



# Reflexions circulant entorn de la sostenibilitat

**Gilbert SABOYA i SUNYÉ**



Quan l'Àngels i el Toni, a qui aprofito per reconèixer la seva tasca al capdavant de la SAC i en l'organització del dia d'Andorra a la Universitat d'Estiu de Prada, em van proposar de realitzar una ponència al voltant del tema de l'economia circular, em vaig comprometre a fer-ho amb el dubte de quin enfocament podia donar al tema, per intentar aportar alguna cosa que no fessin els altres ponents, i amb la certesa que el corrent dominant o *mainstream* seria més aviat empàtic amb el concepte.

En el meu univers professional de la gestió d'actius, existeix una corrent d'anàlisi que s'anomena *contrarian* i que intenta, no tant portar la contrària per sistema o per pur esperit de contradicció, però sí posar en evidència les febleses d'alguns plantejaments, normalment generats per la tendència a alinear-se amb opinions de caràcter consensual, i intentar generar valor amb aquesta visió crítica.

He de reconèixer que em genera sempre un cert escepticisme qualsevol nou paradigma. Primer, perquè no sempre és tan nou com es vol presentar. I segon, perquè la història ens ha demostrat, quantes vegades, que els nous paradigmes no sempre han resistit al pas dels temps.

També he de reconèixer que em genera un cert escepticisme el *bonisme* o el *postureig* que acompanya en algunes ocasions aquests conceptes, així com l'excessiva pompa mediàtica que obtenen algunes iniciatives en els mitjans de comunicació. Excessiva pel poc mèrit que crec que tenen.

Per exemple, la idea dels *divendres pel futur*, basats a fer vaga escolar (a la meua època haguéssim dit fer campana) per anar a manifestar-se davant del Parlament és segurament una manera eficaç d'obtenir ressò mediàtic per sensibilitzar la població i intentar influir en els polítics. Però crec que seria molt més útil i exemplaritzant dedicar un dia fora del calendari escolar, és a dir un dia de teòric descans, a promoure una activitat o acció com la neteja de boscos o torrents, o la recollida de brossa o tallers educatius o formatius o de debat sobre aquests temes. Més exemplaritzant i útil, potser no tan mediàtic?

Un altre exemple pot ser el negar-se a volar per assistir a unes conferències sobre sostenibilitat a l'altra banda de l'oceà per part de la mateixa impulsora dels Fridays for Future... Això sí, a bord d'un catamarà de luxe i amb tripulació mediàtica.

En fi, potser el ressò mediàtic que obtenen aquestes iniciatives també ajuden en la promoció de la causa.

Doncs bé, la ponència neix una mica amb aquest esperit.

Per això, he anat treballant unes reflexions al voltant del concepte d'economia circular que figuren essencialment en la part inicial sobre la base d'algunes lectures, i concretament de *L'économie circulaire : les limites et les pistes d'enrichissement du modèle*, realitzat per Gabrielle van Durme, Luce Beaulieu, Manuele Margni, Peter Dietsch, Danielle Zwarthoed, Yves-Marie Abraham, Thierry Pauchant, Yoann Guntzburger, Ingrid Hall, Paul Sabourin i Sara Teitelbaum.

Com el títol de la publicació que he utilitzat com a referència principal ja indica, la part inicial pretén posar en relleu algunes febleses del model però amb una visió de crítica constructiva. En efecte, resulta innegable l'interès que presenta el concepte d'economia circular. Com també ho és l'interès que suscita.

La segona part del text tracta com aquest interès que suscita pot ajudar al mateix canvi de model. I des d'aquest punt de vista, com gairebé tot en el món real, requereix d'un element motor que és l'incentiu al canvi o potser millor dit a la transició.

I des d'aquest punt de vista, més enllà d'unes breus consideracions sobre la necessitat d'inversió per part dels poders públics, em sembla interessant veure com l'incentiu de més rendibilitat per als estalvis pot redundar a enfortir i afavorir les millors pràctiques en termes de sostenibilitat. I com podrien ser els mateixos estalviadors els que ajudessin a canviar les coses. Un concepte molt propi de l'economia circular.

Alguns diran que això és especulació, i ho diran de manera pejorativa. Si anem a definicions com les de la Real Academia Española, trobaríem :

*Especular*: "realitzar conjectures o hipòtesis". Podríem arribar a dir que "Especulo doncs existeixo" (si em permeteu la broma...)

O *especular* : "efectuar operacions comercials o financeres amb l'esperança d'obtenir beneficis aprofitant les variacions de preus o dels canvis"

En aquest cas, intentar obtenir una rendibilitat invertint o finançant empreses que per la seva activitat afavoreixin aspectes relacionats amb la sostenibilitat.

Un objectiu noble, no?

Per tant, la segona part recull algunes reflexions sobre la necessitat d'inversió i com els mateixos ciutadans, a través d'una correcta assignació dels seus estalvis, poden contribuir directament a aquest procés de transició.

Pel que fa a les bases per a una visió crítica de l'economia circular, d'entrada no és fàcil posar-se d'acord en una definició única i clara del terme *economia circular*.

L'interès que suscita avui en dia el terme *economia circular* és degut en bona part als treballs de la Fundació Ellen MacArthur per convertir-lo en una manera de pensar un nou sistema econòmic fonamentat en la col·laboració entre tots els actors, on els fluxos de matèria se circularitzin al màxim i es trenqui així el model lineal més tradicional d'agafar, fabricar i disposar. Aquesta definició d'economia circular s'apropa a tres conceptes anteriors:

- el del *cradle to cradle*, basat sobre la idea de sistemes de producció i consum en cicle tancat;
- el de l'ecologia industrial, en el sentit d'una visió de transformació de les relacions entre els humans i l'entorn a fi de promoure'n la sostenibilitat, i

- l'economia de funcionalitat, a través de la creació de models de negoci fonamentats en la prestació d'un servei en lloc de la possessió del producte que el genera.

Aquests tres conceptes han anat molt sovint, per no dir sempre, lligats a la innovació. Tecnològica primer, i de models de negoci després, sovint com a conseqüència de la tecnològica. El millor exemple és l'aparició del concepte de plataforma (tecnològica i de model de negoci) que fomenta nous hàbits de consum relacionats amb l'economia compartida (eBay, Airbnb, Blablacar...) o relacionats amb els models de distribució de continguts (Netflix, Spotify). També s'apropa als conceptes *economia verda*, que promou fer front als problemes mediambientals a través d'eines econòmiques introduint criteris de benestar i equitat social, o *desenvolupament sostenible*, que va més enllà de la dimensió econòmica i que proposa una visió del que hauria de ser el desenvolupament, més que no pas els mitjans per assolir-lo.

Certament, la popularització de la idea d'economia circular té el mèrit de donar un impuls a aquests conceptes preexistents i de considerar els agents, empreses i consumidors, no com els responsables dels problemes, sinó com a participants de les solucions, en particular gràcies a la innovació i a la col·laboració.

Aquesta popularització vehicula en paral·lel el perill de ser percebuda com la solució. Una resposta única i senzilla als problemes actuals. Sempre atractiu però sempre insuficient. Per això, hem de ser conscients dels seus límits.

El primer: el cost de la transició de model.

Del costat de la producció, caldrà el disseny i la implementació de dispositius incitatius suplementaris al càlcul privat de les empreses per conduir-les a canviar de pràctiques. Això pot significar regulacions més restrictives amb l'ús dels recursos o bé ajudes a la reconversió, ja siguin directes a les empreses o bé indirectes, invertint en iniciatives que promoguin l'aparició de nous sectors. Aquesta intervenció té efectes de justícia distributiva de l'esforç.

Del costat del consum, l'exemple de la modificació del concepte d'ús versus propietat que habilita la innovació tecnològica en forma de plataformes de serveis opera canvis beneficiosos respecte de la generació de residus, però a la vegada comporta uns canvis d'hàbits que produeixen un balanç de generació/destrucció de llocs de treball en diferents sectors: de la producció de béns als serveis, per exemple, que també s'han de considerar com a efectes externs col·laterals del procés.

El mateix canvi d'hàbit pot resultar en un canvi de la funció d'utilitat del consumidor, i no és segur que consumeixi menys, ja que es pot produir un desplaçament de preferències cap a més consum. Consumir diferent però consumir més: és el que es coneix com a paradoxa de Jevons. Res no és fàcil ni evident. La hipòtesi de *ceteri paribus* no existeix en el món real.

Un altre aspecte complex és la capacitat de substitució efectiva de recursos no renovables per renovables que predica el model. Aquí també hi ha límits. Els més evidents, en els recursos energètics.

Unes economies que depenen al 80% de l'ús de carburants fòssils, que per les seves característiques (estoc limitat, impacte creixent dels processos d'extracció, emissions

pol·luents). Resulta difícil discutir la necessitat de substituir aquests recursos. Però cap solució no permet avui assegurar la transició.

La problemàtica de l'estoc d'energia: ni l'eòlica ni la fotovoltaica no ho permeten avui en la mateixa mesura. I els costos d'estoc que s'albiren per solucions basades en bateries, en què es torna a reformular al final de la cadena un problema de sostenibilitat.

Però a part de l'estocabilitat, les característiques físiques mateixes ho fan difícil.

El carbó, per exemple: dos terços de la producció es destina a generació d'electricitat i té una taxa de retorn energètic molt més alta que les renovables: cinc vegades més que la fotovoltaica.

El clàssic debat del passatge al vehicle elèctric obra una reflexió similar. Si féssim una anàlisi tipus *well to wheel*, que cobreixi des de la generació de l'energia fins al consum del conjunt del parc automobilístic ens trobaríem que, segons el mètode de producció el balanç seria fins i tot pitjor que l'actual.

L'altre exemple es troba en els metalls, necessaris en l'evolució tecnològica per afavorir la transició. Metalls, especialment els més rars, el reciclatge dels quals, o bé resulta impossible o a canvi d'uns costos energètics i financers prohibitius.

Per tant, hem de ser conscients dels límits d'aquest nou paradigma. Com de tots els paradigmes que semblen nous, de fet. Així ens ho ensenya la història.

En tot cas, la transició cap a un model que tingui en compte els postulats de la sostenibilitat, concepte més ampli que el de l'economia circular, és ja una realitat, a més de ser una necessitat.

Més enllà dels matisos, el que queda clar és l'interès que susciten els temes que *circulen* entorn del concepte de sostenibilitat.

Més enllà dels matisos, s'estén la convicció que, més enllà d'una moda, la sensibilitat per aquests temes és aquí per quedar-se.

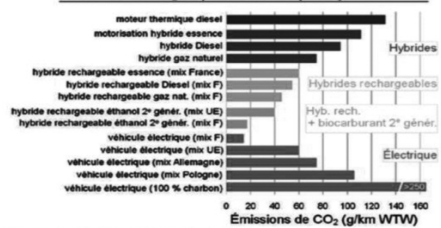
I més enllà dels matisos, és difícilment discutible que hem d'anar integrant els principis lligats a la sostenibilitat en tots els àmbits de la nostra vida quotidiana. Al moment de produir, al moment de consumir, ara que apareix la figura dels *prosumidors*, especialment en l'àmbit energètic. I per què no al moment d'invertir? Tant en el pla públic com en el privat...

La qüestió de la inversió en aquesta matèria es retroba en el debat públic, i en l'oferta de propostes polítiques que intenten donar-hi resposta. Molt sovint des de la perspectiva d'inversió pública que permeti afrontar la transició. I és que sense inversió pública serà impossible realitzar la transició. Serà impossible sense la inversió pública i la de les empreses. Però d'això, pel que he vist en el programa de les jornades, ja se'n parlarà més a fons en altres ponències.

En canvi, un tema que m'interessa especialment i on crec que puc aportar informació és el de

Graphique 1 : Bilan carbone des véhicules électriques

Emissions de CO<sub>2</sub> du puits à la roue (WTW)



Source : Institut français du pétrole (IFP)

la inversió privada. La perspectiva de l'inversor normal, de l'estalviador que ha d'invertir els seus estalvis per fer front a un futur certament difícilment sostenible (també valgui la redundància) dels sistemes de pensions actuals. Uns sistemes més basats en models de prestació definida que no pas d'aportació definida. Uns autèntics esquemes Ponzi en potència, en realitat... Poden els estalviadors ser un agent del canvi? I poden tenir un incentiu per ser-ho?

Una bona manera d'analitzar aquesta qüestió és interessar-se per l'evolució del cantó de l'oferta. Fins a quin punt apareixen estratègies o productes d'inversió que posin al davant els conceptes de sostenibilitat? I com ho fan?

Veurem que aquests conceptes també estan de moda a l'hora d'invertir.

En temes de gestió d'actius financers i de capacitat d'articulació de resposta a noves tendències en aquest sector, fer un cop d'ull al que passa als països anglosaxons i en especial als Estats Units sol ser un exercici útil. (Vagi per endavant que utilitzarem els bilions i trilions *americans*: és a dir, 1 bilió = 1.000 milions i 1 trilió = 1.000.000 de milions).

En el mercat EUA la captació de capitals en fons d'inversió sostenibles durant el primer trimestre del 2019 es va situar per sobre dels 4 bilions de dòlars USA.

Aquest nivell de captació en un trimestre marca un nou rècord històric. I ho fa de manera contundent, ja que representa més del doble que qualsevol dels trimestres dels darrers 10 anys.

De fet, en un sol trimestre s'ha captat l'equivalent del que s'havia captat en tot l'any 2018, que ja se situava en nivells de rècord històric, com es pot veure en aquest gràfic.

L'acceleració del moviment és espectacular.

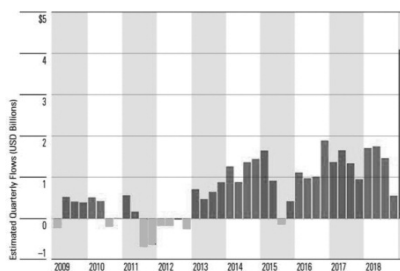
Més si tenim en compte que el segon trimestre del 2019 ha estat encara millor i supera les xifres del primer trimestre amb prop de 5 bilions de dòlars USA.

Així doncs la captació de capital acumulada durant els primers sis mesos del 2019 ja supera els 9.000 milions de dòlars: més del doble en sis mesos que en qualsevol dels darrers 10 anys en base anual.

Una mostra que fins i tot als EUA pot resultar més poderós l'incentiu de l'especulació (en el sentit positiu de la paraula) que no tot el soroll de l'escepticisme del president Trump en matèria mediambiental.

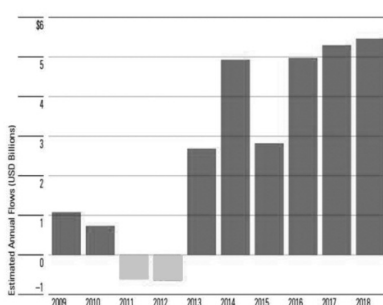
En paral·lel, l'oferta de productes no para de créixer, amb un nombre rècord de llançament de nous fons des del 2015.

Quarterly Estimated ESG Flows



Source: Morningstar Direct. Data as of 4/2019. Includes ESG Integration, Impact, and Sustainable Sector funds as defined in Sustainable Funds U.S. Landscape Report, 2018. Includes funds that have been liquidated; does not include funds of funds.

Annual Estimated ESG Flows



Source: Morningstar Direct. Data as of 4/2019. Includes ESG Integration, Impact, and Sustainable Sector funds as defined in Sustainable Funds U.S. Landscape Report, 2018. Includes funds that have been liquidated; does not include funds of funds.

A més, amb una oferta vehiculada per grans operadors de la gestió col·lectiva, que asseguruen, per sí sols, un impuls implícit suplementari a aquesta tendència.

La indústria de la gestió d'actius ha pres consciència que el tema de la sostenibilitat estarà al cor de les decisions econòmiques del futur immediat.

En aquest sentit, també als Estats Units, arran de la presentació de l'informe del Pannel internacional del canvi climàtic del 2018, que posa en relleu la confirmació que la tendència d'escalfament del planeta a l'horitzó 2040 s'aproparà als 1,5 graus centígrads, i de la presentació del segon volum de *National Climate Assessment*, que valora en uns 54 trilions de dòlars USA l'impacte econòmic d'aquesta evolució, el Grup d'Inversors Internacionals pel Canvi Climàtic, que agrupa 415 gestores nord-americanes que gestionen 32 trilions de dòlars USA, va emetre una declaració apel·lant als poders públics i les empreses a integrar les preocupacions en matèria d'ESG en els seus processos de presa de decisions.

En aquest mateix sentit, en declaracions al *Financial Times* a l'agost del 2018, el CEO de Blackrock, la gestora més gran del món, assegurava que "invertir en sostenibilitat serà l'element principal de com invertir en el futur".

Els inversors són, doncs, avui cridats a ser motor del canvi. Aquests inversors són avui en dia encara especialment els institucionals: casos com Ilmanen, el principal fons de pensions de Finlàndia, però les solucions estan a l'abast de tots els estalviadors.

Encara que aquests necessitin acompanyament en el seu procés de presa de decisions, les estratègies i productes existeixen, estan disponibles i creixen de forma ràpida.

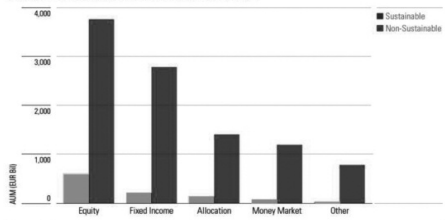
En el mercat europeu, es reproduceix el fenomen. Avui en dia s'estima en uns 2.900 fons d'inversió l'oferta disponible en l'àmbit de la inversió sostenible, per un valor d'1 milió de milions d'euros. El parc total de fons d'inversió, sostenibles o no, se situa en prop dels 36.000 fons per a un volum de gestió de 10 milions de milions d'euros. Per tant, avui 1 de cada 10 euros s'inverteix segons criteris orientats a la sostenibilitat.

A Europa, la captació de capitals per part de fons d'inversió sostenibles se situa en 37.000 milions d'euros durant el primer semestre de l'any amb un creixement del 7% respecte del mateix període de l'any anterior. Per sobre del creixement dels fons no sostenibles que se situa en un 2%.

Aquesta tendència de major creixement dels fons sostenibles s'estén al conjunt de les classes d'actius, tant en la inversió en renda variable com en renda fixa.

En el cas de la renda variable, els inversors privilegien les accions de companyies que tinguin un biaix positiu cap a temes de sostenibilitat en els àmbits mediambientals,

**Exhibit 1** AUM Sustainable vs. Non-Sustainable Funds in Europe



Source: Morningstar Direct. Data as of June 30, 2019

**Exhibit 2** Total AUM—Sustainable vs. Non-Sustainable Funds by Asset Class

Asset Class	Sustainable (EUR Bn)			Non-Sustainable (EUR Bn)		
	July 2018	June 2019	% Growth	July 2018	June 2019	% Growth
Equity	566	595	5	3,802	3,774	-1
Fixed Income	191	216	12	2,626	2,757	5
Allocation	128	141	9	1,394	1,412	1
Money Market	76	81	6	1,142	1,201	5
Other	31	31	-1	856	787	-9
<b>Total</b>	<b>993</b>	<b>1,064</b>	<b>7</b>	<b>9,819</b>	<b>9,972</b>	<b>2</b>

Source: Morningstar Direct. Data as of June 30, 2019

socials o de governança (en anglès ESG: *environmental, social and governance*), pensant que a llarg termini, aquesta sensibilitat els permetrà generar més beneficis i ser més competitius.

En el cas de la renda fixa, els inversors prefereixen finançar-les mitjançant préstecs, en aquest cas en forma d'obligacions que paguen el cupó, que remunera els inversors pel risc que assumeixen.

En ambdós casos, els inversors, depenent del nivell de risc que vulguin assumir, volen participar de negocis sostenibles.

En el cas europeu l'acceleració de la tendència dels inversors a considerar la inversió en matèria de sostenibilitat al moment de prendre les seves decisions d'inversió és palpable.

Si mirem l'evolució de la captació de capitals en el seu conjunt per part dels fons sostenibles respecte de la resta de l'univers d'inversió, constatarem que durant el 2019 els fons sostenibles han captat prop de 37 bilions de euros mentre que la resta han captat 73 bilions: una ràtio d'1 a 2.

Aquest any, doncs, els fons sostenibles han captat durant el primer semestre 1 de cada 3 euros invertits. Però més enllà de xifres absolutes, mirem-ne l'evolució.

Si agafem la suma dels darrers tres anys, veurem com els fons sostenibles han captat prop de 182 bilions de euros mentre que la resta de l'univers ha captat 1.432 bilions. Una ràtio d'1 a 8.

En el conjunt dels darrers tres anys, els fons sostenibles han captat aproximadament 1 de cada 10 euros invertits.

L'acceleració de la tendència a favor de les inversions sostenibles és una evidència. Però si mirem per classes d'actius trobarem una altre fenomen curiós i revelador. Si ens fixem en la inversió en renda variable, veurem que aquest any 2019 els fons sostenibles han captat prop de 5 bilions de euros, mentre que els altres fons de l'univers de renda variable han sofert sortides per valor de més de 50 bilions.

En tot cas, els resultats demostren el potencial que pot trobar una oferta de producte de qualitat. I també podríem pensar que si es demostra que es pot obtenir la mateixa o millor rendibilitat, potser convencem alguns dels escèptics o *denigrant*..

Perquè al cap i a la fi, tot estalviador cerca una rendibilitat per les seves inversions i pel risc que assumeix a través d'aquestes.

¿Podríem pensar que els inversors voldrien invertir en empreses sensibles a criteris de sostenibilitat de manera purament voluntarista, és a dir, independentment de la rendibilitat de les inversions? ¿I podríem pensar que l'oferta de les entitats gestores obeeix purament i simplement a satisfer la demanda dels més *motivats*?

No és tan evident. I aquest és un aspecte interessant de la qüestió. El raonament dels inversors és que aquestes companyies seran més competitives a mitjà i llarg termini que aquelles que no incorporen criteris de sostenibilitat.

**Exhibit 3** Asset Flows—Sustainable vs. Non-Sustainable Funds by Asset Class

Asset Class	Sustainable (EUR Bil)				Non-Sustainable (EUR Bil)			
	Q2	YTD	1-Year	3-Year	Q2	YTD	1-Year	3-Year
Equity	2.7	4.9	11.7	69.7	-34.3	-50.6	-43.8	240.9
Fixed Income	12.1	18.8	19.0	56.7	86.9	141.9	103.1	567.7
Allocation	5.1	6.8	9.6	31.6	4.0	-2.2	-1.9	256.1
Money Market	1.3	5.8	4.5	12.6	10.2	18.4	85.5	274.1
Other	0.2	0.4	0.4	10.9	-15.9	-33.7	-60.2	93.4
<b>Total</b>	<b>21.3</b>	<b>36.6</b>	<b>45.2</b>	<b>181.6</b>	<b>50.8</b>	<b>73.6</b>	<b>82.8</b>	<b>1,432.1</b>

Source: Morningstar Direct. Data as of June 30, 2019

Ja sigui perquè no incorporaran una visió sobre els seus serveis i productes alineada amb el que els consumidors esperen o perquè, per exemple, no són capaços d'assegurar la diversitat de gènere i orígens dels seus equips de treball i directius mitjançant polítiques retributives o d'incentius o formatives.

Però el més interessant des d'un punt de vista analític és que des del costat de l'oferta, els gestors de fons van incorporant cada vegada més en els seus processos de presa de decisions elements que incorporen el vessant sostenible en un sentit ample d'ESG.

El seu racional també rau en la idea que aquestes companyies seran més competitives en el futur i obtindran millors resultats que la competència.

Però com triar aquestes companyies? Sobre quina informació?

Aquí també les respostes presenten un raonament molt interessant. Per triar les companyies fa falta transparència per part de les companyies a l'hora d'informar de les seves polítiques en els àmbits de la sostenibilitat ESG. Justament aquest àmbit és molt més ampli que el del marc suggerit per l'economia circular, tal com comentàvem en les reflexions inicials.

Estan disposades les companyies a aquest tipus d'exercici? La resposta és sí. Perquè són conscients que la transparència és un principi sobre el qual es pot crear valor per a una empresa. Ja no tant sols una exigència, sinó una oportunitat. Un incentiu poderós.

I de fet, hi ha empreses que estan creant un model de negoci sobre la base de la disponibilitat i explotació d'aquestes dades.

Un exemple interessant és el de Sustainalytics, una empresa dedicada a realitzar *ratings* de sostenibilitat de les empreses. Cobreix una base de 10.000 companyies a escala global i ha desenvolupat una metodologia de mesura i qualificació de les empreses basada en un model d'*scoring* de la Sostenibilitat ESG de l'empresa i un *scoring* de Controvèrsia en aquesta matèria. Sobre la base d'aquesta informació es poden construir carteres de fons d'inversió o productes financers que es componguin d'aquests tipus de valor.

En aquest sentit, l'exemple de Morningstar és també rellevant.

Morningstar és una plataforma d'informació especialitzada en fons d'inversió. Utilitzant la seva informació pròpia sobre la composició dels fons d'inversió i la informació que de cada companyia li proporciona Sustainalytics, ha elaborat un *rating* dels fons basat en un *scoring* ponderat amb una metodologia pròpia de cada fons, als quals assigna una nota d'1 globus a 5 globus, de menys a més compromís amb els temes de sostenibilitat ESG.

Morningstar qualifica així un extens univers de fons d'inversió i ETF disponibles per als inversors, cosa que provoca un efecte doble.

Les gestores que hagin implementat aquests conceptes en la construcció de les seves carteres i estratègies d'inversió tenen més visibilitat i són plenament i fàcilment identificables per aquells inversors interessats, i aquests darrers disposen d'una eina amb una metodologia preestablerta que els permet discernir i decidir unes opcions d'inversió que incorporin el seu desig de respectar uns principis determinats.

Funciona aquest model?

Aparentment sí.

Almenys pel que fa a l'interès que suscita entre dels inversors.

Els fons classificats amb 5 globus en l'apartat de sostenibilitat ESG per Morningstar han captat



7 bilions de euros: un 20% del total de captació de fons "sostenibles". Els fons classificats amb 4 estrelles han captat 400 milions de euros, mentre que els fons classificats amb 3 globus o menys no tan sols no han crescut sinó que han sofert sortides de prop d'1,5 bilions en cada categoria.

Hem de tenir en compte que només es classifiquen fons amb una certa antiguitat i històric. Dit això, per tant, una part rellevant de la captació ha afavorit els fons més ben classificats però sobretot els inversors han discriminat positivament dins de l'univers de fons classificats els més sostenibles relativament amb els de menor nota.

Es pot verificar el millor comportament d'aquests fons respecte de la resta de l'univers? Són recompensats els inversors o especuladors nobles pel risc que assumeixen? Aquesta pregunta és menys òbvia.

La resposta necessita d'un estudi estadístic d'un històric de rendibilitats que fos més ampli que el que tenim actualment.

El que podem constatar és que, pel que fa a les rendibilitats obtingudes el 2018, el 63% dels fons sostenibles es troben en els 2 primers quartils i especialment en el primer quartil, on s'acumulen el 38%.

Si anem a mirar la consistència d'aquesta situació, constatem que els fons sostenibles mantenen aquesta tendència de situar-se en els primers quartils per sobre de la mitjana. És el cas pel primer semestre del 2019, però sobretot pel que fa als darrers 3 anys i 5 anys, encara que òbviament el nombre de fons és menor.

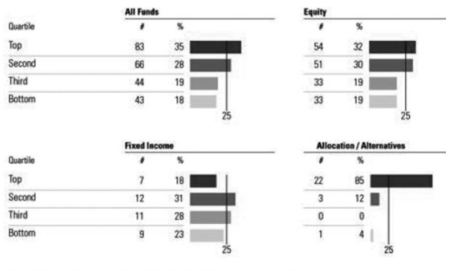
Com que aquest tipus de fons ha viscut un creixement important en els darrers anys, resulta interessant analitzar el comportament de fons que tinguin un cert històric però a la vegada que hagin estat creats amb paràmetres relativament actuals.

**Exhibit 5 Sustainable Equity Funds—Asset Flows (EUR Mil)**

Asset Class	Q2	YTD	1 Year	3 Year
★★★★	3,320	7,145	9,652	23,872
★★★	309	462	2,532	14,749
★★	297	-1,596	1,307	21,415
★	-1,155	-1,590	-2,704	821
None	-1,008	-1,348	-1,302	6,179

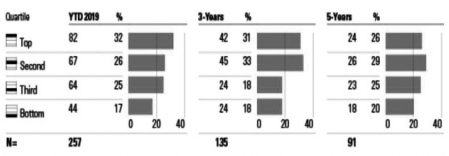
Source: Morningstar Direct. Data as of June 30, 2019

**Most Sustainable Funds Ranked in the Top Half of Their Morningstar Category in 2018**



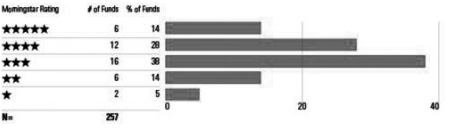
Source: Morningstar Direct. Data as of 12/31/2018

**Exhibit 1 Sustainable Funds Quartile Ranking in Morningstar Categories**



Source: Morningstar Direct. Data as of 6/30/19

**Exhibit 2 Morningstar Rating of Sustainable Funds launched between 9/14 and 6/16**



Source: Morningstar Direct. Data as of 6/30/19

**Exhibit 3 Morningstar Category Quartile Ranking of Sustainable Funds launched between 9/14 and 6/16**



Source: Morningstar Direct. Data as of 6/30/19

Si ens fixem en el conjunt de fons sostenibles que s'han posat en marxa entre el setembre del 2014 i el juny del 2016, trobarem que es confirma la tendència de situar-se en els primers quartils de les seves categories però a més, prop d'un terç dels fons que es veuen atorgats 4 o 5 estrelles Morningstar: una mesura de rendibilitat ajustada pel risc. Per tant, els inversors poden trobar fons interessants en termes de rendibilitat i risc en l'univers de fons amb una certa trajectòria històrica.

Per tant, podríem concloure que els inversors són sensibles als criteris de sostenibilitat a l'hora de triar els fons i que no necessàriament han de renunciar a obtenir una bona rendibilitat. Per tant, es poden trobar gestores i fons que combinin una rendibilitat igual o millor als fons no sostenibles amb el valor afegit per a l'inversor de participar en la promoció dels principis i valors associats a la sostenibilitat.

Un aspecte important a l'hora d'analitzar aquesta tendència dels inversors i de la indústria de la gestió d'actius de posar en valor la sostenibilitat ESG consisteix a valorar l'evolució del sector, que ha anat evolucionant de forma gradual des d'un sistema de filtratge de sectors o companyies d'alt risc per la sostenibilitat (per exemple, mitjançant l'exclusió sistemàtica de companyies vinculades a la indústria del tabac o a la venda d'armes) cap a un sistema més afinat de valoració dels diferents components de la sostenibilitat.

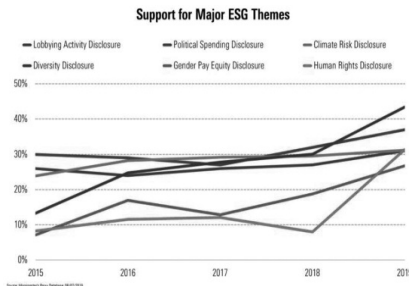
No tan sols en termes d'impacte mediambiental sinó també de caràcter social i de governança. Així doncs, trobem fons d'inversió especialitzats en temes de gènere, tot i que resulten avui en dia minoritaris: una quinzena de fons només en el mercat USA.

Un altre element important lligat al concepte de governança té a veure amb les posicions que prenen aquests fons quan, com a inversors, voten al si dels consells d'administració de les empreses en què participen en els aspectes relatius al que haurien de ser les seves preocupacions: en aquest cas, en temes de gènere (justícia retributiva, conciliació familiar, accés a llocs de responsabilitat...).

L'anàlisi de la pràctica d'aquesta possibilitat que s'ofereix als fons ens pot donar també una idea precisa del grau d'implicació de les gestores i dels fons, més enllà de l'aspecte de recerca de rendibilitat o de l'efecte de posicionament comercial. L'estadística mostra una clara tendència a l'increment de suport en les votacions vinculades a temàtiques ESG.

En particular, destaca la progressió del suport a resolucions en els apartats associats a promoció de polítiques de diversitat, d'igualtat de remuneració per gènere o de respecte dels drets humans (sovint lligat a condicions de treball en mercats emergents), que s'ha triplicat els darrers tres anys, en què ha passat de valors situats en el 10% fins a prop del 30% o més.

Pel que fa a temàtiques de caràcter mediambiental, s'han estabilitzat al voltant del 30%. De fet, aquesta és una temàtica que va viure la tendència de creixement del suport a resolucions anteriorment. És una temàtica més madura i present des de fa temps, però en realitat ha viscut una tendència similar i ha triplicat el suport a resolucions vinculades a



temes de canvi climàtic des del 2004.

Resulta interessant veure l'evolució del nombre de resolucions tractades, amb un fort increment a partir del 2014, que dona una bona idea de l'activisme en aquest àmbit. El nombre de resolucions votades es dobla entre el 2014 i el 2016, mentre que a partir del 2017 inicia una davallada molt important fins a tornar a nivells anteriors. Els experts atribueixen aquesta evolució a una integració més gran dels temes mediambientals per part de les empreses, que propicia que hi hagi menys resolucions, però també als canvis reguladors ocorreguts en alguns països que han fet més complexa la presentació d'aquestes resolucions.

En tot cas, en general si agafem el conjunt de resolucions mediambientals i socials veiem com evoluciona positivament el grau de suport que obtenen i es manté activat el nombre d'iniciatives de resolució.

Alguns fons no tan sols han donat suport a resolucions que han contribuït a una millora de la situació de gènere en l'empresa mitjançant el seu vot, sinó que han impulsat ells mateixos resolucions en aquest sentit.

Dos exemples que mereixen ser citats en aquest aspecte són les gestores Pax i Arjuna Capital en empreses com Oracle o Mastercard.

Per tant, pot l'especulació esdevenir un motor per a la consecució dels objectius de desenvolupament sostenible de l'Agenda 2030? I fer-ho generant una rendibilitat per als especuladors que permeti afrontar en paral·lel el repte de la sostenibilitat dels sistemes de pensions? Un doble sí.

I si preferiu canviar lleugerament la pregunta per evitar el terme polèmic d'especulació: es pot participar positivament del canvi de model mitjançant una inversió preferent en empreses sensibles als objectius ESG de sostenibilitat a través de l'incentiu d'una rendibilitat raonable de la inversió? Un doble sí.

Per tant, potser ha arribat l'hora de realitzar un exercici de pedagogia cap als estalviadors perquè puguin conciliar els objectius d'obtenir una bona rendibilitat dels seus estalvis –i contribuir així a un altre aspecte de sostenibilitat, financera en aquest cas– i de ser participants de la promoció dels criteris ESG de promoció de la sostenibilitat. A qui hem de

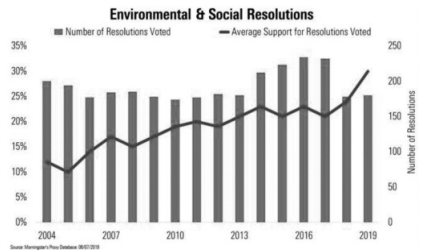
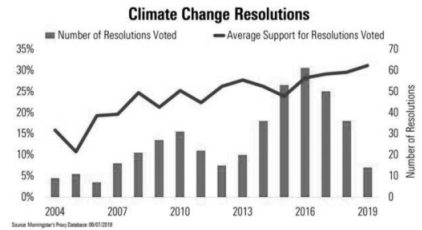
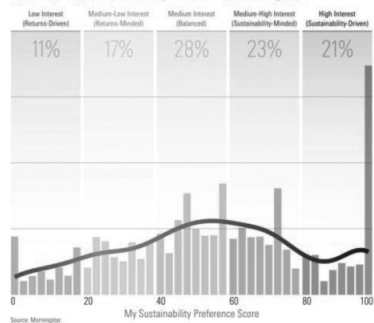


Exhibit 2: Distribution of My Sustainability Profile Preference Score (weighted)



dirigir aquesta pedagogia? Hi ha col·lectius més sensibles? Quin és el perfil d'estalviadors que aposten per aquest tipus d'inversió?

Molts podrien pensar que hi ha col·lectius que poden estar especialment motivats, en especial els més joves o el públic femení.

D'entrada convé analitzar la resposta del públic en general. A la pregunta de quin és el grau d'interès per les inversions lligades a la sostenibilitat, el 44% dels enquestats es declaren influenciats per aquesta sensibilitat: o n'és el motor (21%) o n'és una orientació (23%).

A l'altre extrem, un 28% es declaren no influenciats per aquesta sensibilitat a l'hora de triar les seves inversions: per a un 11%, el motor és la recerca de rendibilitat i per al 17% n'és l'orientació.

Quasi el doble de motivats per la inversió sostenible que de denigrants. Aquesta xifra ens pot portar a pensar que aquella intuïció que les dones i els joves són més proclius a ser sensibles a aquestes temàtiques potser no és tan evident...

Verifiquem ara si les dos intuïcions expressades sobre biaixos de gènere i generacionals són correctes, doncs.

Pel que fa al biaix de gènere, podem veure que hi ha una tendència a trobar més convençudes que convençuts, però no és una diferència molt notable. On s'acumula més diferència és en la zona dels denigrants: aquí la distribució de públic masculí sembla més determinada.

Pel que fa al biaix generacional, trobem una pauta relativament similar: els més joves estan més motivats però la diferència no és molt gran. De fet, entre mil·lennistes i generació X, la distribució té un aire de família, especialment en la part motivada.

En canvi, en la part més escèptica o clarament denigrant les diferències es fan evidents: hi ha molts més *boomers* escèptics o denigrants, i entre els de la generació X i els mil·lennistes, aquest darrer és el col·lectiu amb menys escèptics o denigrants. Però les diferències potser no son tan grans com esperàvem.

Podríem concloure que hi ha col·lectius amb el terreny abonat per invertir en empreses que siguin sensibles en matèria de sostenibilitat i que poden ser així agents del canvi amb un esquema incitativu atractiu.

I potser si posem en valor aquest esquema incitativu, és a dir si oferim una rendibilitat equivalent o millor, especialment pel potencial que tenen a llarg termini aquestes empreses més sensibles pel que fa a competir millor, potser podríem convèncer també els més escèptics o reticents...

Exhibit 4: Distribution of My Sustainability Profile Preference Score by Generations (weighted)

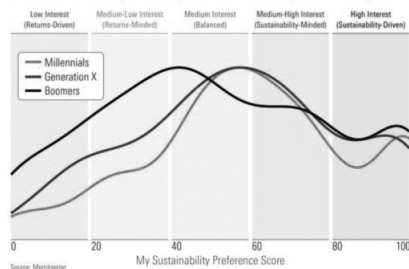
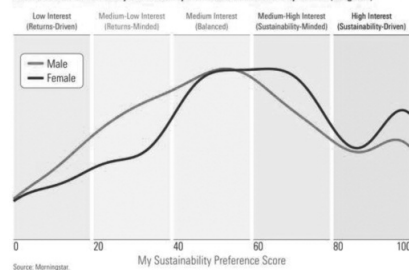


Exhibit 3: Distribution of My Sustainability Profile Preference Score by Gender (weighted)



Gilbert Saboya i Sunyé,

economista i ex-ministre d'Afers Exteriors (2011-2017) i d'Economia, Competitivitat i Innovació (2017-2019)