financieros
Contaminación	Estándares laborales	Efectividad de las regulaciones
Biodiversidad	Exclusión social	Apego a las convenciones
Agricultura	Desigualdad salarial	Relaciones Internacionales

Union Investment, una firma alemana administradora de inversiones, evalúa la corrupción como un indicador clave de la fortaleza de un crédito soberano, dada la relación entre fraude, evasión de impuestos, mal manejo financiero y la capacidad de un emisor para pagar sus obligaciones de deuda.³ Hay fuertes correlaciones entre la corrupción y el número de impagos soberanos, como se muestra en el Gráfico 1.

Gráfico 1: Niveles de corrupción de 87 países (Índice de Percepción de la Corrupción) e impagos soberanos desde 1970. Fuente: Union Investment, Transparencia Internacional.



“La mayor parte de nuestra clasificación ASG consiste en variables de gobierno corporativo: 60%. Por ejemplo, la variable del riesgo político está muy relacionada con el régimen político y qué tan efectivo es”

Edith Siermann, Robeco

La Tabla 4 muestra un desglose de los indicadores ambientales usados por la administradora de inversiones Oddo Securities como parte de su análisis de crédito soberano. En conjunto, estos constituyen un tercio del puntaje total de todos los factores ASG. Con base en su desempeño comparado con el puntaje promedio de factores ASG en el grupo, los países se dividen en cuatro categorías que van desde oportunidad «fuerte» hasta «limitada». Los puntajes son relativos, por lo que permiten a los equipos de inversión identificar riesgos de inversión y oportunidades potenciales. Por ejemplo, en 2012, Oddo identificó que Suecia, Dinamarca y Nueva Zelanda demostraban la mejor gestión de riesgos ASG entre todos los países de la OCDE. Al comparar los riesgos ASG relativos de ciertos países, sus oportunidades de mejorar dichos puntajes y sus calificaciones de crédito actuales, los inversores pueden identificar títulos valores cuyo precio no ha sido fijado correctamente.⁴

³ Union Investment (2014) - *Corruption and the Risks of Losses on Government Bonds (Corrupción y los riesgos de pérdidas en bonos del estado)*.

⁴ Oddo Securities (2012) *Public debt: Fresh challenges and ESG rating (Deuda pública: nuevos retos y calificaciones ASG)*.

Tabla 4: Criterios ambientales de Oddo Securities para gobiernos (2012).

TEMA	INDICADOR	FUENTE	PODERACIÓN
Agricultura	Autosuficiencia alimentaria	FAO	1.0
	Tierra arable	FAO	2.0
Biodiversidad	Especies en peligro de extinción	Banco Mundial	2.5
Cambio climático/Energía	Consumo de energía per cápita	Banco Mundial/IEA	4.0
	Emisiones de CO ₂ per cápita	Banco Mundial	2.0
	Intensidad de las emisiones de carbono por crecimiento	Instituto de Recursos Mundiales (WRI en inglés)	2.0
	Mezcla energética	Agencia Internacional de la Energía	2.0
Agua	Presión ejercida sobre los recursos hídricos	Aquastat (FAO)	4.0
	Recursos hídricos renovables per cápita	Aquastat (FAO)	4.0
Contaminación del aire	Emisiones de dióxido de azufre	Instituto de Recursos Mundiales (WRI en inglés)	2.0
Recursos	Huella ecológica	Red Global de la Huella Ecológica	2.5
	Bosques	Aquastat (FAO)	2.0
	Zona económica exclusiva marítima	Instituto Marino de Flandes (datos de la FAO)	1.5
Transporte	Movilidad Sostenible	Comisión Económica para Europa (ONU)	2.0
			33.5

DESARROLLO DE INDICADORES AMBIENTALES CONFIABLES Y COMPARABLES PARA GOBIERNOS

Para la mayoría de los inversores que invierten en bonos soberanos, desarrollar indicadores ambientales confiables es un reto importante. Es común aplicar la eficiencia energética y el uso de los recursos naturales, pero no hay un consenso contundente sobre qué tan efectivos son estos como indicadores de solidez crediticia.

- La [Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente \(IF-PNUMA\)](#) está trabajando con ONGs e instituciones financieras para desarrollar indicadores ambientales robustos basados en la relación entre la huella ecológica de los países y su biocapacidad (es decir, su disponibilidad de recursos naturales y capacidad de asimilar la contaminación del aire y de otros tipos). Se asume que un excedente de biocapacidad es un indicador de solvencia a largo plazo y, por lo tanto, un indicador efectivo y predictor para los analistas. En 2014, la IF-PNUMA va a poner a prueba esta teoría con inversores para determinar si hay una relación causal fuerte entre las dos.
- La organización francesa sin ánimo de lucro [RISKERGY](#) tiene como objetivo desarrollar una metodología para la calificación de crédito soberano basada mayormente en la resiliencia energética. Su misión es crear una metodología de calificación más predictiva que ayude a los inversores a responder a riesgos relacionados con países menos resilientes en términos energéticos.

PARTICIPE

- ¿Cómo integra su organización asuntos ASG en las inversiones en bonos soberanos?
- ¿Pueden los factores ASG ofrecer perspectivas a futuro?
- ¿Cuáles factores suministran más información acerca del riesgo de crédito soberano?

Para participar en la discusión, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org

EJEMPLOS DE INVERSORES QUE INVIERTEN EN DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Entre los entrevistados por el PRI, los inversores que invierten en deuda de los mercados emergentes (EMD por sus siglas en inglés) asignaron mayor importancia a los factores ASG por la información que ofrecen en lugar de indicadores financieros confiables. Para Rob Drijkonigen, Director Ejecutivo y Co-Director de deuda de los mercados emergentes en la administradora de inversiones estadounidense Neuberger Berman, volverse signatarios motivó a su equipo a esforzarse para desarrollar un marco interno de análisis que incorporara factores ASG significativos junto con indicadores económicos. Cuarenta por ciento del total de su calificación de deuda soberana corresponde a asuntos ASG; el 60 por ciento restante se basa en métricas financieras tradicionales.

«Fue impulsado por el deseo de tener un enfoque más estructurado», dice Drijkonigen. «Nos hacía falta un marco de referencia integral de factores “blandos”, los cuales se superponen en gran medida con los criterios ASG». El equipo empezó con una lista de 40 o 50 indicadores, la cual eventualmente se redujo a 15. Se realizaron pruebas retrospectivas a todos ellos, considerando un grupo de 65 emisores en un periodo de 10 años para encontrar cuáles eran los factores más efectivos. La Tabla 5 es una muestra transversal de los puntajes que Neuberger Berman les asigna a los factores ASG de emisores en mercados emergentes, usando la eficiencia energética como un sustituto de los indicadores ambientales.⁵

Tabla 6: Muestra transversal de puntajes ASG de emisores en mercados emergentes. Fuente: Neuberger Berman, 2013

	Puntaje ASG	Ambientales	Sociales					De gobierno corporativo								
								Legales			Políticos	Económicos				
		Intensidad energética	Efectividad del gobierno	Calidad regulatoria	Estabilidad política y seguridad	Desarrollo humano	Voz y rendición de cuentas	Estado de derecho	Corrupción	Facilidad para hacer negocios	Política y calendario electoral	Fuentes de financiación	Evaluación de los riesgos del sector bancario	Calidad de los activos del sector bancario	Capitalización bursátil	Apertura al comercio
Hong Kong	85.7	100	84	87.5	66	86.6	60.3	80.7	77	98.9	100	100	80	94.5	99.5	90.9
Singapur	84.9	86.1	93.1	86.5	70.2	85	46.3	83.9	87	99.4	80	100	80	89.5	99.1	90.9
Chile	76.3	96.4	73.5	80.8	59.3	74.2	71.2	77.4	72	81.7	80	85	70	77.8	90.1	59.7
Taiwán	75.3	99.7	73.4	73.3	64.9	86.8	67.5	70.8	61	86.1	90	70	60	96.9	99	84.9
Corea	71.3	42.8	74.6	69.1	53.9	86.9	64.2	70.2	56	95	100	70	70	83.4	94.8	74.4
Catar	68.5	47.6	66.7	58.8	70.2	76.2	30.8	65.5	68	77.8	70	100	60	82.4	82.5	67.8
Malasia	67.9	45.9	70	63.2	52.6	67	41.1	60.4	49	92.2	100	90	60	79.4	99.1	89.2
Israel	67.5	87.6	74.1	77	28.4	85.7	63	69.6	60	80	80	60	60	73.6	82.9	50.7

⁵ Neuberger Berman (2013)- ESG Factors in Sovereign Debt Investing (Factores ASG en inversiones en deudas soberanas).

Turquía aparece como un país con buenos factores económicos, pero un puntaje ASG en deterioro. «Algunas de las variables macroeconómicas han mejorado recientemente, pero su lento crecimiento hace que el déficit de cuenta corriente sea menos sostenible y la política está teniendo un impacto cada vez peor en este momento... eso se refleja en cómo los calificamos», dice Mauricio Vargas, economista en Union Investment. Rene Lichtschlag, administrador de fondos en DME de Union Investment, agrega: «Vimos la corrupción, el estado de derecho y la estabilidad política empeorando, mientras que el movimiento en los indicadores macroeconómicos era neutral o positivo. Como resultado, ajustamos nuestra exposición».

EMISORES MUNICIPALES

Los bonos municipales o de gobierno local se pueden dividir en dos categorías: (1) bonos generales sobre obligaciones respaldados por recaudo de impuestos y (2) bonos sobre ingresos respaldados por ingresos de un proyecto específico, como vías con peajes. El mercado estadounidense de bonos municipales se sitúa actualmente en USD 3,7 billones de deuda pendiente.⁶ El mercado se considera bastante estable, aunque los índices de impago han incrementado considerablemente desde 2008. La quiebra de la ciudad de Detroit en 2013 fue la más grande en la historia de los Estados Unidos y sirvió como un llamado de atención para muchos fondos de pensiones de empleados municipales.⁷

El análisis de bonos municipales comparte características con el análisis de crédito corporativo, lo que también es aplicable al análisis de asuntos ASG. En ambos (bonos de obligación general y sobre ingresos) los factores sociales y de gobierno corporativo afectan la capacidad del emisor para reunir ingresos por impuestos o de otro tipo. Algunos criterios ambientales importantes incluyen la intensidad de las emisiones de carbono de la producción energética de un país y la calidad de su infraestructura pública, por ejemplo, sus plantas de tratamiento de aguas residuales.

Breckinridge Capital Advisors, ubicada en Estados Unidos, invierte en bonos corporativos y municipales. Dicen que el riesgo de impago en el mercado de bonos municipales es más alto cuando la opinión pública sobre un proyecto de infraestructura pública (como estadios y vivienda) es ambivalente. Peter Coffin, Presidente de Breckinridge, dice: «Entre más enfocado esté el proyecto en algo esencial para que el gobierno les proporcione educación, salud y bienestar a sus ciudadanos, más seguro será el bono».⁸ Breckinridge integra el análisis de factores ASG para ayudar a determinar qué tan esencial es un proyecto municipal o un emisor, el apoyo esperado de la comunidad y la calidad de las prácticas de gobierno corporativo del emisor. La tasa de desempleo local, los promedios de ingresos de los hogares y los niveles educativos de los votantes se usan como indicadores de la solvencia a largo plazo en este modelo.⁹

“En años recientes, Argentina ha subestimado sus niveles de inflación de manera persistente. De hecho, esta situación inició en 2007, justo cuando se anticipaba un alto incremento en la inflación debido a los seguros médicos, se retuvieron los datos de forma inesperada y la Junta del Instituto Nacional de Estadística fue reemplazada de la noche a la mañana, lo que de entrada genera preocupación en relación con el gobierno corporativo. Durante las visitas al país, se ha vuelto muy claro que la inflación está considerablemente subestimada. Como resultado, hemos aplicado una prima de riesgo más alta a los capitales de renta fija argentinos”

Colonial First State Global Asset Management, Informe sobre inversión responsable y gestión (2013)

COMPARTA UN ESTUDIO DE CASO PRÁCTICO

¿Puede compartir un estudio de caso práctico sobre la integración de asuntos ASG en las inversiones en bonos soberanos o municipales?

Por favor, consulte el marco de referencia para estudios de casos prácticos que se encuentra en el anexo y escríbanos al email FI@unpri.org

6 Comisión de Títulos Valores y del Mercado Bursátil (2012) - «State of the Municipal Securities Market» (Estado del mercado de títulos valores municipales).

7 Moody's (2013) - «Moody's Announcement: Moody's: Municipal bond defaults have increased since financial crisis, but numbers remain low» (Anuncio de Moody's: Moody's: Los impagos de bonos municipales han aumentado desde la crisis financiera, pero las cifras siguen en niveles bajos).

8 Fvischer, M.S. (2013) - «An SRI Bond Filter» (Un filtro para bonos de ISR). Revista Financial Advisor, 7 de marzo de 2013.

9 Consultar: Breckinridge (2012) - «A Sustainable Approach to Fixed Income» (Un enfoque sostenible para la renta fija).

EMISORES SUPRANACIONALES

Las organizaciones supranacionales, como el Banco Mundial o el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, emiten bonos regularmente para financiar proyectos y negocios relacionados con desarrollo sostenible. Se considera que estas organizaciones representan un riesgo relativamente bajo y normalmente emiten bonos de grado de inversión. Como resultado, el análisis ASG de entidades supranacionales tiende a estar más enfocado en su uso de las ganancias que en la solvencia del emisor como tal. Los emisores supranacionales actúan de manera muy similar a los bancos en la forma en que financian sus proyectos, generalmente con préstamos a largo plazo por medio de la emisión de bonos.

El análisis ASG les proporciona a los inversores información adicional sobre estos proyectos y les ayuda a asegurarse de que los intereses de los emisores estén alineados con los de los inversores que invierten en estos fondos. Muchas de estas inversiones se hacen en economías de mercados emergentes, donde los marcos regulatorios y la transparencia pueden ser débiles y, como resultado, algunos riesgos pueden ser menos obvios. En estos casos, los inversores deben asegurarse de que el emisor tenga la capacidad de identificar y gestionar riesgos ASG, por ejemplo, aplicando los Estándares de Desempeño o los Principios de Ecuador de la CFI. La siguiente lista contiene más detalles sobre los bonos temáticos emitidos por organizaciones supranacionales.

CONSIDERACIONES PARA ANALIZAR EMISORES SOBERANOS, MUNICIPALES Y SUPRANACIONALES

- Los factores ASG pueden definir el análisis fundamental del crédito soberano, la calificación interna de crédito y, finalmente, los precios de los bonos.
- Se pueden usar puntajes o calificaciones ASG para diferenciar emisores y guiar la diversificación.
- Las calificaciones internas de crédito que combinan factores ASG y macroanálisis garantizan que la administración del portafolio no ignore los riesgos ASG clave.
- La ONU, la OCDE, el World Factbook de la CIA, Transparencia Internacional, el Banco Mundial y organizaciones similares ponen a disposición información ASG de diferentes gobiernos.
- Los factores ASG tienen un papel importante en el análisis de deuda de los mercados emergentes, donde la presentación de informes financieros puede ser poco confiable.
- Comparta análisis de asuntos ASG con los equipos de bonos tanto corporativos como soberanos acerca del riesgo del país, los techos de la calificación de crédito, macrotendencias ASG y áreas de regulaciones emergentes.
- Considere las diferentes etapas del desarrollo económico de los países porque las naciones en desarrollo tienden a tener calificaciones ASG más bajas, pero pueden mejorar más rápido que los países desarrollados.
- Los riesgos ASG de los gobiernos locales y los riesgos estatales no están necesariamente correlacionados y se deben analizar por separado.
- El análisis ASG puede suministrarles información a los inversores sobre qué tan esencial son los proyectos municipales e identificar riesgos para fuentes específicas de ingresos.

EMISORES CORPORATIVOS (NO FINANCIEROS)

ASUNTOS ASG CORPORATIVOS

Los factores de gobierno corporativo (por ejemplo: rendición de cuentas, gestión del riesgo e independencia de los miembros de la junta directiva) pueden tener una fuerte relación con la solidez del crédito. Los escándalos corporativos relacionados con fraude y sobornos frecuentemente llevan a multas punitivas, pérdida de la licencia para operar y mayor escrutinio por parte de los entes reguladores. Por otra parte, las compañías bien administradas tienden a estar mejor alineadas con los intereses de los tenedores de bonos, ya que la transparencia corporativa mantiene a dichos tenedores mejor informados sobre la exposición y gestión del riesgo.

Los temas sociales, como estándares de salud y seguridad bajos o las relaciones con las comunidades, también pueden afectar la solvencia si no se manejan adecuadamente. Las huelgas y la productividad tienen un impacto significativo en las operaciones. Además, si los gobiernos introducen más regulaciones para responder a tendencias ambientales tales como el cambio climático, es posible que ciertos sectores experimenten costes operativos en aumento y una demanda decreciente de productos o actividades con altos niveles de carbono, particularmente en la producción de energía y la minería local.¹⁰ Para conocer más información sobre las conexiones entre los factores ASG y los riesgos del crédito corporativo, consulte el documento del PRI de 2013 [Corporate Bonds: Spotlight on ESG Risks \(Bonos soberanos: los riesgos ASG en el centro de atención\)](#).



Los análisis de factores de gobierno corporativo tales como la remuneración y la auditoría financiera son comunes entre los inversores que invierten en bonos, pero pocos integran de forma sistemática una amplia variedad de factores ASG en sus análisis de crédito. De los 322 inversores que completaron el Módulo de Presentación de Informes en Renta Fija del PRI en 2014, el 13,5 % de ellos indicaron que aplican la integración de asuntos ASG a las inversiones en renta fija corporativa que administran activamente.¹¹ Esta proporción difícilmente representa a toda la industria, dado el compromiso de los signatarios del PRI con la integración de asuntos ASG.

ANÁLISIS DE LA EXPOSICIÓN CORPORATIVA A LOS RIESGOS RELACIONADOS CON TEMAS ASG

La Tabla 6 presenta ejemplos de criterios clave considerados en el análisis ASG para emisores corporativos. La materialidad de los diferentes factores ASG depende del sector en el que opera el emisor. Los inversores determinan sus propios indicadores y puntajes ASG para cada emisor u obtienen información de proveedores externos de servicios de investigación.

PONDERACIÓN DE FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBIERNO

Tabla 6: Ejemplos de criterios ASG analizados para emisores corporativos. Fuente: Grupo de trabajo en renta fija corporativa del PRI (2013).

AMBIENTALES	SOCIALES	DE GOBIERNO CORPORATIVO
Medio Ambiente	Estadísticas demográficas	Integridad empresarial
Cambio climático	Derechos humanos	Derechos de los accionistas
Biodiversidad	Relaciones con los empleados	Estructura de incentivos
Recursos energéticos y gestión energética	Salud y seguridad en el trabajo	Prácticas de auditoría
Biocapacidad y calidad del ecosistema	Diversidad	Independencia y experiencia de la Junta
Contaminación del aire	Relaciones con los clientes	Deber fiduciario
Escasez y contaminación del agua	Responsabilidad de los productos	Transparencia/rendición de cuentas

¹⁰ Standard & Poor's (2014) - «Carbon Constraints Cast a Shadow Over The Future of the Coal Industry» (Las limitaciones a las emisiones de carbono oscurecen el futuro de la industria del carbón).

¹¹ Consultar: [Proceso de Reporte y Evaluación del PRI](#) para conocer más detalles. Actualmente, el Módulo de renta fija del PRI es un requisito voluntario, pero será obligatorio para los signatarios del PRI a partir de octubre de 2015.

ANÁLISIS INTEGRADO: LECCIONES APRENDIDAS DE LOS CAPITALES DE RENTA VARIABLE COTIZADOS EN BOLSA

La integración de asuntos ASG puede ser un concepto nuevo para muchos en el ámbito de la renta fija, pero es un concepto relativamente bien establecido entre los inversores que invierten en renta variable. Algunas semejanzas básicas entre los bonos corporativos y los capitales de renta variable cotizados en bolsa permiten compartir algunas de las lecciones que ya se aprendieron, particularmente para aquellos que están invirtiendo en títulos de renta fija híbridos como los bonos convertibles.

En el documento del PRI titulado Análisis Integrado, los signatarios muestran diferentes formas de integrar el análisis ASG al análisis económico y de la industria, la estrategia de la compañía, los informes financieros y las herramientas de valoración para títulos en renta variable. Los estudios de casos prácticos muestran cómo los factores ASG sirven como insumos para los análisis de pronósticos de crecimiento, preferencias de consumidores para distribuidores minoristas, costes operativos para las empresas de servicios públicos, litigación farmacéutica y estimaciones de valor de marca.

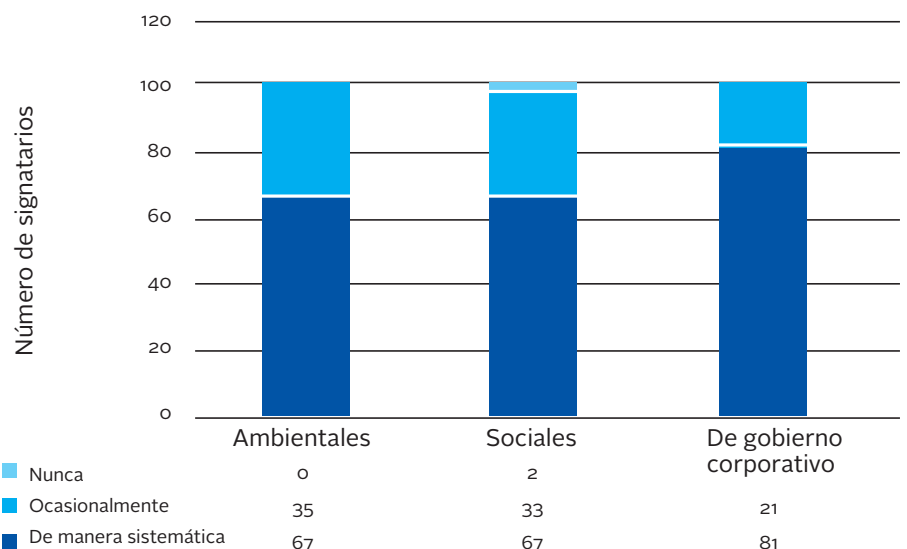
Consultar el Análisis Integrado: Cómo los inversores están abordando los factores ASG en la valoración fundamental de renta variable del PRI (2013).



CORPORATIVO POR SECTOR

Después de haber decidido cuáles criterios ASG integrar al análisis de crédito, los inversores deben medirlos y ponderarlos como parte de un puntaje o calificación ASG acumulada. La mayoría de ellos están de acuerdo con que el gobierno corporativo debería tener la ponderación más alta, ya que este factor se relaciona más de cerca con la calidad de la gestión y la solvencia general. Hay poco consenso sobre la importancia de las medidas ambientales y sociales, ya que estas pueden variar según el sector. El Gráfico 2 muestra la frecuencia con la que los signatarios del PRI consideran factores ASG en su análisis de bonos corporativos.

Gráfico 8: Cómo analizan los signatarios del PRI los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Fuente: *Reporting Framework del PRI*.



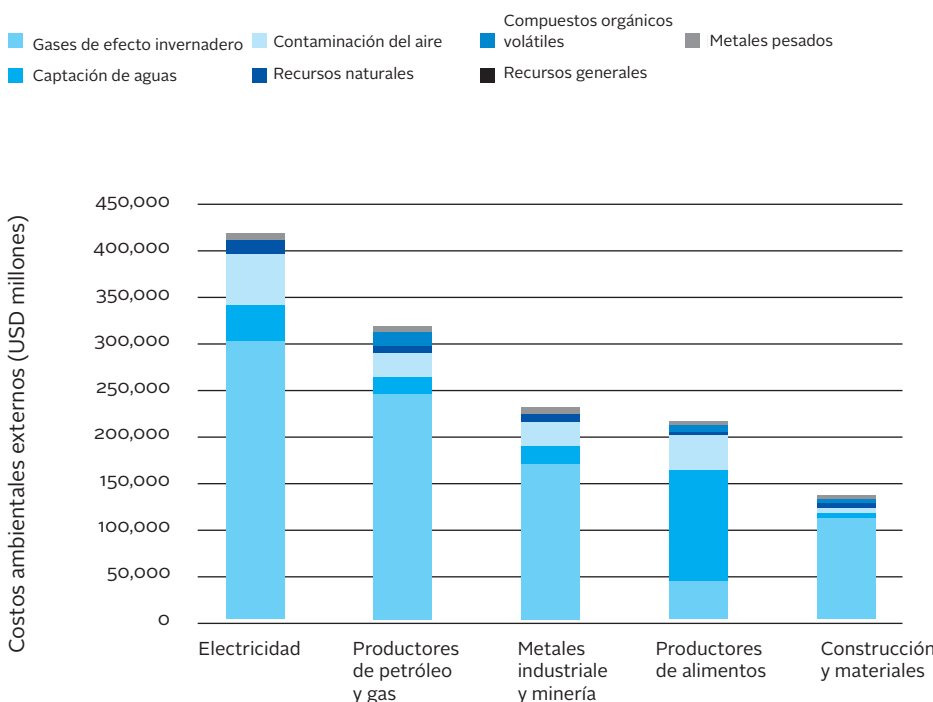
Los filtros ASG que se les aplican a sectores comerciales específicos deben ser diferentes. Aunque el gobierno corporativo es universalmente importante, asuntos ambientales como el estrés hídrico sólo se pueden materializar en ciertos sectores, como los de extracción minera, alimentos y bebidas, y empresas agrícolas. Para las aerolíneas, la eficiencia en el uso del combustible puede ser una métrica ambiental y financiera clave. Un emisor que produce menos emisiones de carbono será menos susceptible a la volatilidad en el precio de los combustibles. Si los costos de los combustibles suben, tal emisor tendría menos presión para disminuir otros costos con el fin de conservar sus ingresos. Además, una flota aérea que produce menos emisiones de carbono normalmente tendrá un mejor desempeño bajo posibles regulaciones futuras a las emisiones de carbono. Cathy Roy, Gerente de Inversiones de Calvert Investments, dice que este análisis «muestra que las aerolíneas con flotas más jóvenes y que consumen menos energía tienen valoraciones más altas y, por consiguiente, mejor desempeño en las métricas de cubrimiento colateral en las transacciones de certificados fiduciarios de equipos mejorados», creando así una propuesta de inversión a largo plazo más atractiva.

“Hace cinco o seis años decidimos ponderar cada indicador por sector. Por ejemplo, ponderamos la parte social a un nivel más alto que la ambiental para los bancos, mientras que para las compañías de energía sería al contrario”

Christoph Klein, Deutsche Asset & Wealth Management

El Gráfico 3 muestra los costos ambientales externos para diferentes sectores, asumiendo una tendencia continua hacia regulaciones para mitigar o «internalizar» ciertos costos externos. Las compañías que no están en posición de gestionar estos riesgos pueden experimentar costes operativos más altos u otras penalidades financieras y, por consiguiente, pueden ser consideradas menos solventes.

Gráfico 3: Costos ambientales externos para diferentes sectores.
Fuente: Trucost y PRI, abril de 2011.



“Pensamos en estos temas como la contaminación y nos preguntamos “¿cuáles compañías tienen una solución?” Valeo (una compañía automotriz francesa) es una buena empresa porque ofrece reducción del peso, tecnología de parada-arranque para automóviles y maneras de reducir la generación de CO₂. Entonces vemos cómo su participación en el mercado crece a medida que aumenta la demanda de este tipo de productos”

Marc Briand, Mirova

ENFOQUE EN ASUNTOS AMBIENTALES

El Fondo de Pensiones de la Agencia del Medio Ambiente (EAPF, por sus siglas en inglés) del Reino Unido entrega pensiones a empleados y exempleados de dicha agencia. El fondo trabaja con su administradora de bonos corporativos, Royal London Asset Management (RLAM), y el proveedor de servicios de investigación Trucost para monitorear la huella ambiental total de su fondo de bonos corporativos. Integrar esta información a las decisiones de inversión del EAPF y de RLAM ayuda a dar cuenta de los riesgos ambientales materiales en

“Considero que integrar asuntos ASG es una de las cosas más potentes que los inversores pueden hacer. Ponerle un precio a los factores ASG usando un mecanismo del mercado suministrará la estructura de incentivos correcta para que, con el paso del tiempo, el sector corporativo gestione de forma mucho más consciente y estratégica los asuntos ASG. Si no cambiamos el comportamiento, no cambiamos mucho”

Manuel Lewin, Zurich Insurance

“El proceso para inversiones no cotizadas en bolsa es muy diferente a comprar un bono cotizado, esto podría tomar algunos meses antes de que se apruebe la transacción. Se hace un análisis a profundidad, por lo que el analista tiene mucha información sobre la compañía”

Angelique Kalam, Futuregrowth Asset Management

términos financieros, así como a determinar inversiones ambientalmente sostenibles. Según la EAFP, «RLAM encontró un análisis útil para identificar los bonos que están conectados con actividades de alto impacto y, cuando es práctico, reemplazarlos en el portafolio por otros bonos puede satisfacer las mismas necesidades del portafolio pero con un impacto menor». En 2012, la huella ambiental del fondo fue 23% menor que su parámetro de referencia, el índice general iBoxx.¹²

ENFOQUE EN ALTOS RENDIMIENTOS

Por naturaleza, los emisores de altos rendimientos son más susceptibles a los riesgos ASG. Estos emisores tienden a ser más pequeños; muchos son empresas privadas y, como resultado, no tienen que reportar la misma información u operar con los mismos estándares. Es más probable que tengan estructuras de gobierno corporativo no convencionales que pueden estar desalineadas con los intereses del acreedor. Como resultado, la calidad del gobierno corporativo es incluso más importante para determinar su solvencia. Además, los inversores se deben enfocar en la capacidad de un emisor para sobrevivir a eventos frecuentes de bajo impacto; por ejemplo, cómo los fabricantes de sustancias químicas gestionan la exposición a accidentes industriales por medio de estándares de salud y seguridad en el trabajo, y cómo una compañía minera gestiona los riesgos de posibles cierres debido a acciones industriales.

ENFOQUE EN OFERTAS PRIVADAS

Las ofertas privadas son capitales de renta fija negociables emitidas para un grupo de inversores relativamente pequeño y selecto. Las ofertas privadas no tienen que estar registradas ante la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), pero el mercado está regulado por la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros del ese país (NAIC, también por sus siglas en inglés). El mercado de ofertas privadas, de USD 50 mil millones, está dominado por compañías de seguros que buscan financiar obligaciones de seguros con emisiones de bonos a un plazo más corto. Estos inversores tienden a adoptar el enfoque de comprar y mantener porque el mercado es relativamente ilíquido. Las calificaciones de crédito para los bonos colocados de forma privada se establecen después de que el bono se emite y el periodo promedio de emisión es de 12 semanas. La mayoría de las emisiones están en el rango entre USD 100 millones y USD 1.000 millones.

Estas características clave significan que las ofertas privadas son particularmente adecuadas para un enfoque de inversión responsable, el cual es bastante distinto de los bonos corporativos normales.

- Una transparencia relativamente pobre, la falta de opciones de venta de activos y operaciones relativamente grandes hacen necesario que el inversor deba llevar a cabo una auditoría de compra considerablemente detallada.
- Los periodos de emisión más largos les permiten a los inversores relacionarse con los emisores e identificar riesgos ASG antes de comprometerse a invertir.
- Los inversores también pueden usar las preocupaciones ASG para negociar cupones con los emisores debido a la relación relativamente cercana entre ambas partes.
- Los inversores pueden aprovechar la oportunidad para imponer requisitos de divulgación y presentación de informes con el fin de gestionar de forma más precisa los asuntos ASG.

PARTICIPE

- ¿Cuáles sectores considera que tienen riesgos más altos relacionados con factores ASG?
- ¿Cómo usa el análisis ASG para tomar decisiones de inversión informadas?
- ¿Invierte en bonos de alto rendimiento u ofertas privadas?
- ¿Podría compartir un estudio de caso práctico para mostrar de qué manera gestiona los factores ASG como parte de su proceso de auditoría de compra?

Para participar en la discusión, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico: FI@unpri.org

¹² Environment Agency (2012) Active Pension Fund: Fundfare 2012.

Consideraciones clave para inversores que invierten en bonos corporativos

- Evaluar los riesgos de gobierno corporativo puede limitar sorpresas tales como cambios repentinos o agresivos en la política financiera, estructura administrativa y planes de incentivos a corto plazo.
- Desarrolle un enfoque ascendente para gestionar riesgos ASG relacionados con la solvencia corporativa y apalancar el crossover, donde exista, con equipos de investigación en capitales de renta variable.
- La integración de asuntos ASG debe considerarse un aspecto importante en cualquier tipo de inversión en renta fija.
- Identifique los riesgos ASG significativos relacionados con el sector, filtrando listas grandes y haciendo pruebas retrospectivas.
- Aplique ponderaciones sectorizadas para determinar el puntaje o calificación ASG total.
- ¿Cuándo será significativo un factor ASG?
- Considere cambios en la materialidad para diferentes periodos.
- Analice los temas ASG tanto de la filial como de la empresa matriz.
- Considere la divulgación en los prospectos de bonos y contratos de emisión como parte del análisis de gobierno corporativo.
- Considere el análisis ASG como una posible herramienta para identificar transacciones de valor relativo.
- Las ofertas privadas ofrecen oportunidades significativas para la integración de asuntos ASG, el relacionamiento y que los inversores gestionen riesgos ASG.
- Los bonos corporativos están sujetos a un «riesgo eventual», el cual se puede manifestar como una desventaja regulatoria, legal o reputacional para la compañía.
- La inversión responsable en bonos de alto rendimiento comparte más características con la inversión en renta variable: mayores riesgos pero más oportunidades de relacionamiento.

EMISORES DEL SECTOR FINANCIERO Y BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

En años recientes, los inversores se han vuelto más sensibles a los efectos financieros potenciales causados por fallas en la gestión del riesgo, multas por malas prácticas y la capacidad de los bancos para cumplir nuevos estándares regulatorios. Estos temas también representan riesgos reputacionales, haciendo que las inversiones en bonos emitidos por ciertos bancos sean menos atractivos. En sus papeles como prestamistas y emisores, los bancos están expuestos a riesgos ASG directamente y en sus balances generales. Los riesgos directos para la solvencia del emisor están principalmente relacionadas con el gobierno corporativo y, en menor medida, con las relaciones con los clientes y la comunidad. Por otro lado, analizar los riesgos indirectos de las operaciones bancarias es más complejo.

Para evaluar los riesgos de gobierno corporativo relacionados con los bancos, los inversores deben considerar la cultura organizacional y cómo podrían gestionar la exposición de su balance general a los riesgos ASG. Por ejemplo, podrían considerar si el banco tiene una política fuerte en relación con denunciantes de irregularidades o con el control de riesgos. También podrían considerar si brinda recomendaciones sobre esquemas agresivos de evasión de impuestos o sobre cómo están estructurados sus incentivos financieros. Así como en los sectores de defensa, industrial, farmacéutico y de extracción minera, la corrupción es un indicador clave cuando se evalúa el riesgo en el sector financiero. Los indicadores de las relaciones con los empleados, tales como las tasas de rotación de personal, también de deben tener en cuenta. ¿Divulga el emisor estos temas a los inversores de forma proactiva?

Para analizar la exposición directa a riesgos ASG, los inversores deben revisar los balances generales de los emisores. Un indicador revelador será si un banco divulga de forma proactiva su exposición a riesgos ASG clave, tales como la corrupción o industrias con niveles altos de emisiones de carbono (por ejemplo: el sector del carbón mineral). Otro indicador podría ser una proporción de préstamos otorgados a ciertos grupos demográficos que podría intensificar el sobreendeudamiento.

“Es parte del desafío en altos rendimientos. No vas a ver tanta divulgación pública debido a los recursos limitados, ni transparencia debido a la estructura privada de muchas de estas compañías. Hemos hecho algunas pruebas retrospectivas internas en las que hemos comparado, en un periodo de tiempo extendido, el comportamiento del diferencial de las permutas de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) de un universo de compañías con los desempeños ASG más altos y más bajos con varios umbrales de apalancamiento. En general, observamos que la eficacia ASG era mayor en compañías con mayor apalancamiento. También observamos que las compañías que no divulgan datos ASG tienden a tener un peor desempeño que aquellas con puntajes ASG bajos. Esto podría significar que la falta de transparencia es consistente con un perfil ASG incluso más bajo”

Kim Nguyen-Taylor, Calvert Investments

“Hacemos una evaluación de todos nuestros emisores financieros como parte de nuestra revisión anual de contrapartes. Se evalúan con base en cinco criterios, entre los cuales los riesgos ASG son un componente importante. El puntaje total determina el volumen de operaciones que asignamos a una contraparte específica. La evaluación de riesgos ASG normalmente atrae la mayor atención cuando se da retroalimentación a cada contraparte.”

Yen Wong, Colonial First State Global Asset Management

“En este momento no estamos invirtiendo en bonos de renta fija del primer nivel (*Tier 1*) adicionales en bancos porque sentimos que el litigio en el mercado de capitales podría impactar una parte de los rendimientos”

Bryn Jones, Rathbone Investment Management

TÍTULOS VALORES RESPALDADOS POR ACTIVOS

Los inversores apenas están comenzando a considerar cómo analizar los bonos de titulización de activos desde la perspectiva ASG. El análisis de factores ASG de los bonos de titulización de activos debe capturar los riesgos relacionados con el originador de los títulos valores, la administradora y el «conjunto de activos de cobertura». Los originadores abordan el análisis ASG de la misma forma que las empresas. Los inversores también deben considerar cómo los factores ASG podrían afectar la sostenibilidad financiera de los «conjuntos de activos» o los proyectos individuales que cubren el título valor, tales como préstamos para vehículo o hipotecas.

BONOS CUBIERTOS

Los bonos cubiertos financian principalmente créditos hipotecarios y préstamos en el sector público. Así como con los bonos de titulización de activos, los inversores deben considerar los riesgos ASG relacionados con el emisor y la sostenibilidad de los activos como tal. Por ejemplo, a medida que los precios de la electricidad suben y se imponen nuevas regulaciones a la eficiencia energética, las propiedades más antiguas tienen más probabilidades de volverse menos valiosas. Los inversores pueden analizar la eficiencia energética de un portafolio de propiedades usando estándares como el Certificado de Rendimiento Energético del Reino Unido (EPC, por sus siglas en inglés) o el programa de certificación llamado Liderazgo en Diseño Energético y Ambiental (LEED, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos.

Consideraciones clave para emisores del sector financiero y títulos valores respaldados por activos

- El análisis ASG para emisores del sector financiero se debe enfocar en el gobierno corporativo, la gestión de riesgos, la cultura empresarial, la seguridad informática, disposiciones relacionadas con denunciantes de irregularidades y el cumplimiento de unidades individuales de actividades bancarias así como el emisor como un todo.
- Si el banco embarga los activos de un emisor moroso, también asume sus pasivos, los cuales pueden incluir multas, costos legales continuos y limpiezas y rehabilitaciones ambientales.
- Los emisores del sector financiero pueden mostrar su compromiso con la gestión de riesgos ASG informando su exposición a riesgos ASG en su balance general e implementando políticas ambientales o sus propios marcos de referencia para factores ASG.

COMPARTA UN ESTUDIO DE CASO PRÁCTICO

¿Qué criterios usa para analizar los riesgos ASG del balance general de los emisores del sector financiero?

Por favor, consulte el marco de referencia para estudios de casos prácticos que se encuentra en el anexo y escribanos al email FI@unpri.org

CONSIDERACIONES ADICIONALES PARA LA INTEGRACIÓN DE ASUNTOS ASG

INVERSIONES PASIVAS

Los fondos pasivos de renta fija desempeñan un papel cada vez más importante en los portafolios institucionales; sin embargo, poco se ha investigado sobre el papel que tienen los temas ASG en dichos fondos. Este es un tema importante para considerar con miras al futuro. A continuación, presentamos algunas consideraciones iniciales:

- Los inversores necesitan nuevos índices para administrar fondos ASG pasivos que incorporen el análisis ASG. Ya que la concepción de los aspectos ASG o la sostenibilidad varía y es subjetiva, algunos inversores podrían no estar de acuerdo con las metodologías aplicadas en índices que integran factores ASG.
- Los índices agregados que aplican filtros negativos podrían claramente ser considerados un nicho, dado que los valores éticos y normas sociales aceptados pueden variar para los diferentes sectores.

- Los índices con inclinación hacia asuntos ASG ayudan a los inversores en renta fija a desarrollar fondos pasivos que integren aspectos ASG, enfocándose en temas ambientales y sociales.
- Una oportunidad clave para los inversores en renta fija es replicar un índice de manera pasiva mientras que se le hacen cambios a la ponderación con el fin de reducir los riesgos ASG totales de un portafolio.

ÍNDICES INTEGRADOS DEL MERCADO DE BONOS

En 2013, Barclays y MSCI crearon de manera conjunta una nueva familia de índices de referencia para renta fija basados en reglas, los cuales reflejan tres estrategias diferentes para la incorporación de aspectos ASG:

1. Los índices ponderados con base en factores ASG usan calificaciones ASG y dinámicas de calificación para ajustar las ponderaciones del índice dentro de un índice preexistente de Barclays.
2. Los índices de sostenibilidad usan filtros positivos de factores ASG para cada sector específico con el fin de ajustar las ponderaciones.
3. Los índices socialmente responsables (SRI, por sus siglas en inglés) aplican filtros de factores ASG para excluir a ciertos emisores.

INTEGRACIÓN DE ASUNTOS ASG: ENFOQUE EN LA DURACIÓN Y EL RIESGO DEL PERIODO

Pocas veces se considera la duración en la inversión responsable, pero en el contexto de la renta fija, las líneas de tiempo son particularmente importantes. Los inversores entrevistados por el PRI manifestaron opiniones variadas acerca de las conexiones entre los factores ASG y la solvencia. Diferentes factores ASG presentarán mayores riesgos en diferentes periodos de tiempo. A corto plazo, los inversores enfrentan una gran amenaza derivada de las consecuencias de eventos poco frecuentes pero de alto impacto, tales como climas extremos o desastres industriales. Más allá de los próximos 15 años, las tendencias ASG, tales como los cambios demográficos y el cambio climático, probablemente tendrán un impacto significativo en los rendimientos de los bonos, pero el nivel de ese impacto todavía no es claro. Aunque puede haber pocas diferencias entre los análisis ASG de bonos a tres y cinco años, tienen más sentido los análisis ASG ponderados con base en la duración para bonos a dos y diez años.

PRESENTACIÓN DE INFORMES Y DOCUMENTACIÓN DE LOS BONOS POR PARTE DE LOS EMISORES

Los prospectos de deuda comienzan con «Introducciones y advertencias» e incluyen una sección de «Factores de riesgo» en la cual el emisor hace una lista de posibles riesgos relacionados con la solvencia. Los títulos pueden variar en diferentes sectores y regiones, pero es muy poco común que mencionen riesgos ASG en cualquier jurisdicción. Algunas compañías, particularmente las de servicios públicos de energía, incluyen riesgos relacionados con las regulaciones de las emisiones de carbono. Los ítems donde los factores ASG pueden ser relevantes para un emisor incluyen los riesgos provenientes de la volatilidad de los precios de las materias primas, riesgos regulatorios, políticos, legales y aquellos que afectan la continuidad de las actividades comerciales.¹³

Los contratos de emisión de bonos protegen los intereses del prestatario y el prestamista en cualquier disputa acerca de los términos. Cuando un emisor incumple un contrato de emisión de bonos, se considera en impago técnico, lo que seguramente afectará sus calificaciones de crédito en el futuro. Es común que los contratos especifiquen que el emisor le debe suministrar estados financieros de forma regular al inversor y establece límites a la proporción de deuda que puede tener en relación con el ingreso. Es posible que los contratos de emisión de bonos también incluyan cláusulas que requieran que el emisor cumpla con ciertas normas, tales como seguir los estándares del Pacto Global.

“Nuestro objetivo, en términos de evaluación de riesgos ASG de bancos, es entender el riesgo ASG del balance general o la exposición indirecta de su cartera de crédito o prácticas de préstamo. Las investigaciones ASG actualmente disponibles miden la exposición directa de los bancos (es decir, su consumo de recursos o generación de emisiones), pero no los riesgos que los inversores deben conocer, tales como la exposición del banco al cambio climático a través de su cartera de crédito y actividades de financiación”

Yen Wong, Colonial First State Global Asset Management

“Ciertos riesgos de litigio ambiental podrían aparecer en diez años. Por ejemplo, una noticia relacionada con temas ASG podría representar una oportunidad de compra atractiva en un bono a corto plazo, digamos de tres a cinco años, pero no a diez”

Cathy Roy, Calvert Investments

¹³ En 2012, la Federación Europea de Sociedades de Análisis Financiero (EFFAS, por sus siglas en inglés) les sugirió a los emisores aplicar una definición más amplia de riesgo operacional para abarcar temas como el impacto de los «requisitos de protección ambiental significativamente más estrictos» en la industria automotriz o el impacto de los crecientes costos del petróleo en sectores con altos niveles de emisiones de carbono. Consultar [EFFAS \(2012\) - Minimum Standards for Bond Communications \(Estándares mínimos para las comunicaciones sobre bonos\)](#).

“Nuestro marco de valor relativo se basa en nuestra convicción de que los factores ASG son los más influyentes en el desempeño de los diferenciales de compañías que presentan características combinadas de fundamentales atípicos y factores ASG. En otras palabras, se sobreponderan las compañías con valor fundamental y perfil ASG en proceso de mejora, y se infraponen aquellas que muestran un valor fundamental y un perfil ASG en deterioro.

Por consiguiente, creemos que es posible que los factores ASG no afecten el desempeño del diferencial si el perfil ASG fuerte (débil) de una compañía se yuxtapone a un perfil fundamental débil (fuerte)”

Calvert Investments, Transparency Report 2014

IDENTIFICACIÓN DE RIESGOS, LISTAS DE EMISORES RESTRINGIDOS Y SISTEMAS DE SEMÁFORO FINANCIERO

Las señales de alerta, las listas de emisores restringidos y los sistemas de semáforo financiero son formas efectivas de resaltar de forma rápida y efectiva preocupaciones ASG para consideración por parte del personal de inversión. A los emisores que tengan un puntaje ASG combinado (o un indicador ASG específico) por debajo de un umbral preestablecido se les asigna una señal de alerta o de pare en el proceso de inversión para asegurarse de que los analistas de crédito y los administradores de portafolios sean conscientes de los riesgos que estos acarrearán. El sistema funciona en ambos sentidos. Los analistas también pueden identificar un bono que consideran subvalorado dado el puntaje ASG excepcional del emisor, aunque se deberían enfocar principalmente en el riesgo.

En definitiva, las señales de alerta pueden provocar varios resultados diferentes. Como mínimo, deben motivar la realización de un análisis más profundo de las razones que fundamentan una preocupación o falla particular. Después, es posible que se le pida a los analistas que justifiquen su preferencia por tal emisor. Unos puntajes ASG bajos pueden motivar a los inversores a llevar a cabo acciones de relacionamiento con un emisor para recibir más información o reducir su calificación de crédito general. Esto puede llevar a que los administradores cambien su opinión sobre la fijación del precio y, en última instancia, vender o comprar un bono y ajustar su ponderación en un portafolio. Todos estos enfoques garantizan que los inversores consideren asuntos ASG de forma sistemática en lugar de forma específica.

TOMAR DECISIONES INFORMADAS PARA VENDER/COMPRAR/ MANTENER Y PONDERAR PORTAFOLIOS

Unos puntajes ASG constantemente bajos debido a riesgos significativos pueden, en última instancia, llevar a que un inversor desinvierta en un bono o rechace futuras emisiones. Como alternativa a la desinversión, un administrador de portafolios puede usar el análisis ASG para tomar decisiones informadas de ponderación, inclinándolas a favor de compañías que representen mayor valor según dicho análisis.

CONSIDERACIONES PARA LOS PROPIETARIOS DE ACTIVOS

- Evalúe la concentración de riesgos ASG a nivel de portafolios y fondos (por medio de los administradores de inversiones).
- Revise la política y enfoque de integración del administrador: ¿se incentiva a los administradores de portafolios y analistas a que integren aspectos ASG? ¿Se verifican sus datos ASG? ¿Tienen los recursos suficientes para esto?
- Use información ASG para definir la distribución de activos y diversificar los portafolios de bonos. Unas calificaciones ASG simples les ayudarán a los propietarios de activos a distribuir los riesgos en los portafolios de renta fija para optimizar el valor financiero, ambiental y social.
- Lleve a cabo acciones de relacionamiento con los emisores acompañado de los administradores de inversiones para mejorar la transparencia y obtener información ASG.
- Considere la exposición a riesgos ASG por medio de los fondos de bonos pasivos. ¿Pueden los inversores replicarlos activamente con ponderaciones de portafolio ajustadas a factores ASG con el fin de mitigar riesgos mayores?

Para participar, hacer comentarios y preguntas, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org.

FILTRADO (SCREENING) DE FACTORES ASG

Los inversores que invierten en renta fija aplican filtros o screens ASG a su universo de inversión para controlar cuáles emisores o títulos valores se consideran para inversión. Esta es una forma efectiva de asegurarse de que sus inversiones estén alineadas con las motivaciones éticas (del cliente) y reduce los riesgos reputacionales.

La Tabla 7 muestra algunos de los criterios que normalmente aplican los inversores en renta fija para filtrar diferentes tipos de emisores.

Tabla 7: Criterios de filtrado para diferentes tipos de emisores.

ENFOQUE DE FILTRADO	CRITERIOS CORPORATIVOS	CRITERIOS PARA GOBIERNOS	CRITERIOS PARA EL SECTOR FINANCIERO
Filtros éticos / reputacionales	Ingresos derivados de: - Tabaco - Armas controversiales - Energía nuclear - Pornografía - Armas - Juegos de azar - Alcohol - Pruebas en animales	- Adhesión a estándares internacionales de derechos humanos y temas ambientales (ver abajo) - Uso de la pena capital	- Financiación o propiedad de actividades empresariales incluidas en la lista de criterios corporativos (a la izquierda) - Originar bonos de titulización de activos para financiar alguna de las actividades comerciales en la lista de criterios corporativos (a la izquierda) - Préstamos predatorios - Consultoría o esquemas agresivos para evasión de impuestos
Normas, estándares y leyes internacionales	- Actividades ilegales - Controles de exportación - Convenciones de la Organización Internacional del Trabajo - Estándares del Pacto Global de la ONU ¹⁴	- Embargos comerciales - Sanciones de los Estados Unidos, la Unión Europea y/o la ONU - Convenciones de la OIT - Convenciones de derechos humanos - El Tratado de Montreal - El Protocolo de Kioto - Indicadores Mundiales de Gobernanza - El Tratado de Ottawa (minas antipersonales) - Convención sobre Municiones en Racimo (CMR)	- Controles de exportación - Política relacionada con denunciantes de irregularidades - Cumplimiento de las regulaciones - Ley de Reinversión Comunitaria (Estados Unidos) - Estándares de desempeño de la CFI - Principios de Ecuador - Sanciones internacionales sancions

Hay tres tipos comunes de filtrado ASG:

1. **Filtrado negativo/de exclusión:** Exclusión de ciertos sectores, compañías o prácticas de un fondo o portafolio con base en criterios ASG específicos.
2. **Filtrado positivo/mejor de la clase:** Inversión en sectores, compañías o proyectos seleccionados por su desempeño positivo en aspectos ASG en comparación con otras empresas del sector.
3. **Filtrado basado en normas:** Filtrado de inversiones por estándares mínimos de prácticas empresariales con base en normas internacionales.

EJEMPLOS PRÁCTICOS DE FILTRADO (SCREENING)

A continuación, resumimos algunos ejemplos de filtrado positivo ASG basado en normas para diferentes tipos de emisores:

CORPORATIVO

El filtrado se puede aplicar universalmente a todos los tipos de activos o a encargos o fondos específicos. Muchos inversores han desarrollado fondos de bonos éticos, «verdes», socialmente responsables o de SRI que aplican el filtrado ASG.

POR GOBIERNO

Además de los filtros normales que los inversores pueden aplicar por región o calificación de crédito, algunos inversores aplican filtros positivos por países o filtros ASG para excluir países que no cumplen con ciertos criterios (por ejemplo: firmar tratados de derechos humanos).

¹⁴ Consultar [Los diez principios del Pacto Global de las Naciones Unidas \(2014\)](#).

“Podemos excluir de nuestro universo de inversión algunos emisores que no están alineados con nuestra promesa a los clientes. Los administradores de portafolios deciden, entre las opciones que quedan, el riesgo financiero y ASG que van a asumir”

Thomas Kjaergaard, Danske Capital

- La administradora de inversiones Danske Capital filtra su universo de bonos soberanos con base en los Indicadores Mundiales de Gobernanza (WGI, por sus siglas en inglés) del Banco Mundial. Excluye países con puntajes bajos, excepto en casos en los que la financiación de los bonos claramente ayudará a mejorar esos puntajes.
- Cuando se aplica el filtrado, las entidades regionales, los gobiernos locales y las agencias del gobierno se deben considerar de forma separada de los países en los que operan.

POR SECTOR FINANCIERO

- KfW Bankengruppe excluye bancos que tengan una participación de más del 10% en compañías que operen en sectores que se encuentren en la [Lista de Exclusión de la CFI](#). El mismo proceso se aplica a los originadores de bonos de titulización de activos.
- La Conferencia de Obispos Católicos de Estados Unidos (USCCB, por sus siglas en inglés) «no depositará fondos en una institución financiera que reciba una calificación menos que “satisfactoria” por parte de agencias regulatorias federales bajo la Ley de Reinversión Comunitaria» (CRA, por sus siglas en inglés).¹⁵ La mencionada CRA es una ley federal que apunta a incentivar préstamos para satisfacer las necesidades de las comunidades donde los bancos operan.¹⁶

CONSIDERACIONES CLAVE PARA EL FILTRADO

- Determine qué proporción de los ingresos de una compañía derivados de una actividad o sector que se hayan filtrado generaría una calificación que excluya a un emisor.
- Asegúrese de que los datos ASG en los que se basa el filtrado sean robustos y se revisen de manera regular.
- Considere las posibles implicaciones del filtrado, tales como concentración del portafolio, para universos de inversión más pequeños (por ejemplo: bonos soberanos de países del G7).
- Las filiales, los vehículos de propósito especial y los proyectos normalmente heredan los riesgos ASG de su empresa matriz; por lo tanto, el filtrado se debe comenzar por las empresas matrices.
- El filtrado puede ser un «último recurso» efectivo para un proceso de relacionamiento continuo con el fin de influenciar la gestión de asuntos ASG por parte de los emisores.
- Los conceptos de filtrado positivo basado en desempeño ambiental e inversión en temas ambientales son básicamente intercambiables.

¹⁵ [United States Conference of Catholic Bishops \(2003\) - Socially Responsible Investment Guidelines \(Guía para la inversión socialmente responsable\)](#)

¹⁶ [Ley de Relaciones Comunitarias \(12 U.S.C. 2901\)](#)

RELACIONAMIENTO CON LOS EMISORES SOBRE ASUNTOS ASG

El relacionamiento es una práctica común entre los accionistas como método para descubrir información ASG y tener influencia sobre el gobierno corporativo o la sostenibilidad de una empresa. Sin duda es menos común entre los inversores en renta fija debido a la falta de posibilidad de voto y la posición que ocupan en las estructuras de capital. Sin embargo, los tenedores tanto de deuda como de capitales de renta variable se podrían beneficiar financieramente de un relacionamiento efectivo, ya que se mitigan los riesgos ASG y se maximizan las oportunidades. En este capítulo exploramos aspectos clave del relacionamiento con diferentes tipos de emisores.

ASPECTOS PRÁCTICOS DEL RELACIONAMIENTO CON EMISORES SOBRE ASUNTOS ASG

¿PARA QUÉ LLEVAR A CABO ACCIONES DE RELACIONAMIENTO?

- Para obtener información ASG.
- Para identificar y medir riesgos crediticios que serían difíciles de evaluar de otra forma.
- Para tener un mejor entendimiento de cómo un emisor está gestionando, o planea gestionar, los riesgos ASG.
- Para influenciar la forma en que los emisores gestionan la exposición a riesgos mayores.
- Para influenciar los términos regulares y el contenido de la documentación sobre los bonos, como el contrato de emisión.

¿QUIÉN DEBERÍA EFECTUAR EL RELACIONAMIENTO?

Dependiendo de si el relacionamiento se lleva a cabo para recolectar información ASG o para influenciar el comportamiento del emisor:

- Analistas de renta fija
- Analistas de asuntos ASG
- Administradores de portafolios
- Especialistas en relacionamiento internos
- Proveedores externos de servicios

¿CÓMO PUEDEN LOS INVERSORES PRIORIZAR LAS ACCIONES DE RELACIONAMIENTO Y LOS RECURSOS PARA ELLAS?

El relacionamiento puede requerir muchos recursos; por lo tanto, es importante para los inversores priorizar las acciones de relacionamiento con base en:

- El tamaño relativo de las transacciones en un bono individual o el volumen total de las participaciones
- La severidad y materialidad de los riesgos ASG que están involucrados
- Los asuntos ASG en los que los inversores esperan tener el mayor impacto¹⁷

¿CON QUIÉN LLEVAR A CABO ACCIONES DE RELACIONAMIENTO?

Enfoque corporativo. Las acciones de relacionamiento pueden estar dirigidas a los miembros de la alta gerencia, tales como gerentes financieros o empleados de las áreas de relación con los inversores, legal, de salud y seguridad, y de responsabilidad corporativa.

Enfoque en el gobierno¹⁸ Las acciones de relacionamiento varían considerablemente dependiendo de la escala del inversor, la oportunidad de relacionamiento y la voluntad del emisor de reunirse con los inversores. Los signatarios del PRI han manifestado que llevan a cabo acciones de relacionamiento con funcionarios del gobierno, incluyendo la alta dirección de departamentos del tesoro o hacienda y agencias gubernamentales (por ejemplo: la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos), oficinas de gestión de deuda y agencias de crédito a la exportación.

Relacionamiento: Interacciones entre los inversores y las organizaciones en las que invierten o podrían invertir para tratar temas ASG. Las acciones de relacionamiento se llevan a cabo para influenciar (o identificar la necesidad de influenciar) prácticas ASG y/o mejorar la divulgación de aspectos ASG.

“Consideramos la integración de asuntos ASG en conjunto con, por ejemplo, nuestro enfoque de relacionamiento. Realmente vemos ventajas en las compañías que logran mejoramiento en sus criterios ASG. Es muy interesante ver dónde se están haciendo cambios positivos que todavía no se descuentan en el valor o el diferencial de una compañía”

Edith Siermann, Robeco

¹⁷ En el [sitio web del PRI](#) se pueden encontrar más detalles sobre las acciones de relacionamiento con inversores que el PRI gestiona en la actualidad, incluyendo investigaciones sobre temas específicos como la fracturación hidráulica (fracking), los riesgos hídricos y las relaciones con los empleados.

¹⁸ Hay una línea delgada entre el relacionamiento y el cabildero o lobby con funcionarios del gobierno o para influir en políticas públicas. Algunos inversores consideran que el relacionamiento con emisores soberanos es imposible o inapropiado. Los ejemplos de relacionamiento con emisores soberanos que hay publicados son pocos. En 2013, NEI Investments, un tenedor de CAD 415 millones de deuda soberana canadiense, publicó un [ejemplo de una carta de relacionamiento dirigida a la Oficina Canadiense de Desarrollo Sostenible](#). La carta apoya las políticas del gobierno que responden a retos de sostenibilidad y también expresa preocupaciones acerca del uso que hace Canadá de los recursos naturales a la luz de dichos retos.

“Namibia es un país relativamente bien calificado, pero cerca del 82% de su electricidad proviene de estaciones eléctricas que producen altos niveles de contaminación en Zimbabue. Nuestro equipo de administración de portafolios se reunió con el operador de su red eléctrica, Nam Power, una empresa local de servicios públicos. Esas son las personas con las que necesitamos hablar y decirles “¿están abiertos a considerar la energía renovable?”

Michael Schneider, Deutsche Asset & Wealth Management

“Desde la perspectiva del gobierno, creo que la habilidad de hablar con agencias de administración de crédito, directores de administración de deuda, funcionarios públicos en campo y por teleconferencia, es como logras que te escuchen”

Rob Drijkoningen, Neuberger Berman

“Sentimos, y nuestra investigación empírica lo ha mostrado, que queremos llevar a cabo acciones de relacionamiento con países tanto como sea posible e incorporar asuntos ASG como parte de la prima de riesgo que se asigna a un país de tal forma que esté totalmente integrada en todo el proceso de inversión por medio del cual clasificamos y calificamos los países”

Bryn Jones Rathbone Investment Management

¿CÓMO Y CUÁNDO LLEVAR A CABO ACCIONES DE RELACIONAMIENTO?

Antes de la inversión. Aunque la ventana de tiempo para relacionarse con los emisores antes de la inversión a menudo es corta, también es el momento cuando los tenedores de bonos pueden tener la mayor influencia. Los inversores pueden efectuar el relacionamiento antes de la emisión, durante eventos para recaudar fondos y la prospección corporativa de la demanda. Los signatarios del PRI normalmente llevan a cabo acciones de relacionamiento por medio de llamadas telefónicas, correos electrónicos, cartas, en persona en conferencias y durante mesas redondas con inversores.

Después de la inversión. En el periodo posterior a la inversión, la relación entre el tenedor del bono y el emisor se vuelve contractual y probablemente las consideraciones ASG no sean parte de ese contacto. Sin embargo, los inversores sí conservan algo de influencia como inversores potenciales a futuro dependiendo de su tamaño. Deberían, por consiguiente, considerar realizar acciones de relacionamiento en reuniones trimestrales como respuesta a la presentación de informes financieros, asambleas de accionistas y durante visitas al país (con altos ejecutivos y gobiernos).¹⁹

¿EL RELACIONAMIENTO COMO CORRECCIÓN O FELICITACIÓN?

Para los inversores cuyo estilo es a largo plazo o comprar y mantener, el relacionamiento no solo se trata de corregir fallas, también se promueven mejores prácticas por medio de las interacciones. En algunos casos, los inversores pueden compartir conocimiento de todo su portafolio para apoyar mejor la gestión de riesgos ASG y ayudar en este proceso. Solveig Pape-Hamich, Vicepresidenta de KfW, dice: «Primero, les podemos decir “nos hubiera gustado invertir más en sus bonos, pero no pudimos por razones de sostenibilidad”». Marion Marinov, Gerente Senior de Distribución de Activos, agrega: «Los mejores también reciben una carta. Les decimos: “realmente nos gusta el hecho de que tengan un buen desempeño en sostenibilidad, pero los otros pueden adelantarse el próximo mes cuando mejoren”».

COMPARTA UN ESTUDIO DE CASO PRÁCTICO

- ¿Está usted, como tenedor de bonos, llevando a cabo acciones de relacionamiento de manera exitosa con los emisores?
- ¿Qué hace que sus acciones de relacionamiento sean exitosas y cuáles son los retos?
- ¿Es apropiado que los inversores en bonos soberanos efectúen acciones de relacionamiento con los emisores?

Visite la [página sobre renta fija en el sitio web del PRI](#) para leer estudios de casos prácticos.

¿QUÉ HACE QUE EL RELACIONAMIENTO SEA EXITOSO?

- El relacionamiento es una gestión de larga duración; los inversores construyen su credibilidad con los emisores siendo consistentes en sus acciones de relacionamiento y monitoreando su progreso en el tiempo. Las acciones de relacionamiento exitosas normalmente duran por lo menos un año.
- La efectividad de las acciones de relacionamiento dependerá de la fortaleza de la relación entre el emisor y el inversor. A su vez, esta depende de los originadores, ya sea que el inversor le compre el bono directamente al emisor o a otro inversor, y de la proporción de ese bono que tiene el inversor. Otras variables incluyen la demanda actual del mercado, la calidad del crédito del emisor y la región.

¹⁹ Existen nuevas plataformas en línea que les permiten a los tenedores de bonos contactarse unos con otros de forma anónima señalando su interés en llevar a cabo acciones de relacionamiento con alguna compañía en particular. Hasta ahora, se han usado casi exclusivamente en casos de gestión de responsabilidad corporativa o reestructuraciones de deuda, pero podrían representar una oportunidad para producir un relacionamiento más colaborativo en cuanto a temas ASG.

- Sobrecargar a los emisores con consultas sobre temas ASG puede ser contraproducente. Asegúrese de que los cuestionarios sean sucintos, y obtenga información ASG de proveedores de servicios de investigación cuando sea posible.

ENFOQUE EN RELACIONAMIENTO COLABORATIVO

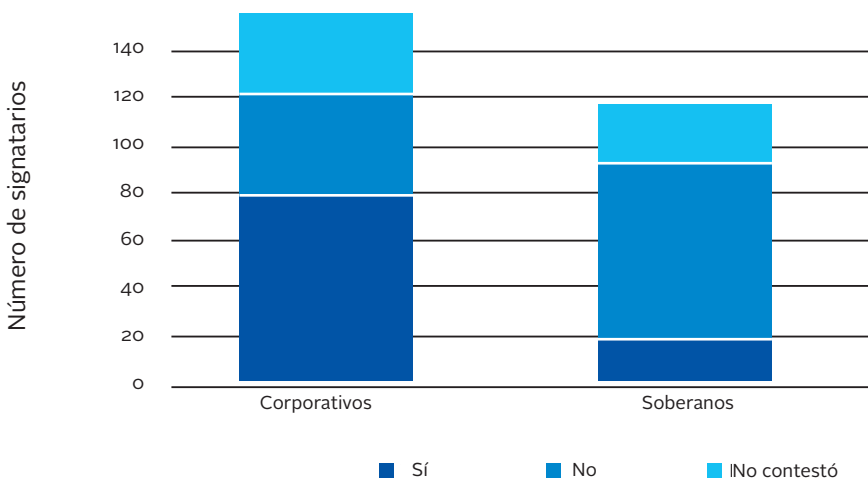
La colaboración ayuda a los inversores a aumentar su influencia y evitar la duplicidad de esfuerzos cuando se trata de gestionar problemas ASG. Los grupos de inversores pueden compartir retroalimentación importante sobre estas acciones de relacionamiento con el fin de mejorar su comprensión de los riesgos ASG. Además de llevar a cabo acciones de relacionamiento con compañías y emisores de gobiernos locales, los inversores también efectuar un relacionamiento más amplio con reguladores, bancos, agencias de calificación de crédito y otros grupos de interés. El equipo de Relacionamiento con los Inversores del PRI apoya activamente 15 acciones de relacionamiento prioritarias, mientras que la plataforma *Clearinghouse* del PRI les permite a los signatarios publicar temas de relacionamiento en los que otros pueden participar.

“Las reuniones con emisores corporativos también tienden a ser una buena fuente de información para el análisis soberano. El equipo de deuda soberana se beneficia mucho de sus reuniones cuando se discuten temas ASG nacionales. Si no tienen una respuesta acerca de los riesgos ASG, eso también es muy diciente”

Gorky Urquieta, Neuberger Berman

Los signatarios del PRI indicaron que realizan más acciones de relacionamiento con empresas que con gobiernos, aunque la proporción de los últimos continúa siendo sorprendentemente alta. El Gráfico 4 que se presenta a continuación muestra las respuestas de tenedores de bonos corporativos y soberanos a preguntas sobre el relacionamiento como parte del Reporting Framework del PRI (2013–2014).

Gráfico 4: Proporción de signatarios del PRI que llevan a cabo acciones de relacionamiento con emisores para discutir sobre la gestión ASG.



CONSIDERACIONES PARA INVERSORES CON RESPECTO AL RELACIONAMIENTO

- La mayoría de las acciones de relacionamiento de los tenedores de bonos se dan en conjunto con equipos internos de renta variable, pero el relacionamiento de solo tenedores de bonos dirigido a un personal diferente puede incrementar la influencia del inversor.
- Los tomadores de bonos pueden usar la plataforma *Clearinghouse* del PRI como una forma de colaborar con otros para aumentar su influencia colectiva.
- El relacionamiento debe considerarse una herramienta esencial para la gestión del riesgo por parte de inversores pasivos, dada la falta de opciones para filtrar o integrar asuntos ASG.

- Construya relaciones fuertes con los emisores siendo consistente en su enfoque de relacionamiento.
- Concentre recursos en sectores de alto riesgo y en las participaciones más grandes.
- Lleve a cabo acciones de relacionamiento tanto con líderes como con rezagados para mejorar los estándares mínimos en varios sectores.
- Establezca metas claras para los resultados del relacionamiento y monitoree el progreso a lo largo del proceso.
- Apoye códigos o directivas relevantes para el relacionamiento (o gestión).
- Considere si el relacionamiento va a ser parte normal de la toma de decisiones y monitoreo de inversión o una actividad distinta con su propio marco de acción y objetivos.
- Prepare informes sobre las actividades de relacionamiento y los resultados directamente para clientes y beneficiarios.
- Los eventos de presentación y las inversiones en bonos verdes ofrecen oportunidades a los inversores para hablar de asuntos ambientales y alinear las actividades del emisor con los valores del inversor.

CONSIDERACIONES PARA LOS PROPIETARIOS DE ACTIVOS

- Realice acciones de relacionamiento con los emisores para protegerse de las desventajas financieras de los factores ASG, incluyendo procesos externos de auditoría, transparencia, gestión de riesgos, etc.
- Lleve a cabo acciones de relacionamiento con los emisores para mitigar riesgos reputacionales o gestionar asuntos éticos.
- Efectúe el relacionamiento junto con los administradores de inversiones para aumentar su influencia.
- Únase a las coaliciones de propietarios de activos para llevar a cabo un relacionamiento de manera colaborativa con emisores o sectores.
- Promueva el relacionamiento colaborativo de varios administradores de renta fija.
- Incluya los resultados de las acciones de relacionamiento en el monitoreo de administradores.
- Motive a los administradores de renta variable y renta fija a compartir información y colaborar entre sí para aumentar su influencia.

Para participar, hacer comentarios y preguntas, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org.



INVERSIÓN TEMÁTICA

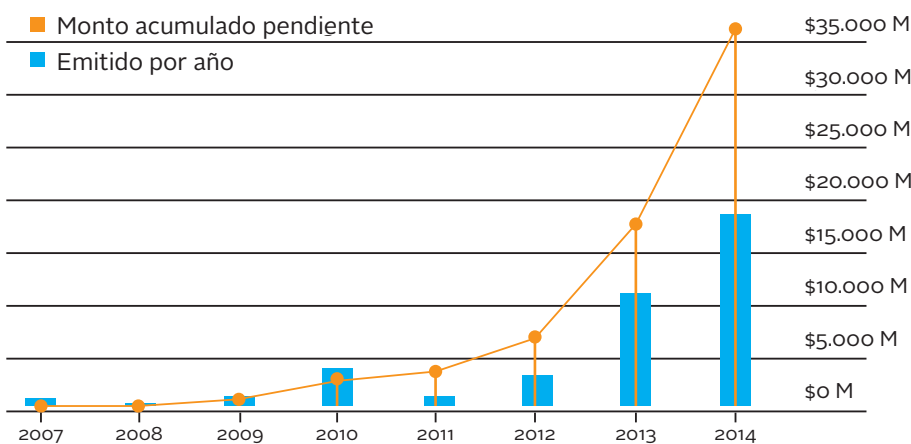
La demanda institucional de productos de inversión que ofrezcan tanto rendimientos atractivos como resultados más sostenibles se encuentra en su nivel más alto. Esta guía se enfoca principalmente en el proceso de inversión y considera las inversiones temáticas como productos de inversión. Sin embargo, muchos ven los bonos verdes como una forma de responder a los riesgos ASG, tales como el cambio climático y la escasez de agua. En esta sección exploramos diferentes tipos de renta fija «temática» y explicamos algunas consideraciones clave acerca de los mismos, con el fin de garantizar que los inversores sean conscientes de los asuntos que entran en juego.

Inversión en temas ambientales y sociales: Inversión en temas o activos específicamente relacionados con la sostenibilidad (por ejemplo: energía limpia, tecnología «verde» o agricultura sostenible).

PANORAMA GENERAL DEL MERCADO DE RENTA FIJA TEMÁTICA

Los bonos temáticos o bonos de titulización de activos son en su mayoría emitidos por corporaciones, bancos y organizaciones supranacionales, tales como el Banco Mundial, pero también por agencias nacionales y autoridades locales y municipales. Las ganancias están principalmente destinadas a proyectos de energía renovable, tales como parques eólicos o formas más limpias de transporte público. Los bonos de titulización de activos se pueden respaldar con instalaciones de energía solar. Dependiendo de cómo se clasifiquen los bonos temáticos, la deuda pendiente en este mercado alcanza un total de entre USD 36.000 millones (marcados como bonos verdes) y USD 502.000 millones (en el mercado de bonos con «temas climáticos»).²⁰ Del estimado más alto, USD 358.000 millones están asignados a financiar transporte que produzca menos emisiones de carbono, mientras que USD 75.000 millones están destinados al desarrollo de energías renovables. En 2013, la mayoría por volumen de estos bonos fue emitida por compañías no financieras, seguidas de cerca por entidades supranacionales.

Gráfico 5: Crecimiento de la emisión de bonos verdes de 2007 a 2014. Fuente: *Climate Bonds Initiative* (Iniciativa de Bonos Climáticos).



El mercado de los bonos verdes se puede desglosar de diferentes maneras. El siguiente resumen incluye ejemplos de diferentes tipos de bonos temáticos y emisiones recientes.

²⁰ [Climate Bonds Initiative \(Iniciativa de Bonos Climáticos\) y HSBC \(2014\) - Bonds & Climate Change 2014 \(Bonos y cambio climático 2014\).](#)

“La gente está más consciente de los temas ASG, pero también del hecho de que se pueden implementar esas restricciones éticas o de factores ASG en un fondo sin renunciar al rendimiento de la inversión”

Bryn Jones, Rathbone Investment Management

“La simplicidad del producto es un factor determinante en este momento. Todo el mundo tiene en su mente el asunto de la transición energética... Eso crea consciencia acerca de estos temas al interior de la comunidad financiera”

Tanguy Claquin, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

BONOS EN TEMAS AMBIENTALES Y SOCIALES

BONOS PARA PROYECTOS Y SOBRE INGRESOS²¹

Los fondos de los bonos para proyectos están destinados a proyectos específicos, tales como la construcción de parques eólicos o transmisión eléctrica marina. (Por ejemplo: en 2013, Brookfield Renewable, una generadora canadiense de energía renovable, emitió un bono a 17 años con calificación BBB por CAD 450 millones para financiar un parque eólico de 166 MW). Los bonos temáticos sobre ingresos normalmente son emitidos por estados, municipios o agencias gubernamentales para financiar proyectos que generan ingresos, tales como los sistemas de transporte público.

USO VERDE DE LOS BONOS SOBRE INGRESOS

Los emisores catalogan el uso de las ganancias y los bonos respaldados por activos como verdes. En lugar de asignar recursos a un proyecto específico, los fondos están reservados para inversiones futuras que califiquen como ecológicas (según la definición del emisor). Por ejemplo:

- **Empresas:** En 2014, la empresa multinacional Francesa de servicios públicos GDF Suez emitió un bono con calificación A por EUR 2.500 millones relacionado con proyectos tanto de energía renovable como de eficiencia energética.
- **Entidades financieras:** En 2014, Lloyds Bank, cuyas oficinas principales se encuentran en el Reino Unido, emitió un bono ASG a cuatro años por GBP 250 millones diseñado para apoyar múltiples proyectos ambientales y sociales relacionados con agricultura, crecimiento regional, salud y préstamos regionales a pymes.²²
- **Agencias y autoridades locales:** En 2013, la agencia de financiación del gobierno noruego, Kommunalbanken, emitió un bono con calificación AAA a tres años por USD 500 millones que se usará para reducir los préstamos a intereses de proyectos municipales en Noruega relacionados con la mitigación del cambio climático.

BONOS VERDES TITULARIZADOS

Los pagos de los bonos verdes titularizados están respaldados por ingresos recibidos por préstamos o arriendos sobre portafolios de activos verdes o conjuntos de activos tales como instalaciones de paneles solares. (Por ejemplo: en 2014, Toyota Financial Services, la compañía de leasing del fabricante de autos japonés, emitió bonos de titulización de activos con calificación A/A por USD 1.750 millones, que maduran en tres periodos de seis a ocho años, con el fin de financiar préstamos y arriendos para la línea de automóviles híbridos de Toyota).

INVERSIONES EN TEMAS CLIMÁTICOS

Los bonos en temas climáticos se definen, en términos generales, como bonos emitidos para recaudar capital con el fin de apoyar soluciones al cambio climático, tales como sistemas de transporte que producen bajas emisiones de carbono e ingresos por productos de bajo consumo de energía.

BONOS EN TEMAS SOCIALES

Existen diversos temas aparte del cambio climático que pueden estar conectados específicamente con las ganancias generadas por bonos. La financiación de vivienda social es uno de los más asentados, aunque las emisiones todavía son relativamente pequeñas hasta la fecha. El Fondo Financiero Internacional para la Inmunización ha estado emitiendo bonos para reunir financiación para vacunas desde 2006. Otras asignaciones potenciales de los fondos incluyen instalaciones educativas, salud y otros proyectos en el sector público o alianzas público-privadas.

²¹ Todas las definiciones y los datos fueron tomados de la Iniciativa de Bonos Climáticos y de MSCI.

²² La calificación financiera del bono ASG de Lloyds se determina por medio de un sistema de puntaje de mejor de la clase (best-in-class) desarrollado por el proveedor de servicios de investigación *Sustainalytics*.

LA NECESIDAD DE ESTÁNDARES PARA LOS BONOS VERDES

El mercado de los bonos temáticos debe adoptar estándares con el fin de proteger los intereses de los inversores y garantizar el crecimiento continuo del mercado general. Pocos inversores concuerdan en las definiciones de «ecológico» o «verde» e invariablemente deberán decidir en qué tonos de verde quieren invertir. Por otra parte, pocos o ningún emisor auditará de forma detallada la «adicionalidad» o impacto de sus inversiones ecológicas. Entre 2013 y 2014, un 39% de las emisiones de bonos verdes no contaban con análisis independientes para validar el uso de sus recursos.

Los bancos emisores, guiados por emisores, inversores y grupos ambientalistas, desarrollaron los Principios de los Bonos Verdes (GBP por sus siglas en inglés) con el fin de ofrecer lineamientos voluntarios para la emisión de bonos verdes. Los GBP apoyan la certificación de bonos verdes aplicando estándares «totalmente desarrollados y aceptados», pero actualmente no proponen un único estándar global.

“Un bono verde no cambia el riesgo de un portafolio, porque todavía estás comprando los mismos créditos... Desde el punto de vista financiero, el riesgo es mismo”

Tanguy Claquin, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank

CONSIDERACIONES PARA LOS INVERSORES QUE INVIERTEN EN BONOS TEMÁTICOS

- No hay un consenso claro en cuanto a la definición de «verde». Los inversores deben definir qué tan «verdes» quieren ser; por ejemplo, ¿la captura y almacenamiento de carbono (CAC) o la fracturación hidráulica se consideran «verdes»?
- Los bonos temáticos pueden ser una herramienta útil para la administración de activos y pasivos. Por ejemplo, regulaciones más estrictas a las emisiones de carbono podrían producir una caída significativa en la demanda de carbón mineral, y los bonos verdes ofrecen una oportunidad para hacer una transición desde estos sectores.
- Considere medir el «impacto ASG» de las inversiones temáticas para asegurarse de que cumplen con las metas deseadas o la «adicionalidad».
- Los índices de bonos verdes ayudan a los inversores a establecer parámetros de referencia para cualquier fondo de bonos verdes, así como a crear fondos cotizados de bonos verdes y productos estructurados. El Banco Mundial y el Banco Europeo de Inversiones desarrollaron un índice de bonos verdes producido por Solactive. En julio de 2014, Barclays y MSCI anunciaron que también lanzarían un índice de bonos verdes.

CONSIDERACIONES PARA LOS PROPIETARIOS DE ACTIVOS

- Considere las inversiones temáticas como parte de una estrategia de distribución de activos para responder a tendencias ASG como el cambio climático, el estrés hídrico y los cambios demográficos.
- Desarrolle un método para monitorear y reducir el efecto negativo financiero (o reputacional) de factores ASG específicos, como las emisiones de carbono y los asuntos de la cadena de suministro.
- Analice y apoye estándares para productos temáticos en renta fija (por ejemplo: bonos verdes) y asegúrese de que los emisores se alineen con las creencias de los propietarios de los activos.

Para participar, hacer comentarios y preguntas, comuníquese con el PRI a través del correo electrónico FI@unpri.org.

INCORPORACIÓN DE LA INVERSIÓN RESPONSABLE EN SU ORGANIZACIÓN

“Nuestros administradores de portafolios ya tienen un objetivo que dice “integrar asuntos ASG”, y ese objetivo se refleja en su evaluación anual”

Manuel Lewin, Zurich Insurance

Hubo un consenso general entre las personas que fueron entrevistadas para la creación de este documento: sin importar las motivaciones iniciales, cuando la IR se presenta como una herramienta para analizar riesgos y obtener una ventaja, hay una rápida aceptación por parte de los miembros del personal a pesar de los cambios necesarios. Hay algunas unidades estructurales fundamentales, sin importar la clase de activos, que todos los inversores deberían considerar cuando estén preparando a su organización para implementar la IR.

La incorporación de asuntos ASG en las decisiones de inversión, relacionamiento y presentación de informes requiere que diferentes equipos con diferentes capacidades colaboren de manera efectiva. Los grupos de trabajo multidisciplinarios, comités de dirección o «centros de excelencia en temas ASG» deben incluir personal de las áreas de análisis, mercadeo, gestión de riesgos y alta gerencia para ayudar en la implementación. Por el contrario, un enfoque prefabricado o ad hoc para los asuntos ASG pocas veces tiene los resultados deseados, y es poco probable que los clientes que están familiarizados con prácticas de IR consideren que tales enfoques sean convincentes.

RESPON-
SABILIDAD

CAPACITACIÓN
EN TEMAS ASG

Las opciones de capacitación van desde cursos generales relacionados con sostenibilidad hasta cursos específicos sobre IR y unidades dentro de cursos de finanzas. En el [sitio web del PRI se encuentra una lista de cursos](#) basados en la idea de que algunos inversores pueden tener la posibilidad de desarrollar su propia capacitación interna.

“Para nosotros, la inclusión sistemática de factores ASG es un área relativamente nueva y BlueBay ha visto mucho interés por parte de los clientes. La pregunta era «¿qué vamos a hacer con respecto a los aspectos ASG y cómo los vamos a integrar a nuestro proceso de inversión?» Decidimos que los factores ASG son en realidad simplemente otro riesgo. Enfocándonos en el aspecto del riesgo primero que todo, los asuntos ASG podrían entonces ser claramente asignados a un departamento de riesgo y ser gestionados desde allí”

Dominique Kobler, BlueBay Asset Management LLP

INFORMACIÓN

IDENTIFICAR,
RECÓLECTAR
Y COMPARTIR

Los inversores enfrentan el reto de identificar información ASG consistente y comparable que dé señales fuertes de solvencia. Los proveedores de servicios de investigación ASG, universidades y organizaciones no gubernamentales (ONGs) ofrecen datos ASG sin procesar para analizar emisores, sectores o países, así como calificaciones, investigaciones personalizadas, mapeo de riesgos e índices. Los datos ASG de los gobiernos normalmente vienen de organismos de la ONU, el Banco Mundial, la Agencia Internacional de la Energía y otras organizaciones intergubernamentales.

Los inversores que desarrollan sus propios puntajes o calificaciones ASG normalmente empiezan con una lista amplia de indicadores que van filtrando con el paso del tiempo con base en los resultados de las pruebas retrospectivas. Los factores ASG individuales normalmente se ponderan como parte de un «puntaje ASG» total, el cual está sujeto a la opinión de un inversor sobre su materialidad con respecto a los sectores o regiones; a los factores de gobierno corporativo frecuentemente se les asigna más peso que a asuntos ambientales o sociales. La intensidad de las emisiones de carbono, la escasez de agua y el manejo de desechos son indicadores ambientales comunes para empresas; en cambio, la corrupción, las tensiones políticas y la intensidad energética lo son para los gobiernos.

“La manera en que los asuntos ASG impactan los resultados financieros finales puede ser muy compleja. ¿Qué significa el cambio climático para un distribuidor minorista, un fabricante de automóviles o un banco a nivel mundial? ¿Qué tanto peso sobre el diferencial de crédito tiene una buena política de cambio climático? ¿Cómo se puede reflejar el riesgo climático en una tasa de descuento? Hay generaciones de administradores de portafolios en toda la industria que no han sido capacitados para entender estos asuntos y no se puede simplemente esperar que ahora todos los manejen de forma efectiva. El punto de partida tiene que ser la capacitación”

Manuel Lewin, Zurich Insurance

“Tenemos una base de datos propia de estudios de crédito que almacena toda las investigaciones de los analistas y los análisis de los créditos de los que somos propietarios. La evaluación de riesgos ASG forma una parte clave del proceso de análisis y queda capturada en esta base de datos”

Toni Spencer, Colonial First State Global Asset

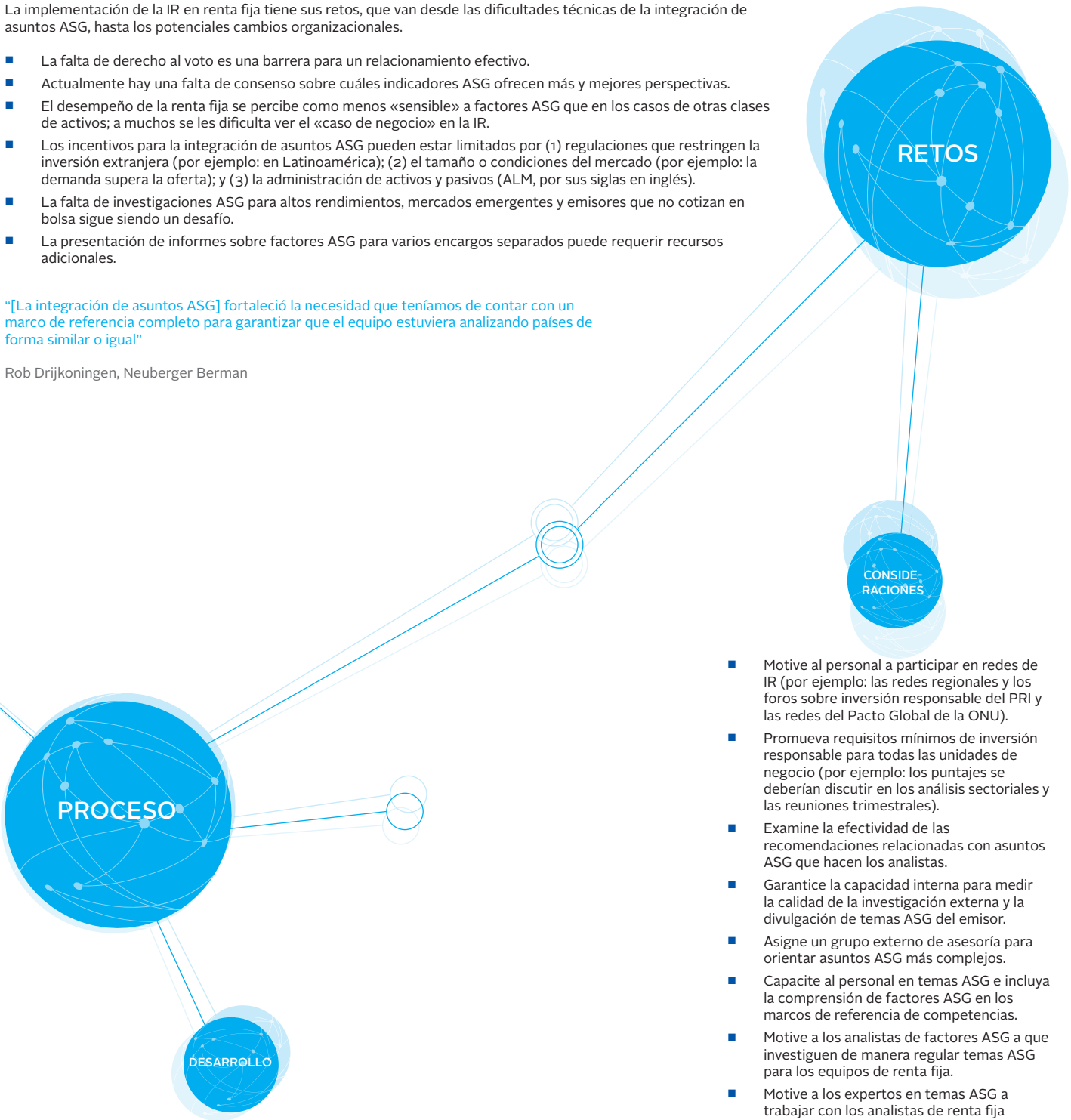
PERSONAS

La implementación de la IR en renta fija tiene sus retos, que van desde las dificultades técnicas de la integración de asuntos ASG, hasta los potenciales cambios organizacionales.

- La falta de derecho al voto es una barrera para un relacionamiento efectivo.
- Actualmente hay una falta de consenso sobre cuáles indicadores ASG ofrecen más y mejores perspectivas.
- El desempeño de la renta fija se percibe como menos «sensible» a factores ASG que en los casos de otras clases de activos; a muchos se les dificulta ver el «caso de negocio» en la IR.
- Los incentivos para la integración de asuntos ASG pueden estar limitados por (1) regulaciones que restringen la inversión extranjera (por ejemplo: en Latinoamérica); (2) el tamaño o condiciones del mercado (por ejemplo: la demanda supera la oferta); y (3) la administración de activos y pasivos (ALM, por sus siglas en inglés).
- La falta de investigaciones ASG para altos rendimientos, mercados emergentes y emisores que no cotizan en bolsa sigue siendo un desafío.
- La presentación de informes sobre factores ASG para varios encargos separados puede requerir recursos adicionales.

“[La integración de asuntos ASG] fortaleció la necesidad que teníamos de contar con un marco de referencia completo para garantizar que el equipo estuviera analizando países de forma similar o igual”

Rob Drijkoningen, Neuberger Berman



El objetivo es desarrollar procesos de IR replicables para la integración, el relacionamiento y la presentación de informes. Pocos propietarios de activos describen cómo quieren implementar la IR dentro de sus organizaciones ya que todas son diferentes. Sin embargo, si quieren ver un proceso replicable que tenga resultados demostrables. Una política sin suficiente información ASG o recursos analíticos para respaldarla no tendrá éxito, al igual que un enfoque ad hoc. Presentar informes sobre el proceso como tal es clave para el relacionamiento con clientes y se debería considerar un proceso iterativo en lugar de uno fijo.

“He evidenciado entre los empleados de Mariner que la gente nos aplaude porque ven que estamos pensando en esta clase de asuntos.”

Bracebridge Young, Mariner Investment Group

- Motive al personal a participar en redes de IR (por ejemplo: las redes regionales y los foros sobre inversión responsable del PRI y las redes del Pacto Global de la ONU).
- Promueva requisitos mínimos de inversión responsable para todas las unidades de negocio (por ejemplo: los puntajes se deberían discutir en los análisis sectoriales y las reuniones trimestrales).
- Examine la efectividad de las recomendaciones relacionadas con asuntos ASG que hacen los analistas.
- Garantice la capacidad interna para medir la calidad de la investigación externa y la divulgación de temas ASG del emisor.
- Asigne un grupo externo de asesoría para orientar asuntos ASG más complejos.
- Capacite al personal en temas ASG e incluya la comprensión de factores ASG en los marcos de referencia de competencias.
- Motive a los analistas de factores ASG a que investiguen de manera regular temas ASG para los equipos de renta fija.
- Motive a los expertos en temas ASG a trabajar con los analistas de renta fija periódicamente e invite a los analistas a que busquen el conocimiento de los equipos de investigación ASG.
- Integre el análisis de asuntos ASG, las señales de alerta y los detalles de las listas de emisores restringidos en las plataformas digitales internas, en las notas de los analistas y en las plantillas y tablas de calificación, y comparta información ASG con los equipos de renta variable y otros.

MENSAJES CLAVE Y PRÓXIMOS PASOS

MENSAJES CLAVE

Durante la preparación de este documento, el PRI identificó un número de tendencias fundamentales que deberían ayudar a los inversores a desarrollar su propio estilo de inversión responsable en renta fija. A continuación listamos algunas conclusiones clave:

- Aunque la IR en renta fija es un concepto relativamente nuevo para la mayoría de los inversionistas, muchos signatarios del PRI están poniendo en práctica muchos de los Principios, incluyendo el uso del análisis de factores ASG en la toma de decisiones de inversión, el relacionamiento con los emisores sobre temas ASG y la presentación de informes sobre estas actividades a los clientes.
- Como con todas las clases de activos, la IR en renta fija se trata, en general, de maximizar el valor financiero por medio de la gestión de riesgos, descubriendo oportunidades y construyendo portafolios alineados con los valores de los clientes y, en última instancia, de los beneficiarios.
- La integración de asuntos ASG es particularmente apropiada para la inversión en renta fija «común» ya que ambas se enfocan en producir ingresos estables con el fin de cubrir obligaciones en diversas líneas de tiempo.
- La renta fija tiene algunas características únicas que requieren de un enfoque de IR ascendente, pero los inversores también pueden tomar prestadas experiencias de otras clases de activos que pueden existir dentro de su organización.
- Una demanda significativa por parte de los inversores está impulsando el crecimiento del mercado de bonos verdes.
- Para que estas inversiones temáticas tengan el impacto deseado, los inversores deben exigir estándares más estrictos para la definición de «verde» y el uso de las ganancias.
- Es posible que los tenedores de bonos tengan poca experiencia tratando asuntos ASG con los emisores, pero los signatarios del PRI lo consideran una herramienta útil para mitigar riesgos ASG importantes y alinear a los emisores con sus propios valores.
- Es importante que los inversores integren la IR completamente a las funciones de administración, investigación, gestión de riesgos y ventas de sus organizaciones para garantizar que se aplique sistemáticamente y sea creíble para los clientes (potenciales).
- Hay algunos retos clave para implementar la IR en la renta fija y los administradores de inversiones deben tratarlos con los clientes para asegurarse de que se identifiquen y gestionen los riesgos ASG de manera eficiente.

PRÓXIMOS PASOS PARA INVERSIÓN RESPONSABLE EN RENTA FIJA

El creciente interés en esta agenda es muy motivante, pero se necesita más trabajo para que la IR sea considerada la norma entre los inversores que invierten en renta fija. Este documento es sólo el inicio de la orientación del PRI en este tema y muchas preguntas quedan abiertas. El PRI espera recibir sus comentarios y observaciones sobre las siguientes preguntas:

- ¿Es la duración un elemento importante en el análisis ASG para responder a la materialidad cambiante de los factores ASG?
- ¿Cómo pueden los inversores abordar la antigüedad de la deuda en el análisis ASG?
- ¿Se puede usar el análisis de factores ASG para definir transacciones de valor relativo en renta fija?
- ¿Qué cambios se requieren para promover más relacionamiento de los tenedores de bonos sobre de asuntos ASG?
- ¿Se debería incluir más información ASG en la documentación de los bonos, incluyendo los contratos de emisión?
- ¿Cuáles son los mayores incentivos para la IR en renta fija?
- ¿En qué medida se necesitan cambios en la política y las regulaciones para apoyar la IR en renta fija?
- ¿Cómo apoyan las agencias de calificación de crédito a los inversores para identificar riesgos ASG?
- ¿Hay un punto medio entre la integración de asuntos ASG y la inversión pasiva?
- ¿Cómo promueven los inversores una transición hacia una economía más sostenible por medio de inversiones en renta fija?
- ¿Cómo pueden los inversores ayudar a construir mercados robustos para renta fija temática?

ANEXOS

Para buscar explicaciones sobre términos clave con respecto a la renta fija, por favor consulte los siguientes sitios web:

www.investinginbonds.com
www.investinginbonds.eu
www.investopedia.com

En la [página de renta fija del sitio web del PRI](#) se encuentran recursos adicionales relacionados con este documento, incluyendo los siguientes:

- Estudios de casos prácticos cortos realizados por agentes expertos.
- Presentaciones de PowerPoint con resúmenes de guías clave.
- Librería de recursos.
- Registros y grabaciones de webinars y eventos con panelistas.

LECTURAS COMPLEMENTARIAS

EMISORES SOBERANOS, MUNICIPALES E INTERNACIONALES

- [Amundi Asset Management \(2010\) - Sovereign bonds and socially responsible investment \(Bonos soberanos e inversión socialmente responsable\)](#)
- [AXA Investment Managers \(2012\) - Sovereign Debt Investing: ESG Framework and Applications \(Inversión en deudas soberanas: Marco ASG y aplicaciones\)](#)
- [Breckinridge Capital Advisors \(2013\) - The Investment Merits of Sustainability in Fixed Income Investing \(Los méritos de la sostenibilidad en las inversiones en renta fija\)](#)
- [Danish Council for Corporate Responsibility \(2014\) - Guidelines for Responsible Investment in Government Bonds \(Directrices para la inversión responsable en bonos del estado\)](#)
- [Hoepner, A., Neher, N. \(2013\) - Sovereign Debt and Sustainable Development Culture \(Deuda soberana y cultura del desarrollo sostenible\)](#)
- [Local Government Super \(2012\) - Global Sustainable Government Bonds \(Bonos del estado sostenibles globales\)](#)
- [Oddo Securities \(2012\) - Public Debt: Fresh Challenges and ESG Rating \(Deuda pública: nuevos retos y calificaciones ASG\)](#)
- [PRI \(2013\) - Sovereign Bonds: Spotlight on ESG Risks \(Bonos soberanos: los riesgos ASG en el centro de atención\)](#)
- [Robeco \(2014\) - Insight: How ESG Adds Value for Bond Investors \(Perspectiva: Cómo los asuntos ASG agregan valor para los que invierten en bonos\)](#)
- [Union Investment \(2014\) - Corruption and the Risks of Losses on Government Bonds \(Corrupción y los riesgos de pérdidas en bonos del estado\)](#)
- [United Nations Conference on Trade and Development \(2012\) - Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing \(Principios de la promoción de préstamos soberanos responsables\)](#)

EMISORES CORPORATIVOS (NO FINANCIEROS)

- [Ashbaugh, H., Collins, D. W., y LaFond, R. \(2004\). "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings." \(Los efectos del gobierno corporativo en la calificación crediticia de las compañías\), Journal of Accounting and Economics \(Revista especializada en contabilidad y economía\) 42, 203-243](#)
- [Bradley, M., Chen, D., Dallas, G. S., y Snyderwine, E. \(2010\). "The Effects of Corporate Governance Attributes on Credit Ratings and Bond Yields." \(Los efectos de los atributos de gobierno corporativo en las calificaciones crediticias y los rendimientos provenientes de bonos\), Documento de trabajo, Universidad Duke](#)
- [Bauer, R. y Hann, D. \(2011\). "Corporate Environmental Management and Credit Risk." \(Gestión ambiental corporativa y riesgo crediticio\), Documento de trabajo, Universidad de Maastricht.](#)
- [Calvert Investments \(2013\) - Weak governance beyond challenging fundamentals in Telecom Italia uncovers additional risk to the credit profile and reason to avoid bonds \(El gobierno corporativo débil más allá del cuestionamiento de los fundamentos en Telecom Italia revela riesgos adicionales relacionados con el perfil de crédito y razones para evitar los bonos\).](#)

- [Ingram, D. \(2012\). "Credit and Environmental Risk: Is There a Link?" \(Riesgo crediticio y ambiental: ¿Existe una conexión?\). Presentación de PowerPoint en un evento sin nombre.](#)
- [Kölbel, J. F. y Busch, T. \(2013\). "The Effect of Bad News on Credit Risk: A Media Based View of the Pricing of Corporate Social Responsibility" \(El efecto de las malas noticias en el riesgo crediticio: Una perspectiva del precio de la responsabilidad social empresarial centrada en los medios de comunicación\). Artículo sobre políticas No. 40, Escuela de Finanzas Duisenberg.](#)

EMISORES DEL SECTOR FINANCIERO Y DEUDA TITULIZADA

- [Chava, S. \(2011\). "Environmental Externalities and Cost of Capital" \(Externalidades ambientales y coste de capital\), Documento de trabajo, Instituto de Tecnología de Georgia.](#)
- [Chava, S., Livdan, D., y Purnanandam, A. \(2009\). "Do Shareholder Rights Affect the Cost of Bank Loans?" \(¿Los derechos de los accionistas afectan el costo de los préstamos bancarios?\), Revista de estudios financieros 22, 2973–3004](#)
- [Goss, A. y Roberts, G. S. \(2009\). "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans" \(El impacto de la responsabilidad social empresarial en el costo de los préstamos bancarios\). Journal of Banking and Finance \(Revista especializada en banca y finanzas\) 35, 1794–1810](#)
- [McKenzie, G. y Wolfe, S., \(2004\). "The Impact of Environmental Risk on the UK Banking Sector" \(El impacto del riesgo ambiental en el sector bancario del Reino Unido\). Applied Financial Economics \(Economía financiera aplicada\) 14, 1005–1016](#)

RELACIONAMIENTO

- [F&C \(2012\) - F&C's Approach to Bonds, Corporate Governance and Stewardship \(El enfoque de F&C en relación con los bonos, el gobierno corporativo y la gestión\).](#)
- [Hermes EOS \(2013\) - BT Pension Scheme Bonds Engagement Report \(Informe de relacionamiento con respecto a bonos de BT Pension Scheme\).](#)
- [KfW Bankengruppe \(2014\) - KfW's Approach to Engagement \(Enfoque de relacionamiento de KfW\)](#)
- [NEI \(2013\) - Re: Planning for a Sustainable Future: A Federal Sustainable Development Strategy for Canada \(Planeación para un futuro sostenible: Una estrategia federal de desarrollo sostenible para Canadá\).](#)
- [Lista de acciones de relacionamiento coordinadas por el PRI](#)
- [PRI \(2013\) - The Value Driver Model: A Tool for Communicating the Business Value of Sustainability \(El modelo generador de valor: Una herramienta para comunicar el valor comercial de la sostenibilidad\)](#)

INVERSIÓN TEMÁTICA

- [European Investment Bank \(2014\) - The Europe 2020 Project Bond Initiative – Innovative Infrastructure Financing \(La iniciativa de bonos del proyecto Europa 2020 - Financiación de infraestructura innovadora\).](#)
- [International Capital Markets Association \(ICMA\) \(2014\) - Green Bond Principles \(Principios de los bonos verdes\).](#)
- [Kidney, S. \(2015\) - Île-de-France issues EUR600m \(\\$830m\), 12yr, AA+ Green Muni \(Île-de-France emite EUR 600 M \(\\$830 M\) en bonos municipales AA+ a 12 años\). Climate Bonds Initiative \(Iniciativa de Bonos Verdes\).](#)
- [Mirova \(2014\) - SRI Bond Funds Are Set to Sail on the Rising Tide of Green and Social Bonds \(Los fondos de bonos de inversión socialmente responsable se preparan para navegar sobre la creciente marea de los bonos verdes y sociales\).](#)
- [Sustainable Investing in World Bank Bonds \(Inversión responsable en bonos del Banco Mundial\)](#)
- [World Bank Green Bonds \(2014\) - About World Bank Green Bonds \(Acerca de los bonos verdes del Banco Mundial\).](#)

ESTUDIO DE CASOS PRÁCTICOS

Uno de los objetivos de este documento es motivar a sus lectores a compartir sus conocimientos sobre IR en renta fija. El PRI los publicará en su sitio web con previa autorización por parte de los autores. Los estudios de casos prácticos tienen que cumplir con los siguientes criterios para considerar su publicación:

- Tienen que estar relacionados con alguno de los temas listados en la tabla que se incluye a continuación.
- Tienen que representar un enfoque innovador de inversión responsable.
- Tienen que incluir ejemplos prácticos de emisores, decisiones tomadas y resultados.
- No pueden contener mercadeo injustificado.
- Tienen que ser concisos y tienen que centrarse únicamente en el tema indicado en su título.
- Tienen que tener una extensión de menos de 500 palabras (excluyendo gráficos, diagramas y tablas de datos).

TIPOS DE EMISORES O INSTRUMENTOS	INTEGRACIÓN	RELACIONAMIENTO	INVERSIÓN TEMÁTICA	SCREENING	REGIÓN	SECTOR	PRESENTACIÓN DE INFORMES
Corporativo	- Integración en bonos corporativos - Integración en deuda privada	- Deuda pública - Deuda privada - Relacionamiento únicamente con tenedores de bonos	- Bonos verdes - Bonos de otras temáticas	- <i>Screening</i> en bonos corporativos - <i>Screening</i> en deuda privada	- Mercado emergente - Mercado desarrollado	- Servicios públicos - Sector extractivo - Sector del transporte - Productos de consumo	- Presentación de informes a clientes institucionales - Presentación de informes a beneficiarios y otros grupos de interés
Sector financiero	- Integración en bonos financieros - Integración en deuda privada	- Relacionamiento con emisores financieros	- Bonos verdes	- <i>Screening</i> ASG - <i>Screening</i> positivo	- Mercado emergente - Mercado desarrollado	- Todos los sectores financieros	
Estado	- Integration in sovereign bonds	- Relacionamiento con emisores soberanos	- Deuda soberana temática	- <i>Screening</i> ASG - <i>Screening</i> positivo	- Mercado emergente - Mercado desarrollado		
Municipal / gobierno local	- Integración en bonos municipales	- Relacionamiento con emisores municipales	- Deuda municipal temática	- <i>Screening</i> ASG - <i>Screening</i> positivo	- Mercado estadounidense - Mercado europeo - Mercado emergente		
Títulos respaldados por activos	- Integración en bonos de titulización de activos, bonos cubiertos	- Relacionamiento con bancos y vehículos para propósitos especiales	- Bonos de titulización de activos temáticos - Bonos cubiertos temáticos	- <i>Screening</i> ASG - <i>Screening</i> positivo	- No se requiere/demasiado avanzado/no relevante - N/A		
Estudios de casos prácticos de propietarios de activos	- Estrategia ASG y de distribución de activos	- Acciones de relacionamiento	- Inversiones temáticas	- <i>Screening</i> ASG - <i>Screening</i> positivo	- Limitaciones sobre la inversión responsable en renta fija	- Presentación de informes de los P de A a beneficiarios	

PRESENTACIÓN DE INFORMES SOBRE INVERSIÓN RESPONSABLE A ACCIONISTAS

Lo que se reporta, se gestiona. Esto es tan válido para los inversores como lo es para las entidades en las que invierten. Cada vez más, los administradores de renta fija están presentando informes sobre sus procesos ASG y sus resultados, justo como los propietarios de activos deberían reportarles a sus beneficiarios para asegurar el alineamiento de los intereses. La presentación de informes debe incluir una explicación sobre cómo trabajan los procesos de IR de la organización, así como sus resultados, retos y soluciones financieras (y ASG).

CONSIDERACIONES SOBRE LA PRESENTACIÓN DE INFORMES

- Suministre conceptos ASG clave y representativos a los clientes para permitirles identificar los principales riesgos ASG que a la larga podrían contribuir a generar caídas en el nivel de la calificación crediticia o incumplimientos.
- Considere una presentación de informes simplificada y un sistema de identificación de los riesgos ASG para los fondos minoristas.
- Informe sobre el progreso ASG, explicándoles a los clientes cómo funciona, quiénes son los responsables, por qué se implementan ciertos enfoques, por qué se considera que el enfoque es robusto y cuáles son los resultados esperados.
- Motive a los clientes a usar los Informes de Transparencia de los signatarios del PRI, y que los usen además para comparar su progreso con respecto al de otros agentes del sector.
- Informe sobre las principales preocupaciones ASG (por ejemplo: señales de alerta ASG) e incumplimientos en las evaluaciones ASG.
- Solicite a los clientes que definan cómo sería su presentación de informes de IR. Trabaje en conjunto con sus clientes para optimizar y alinear informes ASG de diferentes administradoras de inversiones y entre múltiples clases de activos.
- Procure suministrar informes continuos sobre el uso de los ingresos de los fondos de bonos verdes y de impacto.

REPORTING FRAMEWORK DEL PRI

Los signatarios de los PRI deben presentar informes anuales de sus actividades de IR. En 2013, el PRI lanzó su nuevo *Reporting Framework*, el cual consta de 12 módulos que se relacionan con el enfoque general de cada organización con respecto a la IR e incluyen un panorama general de sus inversiones e IR en clases de activos específicas. El módulo del *Reporting Framework* sobre Renta Fija abarca aspectos de la IR tales como la proporción de activos en renta fija que están sujetos a integración, *screening*, inversión temática y relacionamiento; impactos en la toma de decisiones; y resultados financieros y de relacionamiento. El *Reporting Framework* promueve las mejores prácticas de tres maneras:

- Los [Informes de Transparencia del PRI](#), que se encuentran públicamente disponibles, incluyen un resumen de las respuestas ante el *Reporting Framework* por parte de los Signatarios de los PRI. Esto ayuda a que las administradoras de inversiones y los propietarios de activos les presenten informes a sus clientes y beneficiarios, respectivamente.
- Los Informes de Evaluación Privada del PRI permiten que signatarios individuales monitoreen su progreso en la implementación de la IR de año en año y con relación a grupos de otros agentes del sector.
- El «Informe de progreso» anual del PRI es una revisión del conjunto de respuestas ante el *Reporting Framework* e ilustra en términos generales el progreso con respecto a la inversión responsable.

La iniciativa de principios para la inversión responsable

La Iniciativa de Principios para la Inversión Responsable (o Iniciativa PRI por su sigla en inglés) es una red internacional de inversores respaldada por la ONU, cuyos miembros trabajan de manera conjunta para poner en práctica los seis Principios para la Inversión Responsable. Su objetivo es lograr la comprensión de las implicaciones de la sostenibilidad para los inversores y apoyar a los signatarios para que incorporen estos asuntos en su toma de decisiones y en sus prácticas del ejercicio de propiedad. Al implementar los Principios, los signatarios contribuyen al desarrollo de un sistema financiero global más sostenible.

Los Principios son voluntarios y ambiciosos; ofrecen un menú de posibles acciones para incorporar asuntos ASG en las prácticas de inversión en las diferentes clases de activos. La inversión responsable es un proceso que tiene que ajustarse para acoplarse a la estrategia de inversión, el enfoque y los recursos de cada organización. Los Principios se diseñaron de tal forma que son compatibles con los estilos de inversión de grandes inversores institucionales y diversificados que operan dentro de un marco fiduciario tradicional.

La Iniciativa PRI se ha convertido rápidamente en la principal red global para que los inversores demuestren públicamente su compromiso con la inversión responsable, con la colaboración y el aprendizaje conjunto con los demás miembros del sector en lo referente a las implicaciones financieras y sobre la inversión de los asuntos ASG, y con la incorporación de estos factores en su proceso de toma de decisiones de inversión y prácticas del ejercicio de la propiedad.

Información adicional: www.unpri.org



Los PRI son una iniciativa de inversión en asociación con la **Iniciativa Financiera del PNUMA** y el **Pacto Global de la ONU**.

Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (IF PNUMA o UNEP FI por sus siglas en inglés)

UNEP FI is a unique partnership between the United Nations Environment Programme La Iniciativa Financiera del PNUMA es una alianza única entre el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) y el sector financiero global. La IF del PNUMA trabaja en estrecha colaboración con más de 200 entidades financieras signatarias de su Declaración sobre el Desarrollo Sostenible, así como con un conjunto de organizaciones aliadas para desarrollar y promover las conexiones entre la sostenibilidad y el ejercicio financiero. Por medio de redes de pares, investigación y capacitación, la IF del PNUMA lleva a cabo su misión para identificar, promover y realizar la adopción de las mejores prácticas ambientales y de sostenibilidad en todos los niveles de las operaciones de las entidades financieras.

Información adicional: www.unepfi.org



Pacto Global de la ONU

Creado en el año 2000, el Pacto Global de las Naciones Unidas es tanto una plataforma de políticas como un marco de referencia práctico para las empresas que están comprometidas con la sostenibilidad y las prácticas comerciales responsables. Como iniciativa de liderazgo para múltiples grupos relacionados, el Pacto Global busca alinear las operaciones y estrategias comerciales con diez principios universalmente aceptados en las áreas de derechos humanos, condiciones laborales, medio ambiente y lucha contra la corrupción. Además, esta iniciativa global también busca catalizar acciones para apoyar el logro de los objetivos generales de la ONU. Con 7.000 signatarios corporativos en 135 países, es la iniciativa de sostenibilidad corporativa voluntaria más grande en el mundo.

Información adicional: www.unglobalcompact.org

