



## V Sección

### Desarrollo, inversión, globalización y empoderamiento femenino

#### Capital cultural, creatividad y desarrollo sustentable: retos y desafíos actuales de la producción cultural

### La Aplicación de los Principios de la Inversión Responsable de las Naciones Unidas – Caso de estudio: FSN Capital

Milena MCFeeters

Roplan Steridose Sales Inc.

[milenamcfeeters@gmail.com](mailto:milenamcfeeters@gmail.com)

Recibido: 20 de setiembre de 2016

Aceptado: 2 de noviembre de 2016

Los Principios de Inversión Responsable, conocido como PRI (Principles for Responsible Investment) es una iniciativa internacional promovida por las Naciones Unidas, con el fin de fomentar el desarrollo sostenible. Trabaja con la idea de hacer entender las implicaciones que el ambiente, los aspectos sociales y éticos (tales como la corrupción) tienen en las inversiones a largo plazo. Las empresas que se adhieren a dichos principios, firman un compromiso con el PRI de incorporar dichos aspectos en sus carteras de inversión. En lugar de los tradicionales reportes anuales, dichas empresas publican un reporte conocido como Reportes ASG (ESG Reports), el cual enfatiza aspectos ambientales, sociales y de gobernación corporativa. Cerca de 1500 empresas de alrededor de 55 países han firmado con el PRI. Luego de la crisis financiera del 2008, hubo un gran aumento en el número de empresas interesadas en esta iniciativa. En el 2005, el entonces Secretario General de las Naciones Unidas (Kofi Annan), convocó a un grupo de los inversionistas institucionales más grandes del mundo, con el fin de que redactaran los PRI. Entre una de las personas invitadas, estuvo Knut Kjær, quien es actualmente el Presidente de la Junta del grupo inversionista escandinavo “FSN Capital”. FSN Capital se adhirió al PRI en 2012. Esta ponencia explica cómo empresas inversionistas como FSN Capital ponen en práctica los 6 Principios y cuáles son los cambios reales que ocurren en las compañías que adquieren y manejan al aplicar estos Principios. La aplicación de los Principios no sólo promueve un desarrollo sostenible, pero además es un contribuidor esencial para obtener una mayor creación de valor y



retorno a la inversión a largo plazo, tal como los resultados obtenidos por FSN a la fecha demuestran.

**Palabras claves:** Principios de Inversión Responsable; cuestiones ASG; FSN Capital; reportes ASG

The Implementation of the Principles of Responsible Investment of the United Nations - Case Study: FSN Capital

### Abstract

The Principles for Responsible Investment (PRI) are an international initiative promoted by the United Nations to promote sustainable development. It works on making people understand the implications that the environmental, social and ethical aspects have in long term investments.

The companies that embrace these principles sign a compromise with the PRI that incorporates said aspects to their investment portfolios. Instead of traditional annual reports, these companies publish a report known as ESG Reports in which they emphasize environmental, social and corporate governance aspects.

Around 1500 companies in 55 countries have signed with the PRI. After the 2008 crisis there was increased interest for the initiative.

In 2005, the Secretary General of the United Nations (Kofi Annan), summoned a group of the largest institutional investors in the world to write the PRI. One of the investors invited was Knut Kjær, which is the President of the board of Scandinavian investors (FSN Capital) which adhered to the PRI in 2012. This article explains how investor companies like FSN Capital put to practice the 6 principles and what are the real changes that happen to the companies that acquire and manage these principles. The application of the principles not only promotes a sustainable development but it's also an essential contributor in obtaining a bigger creation of value and return to long term investment, just like the results obtained by the FSN to date show.

**Key Words:** Principles of Responsible Investment; ESG; FSN Capital

## I. Introducción

El propósito de este artículo es el de examinar cómo se implementan los Principios de la Inversión Responsable de las Naciones Unidas en la práctica real. Para ello, se utiliza un caso de estudio de una firma de inversión de capital privado, FSN Capital, localizada en los países Nórdicos.



La inversión con responsabilidad social ha tomado varias formas a través de la historia. En las últimas décadas, se han popularizado las inversiones que consideran cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza corporativa (ASG). Esto se ha debido en parte a iniciativas de sostenibilidad desarrolladas por varias instituciones, como las Naciones Unidas, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la iniciativa de las Bolsas de Valores sostenibles (Sustainable Stock Exchanges), etc. En particular, las Naciones Unidas introdujo los Principios de la Inversión Responsable (Principles for Responsible Investment – PRI) en el 2006.

Los PRI proveen una filosofía de establecer una conciencia que no solo considera las cuestiones ASG, pero que también requiere una participación activa de parte de las empresas para reportar, monitorizar y ejecutar mejoras en estos aspectos.

Primeramente, se van a discutir los antecedentes de las inversiones responsables y los diferentes tipos que existen. Además, se discutirán los antecedentes del PRI y se describirá el tipo y ubicación geográfica de sus signatarios, con un énfasis en Latinoamérica.

En el marco teórico se explican con detalle los PRI y los tipos de planes de acción que se recomiendan para cumplir con éstos. Se discute la relación del PRI con otras iniciativas y además se analiza la relación entre la consideración de cuestiones ASG y el rendimiento financiero.

El siguiente capítulo da los antecedentes de la firma que se utiliza en el caso de estudio, FSN Capital. Se describe dicha firma y se describe su modelo de negocio (que incorpora cuestiones ASG) desde el punto de vista de cada uno de sus grupos de interés (stakeholders): sus clientes, su cartera de empresas y sus empleados. Luego se discuten los resultados financieros que FSN ha obtenido y su relación con cuestiones ASG.

En el siguiente capítulo se discute el marco teórico del PRI con ejemplos concretos de diferentes casos que FSN ha enfrentado en su cartera de empresas.

## II. Antecedentes



Las inversiones responsables no son una nueva tendencia, sino que han existido por cientos de años. La manera como se definen y aplican ha variado a través de la historia. De manera muy simple, una inversión responsable es aquella que tiene una meta más allá de obtener el mayor retorno a la inversión y considera aspectos no necesariamente relacionados con dicho retorno, tales como aspectos sociales, éticos, ambientales, etc.

De acuerdo a L. Caplan<sup>1</sup>, los diferentes tipos de inversión responsable se pueden agrupar en tres categorías:

- 1- Inversión socialmente responsable (ISR). En esto caso, se trata de adquirir una cartera de inversiones que evita invertir en ciertos tipos de industrias o acciones que están en contradicción con las directrices éticas establecidas. Este es un proceso de exclusión, en el cual no se invierte en un particular tipo de industrias (por ejemplo cigarrillos, armamento, etc).
- 2- Inversión de impacto. En este tipo, la inversión es específica a un proyecto o empresa con el fin explícito de lograr una misión social o cambio ambiental.
- 3- Inversión considerando criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG). En este caso, las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo se incluyen dentro del análisis fundamental de la inversión, considerando que son parte integral del desempeño financiero de dicha inversión.

Las ISR han sido el tipo más común de inversión responsable que se ha usado por mucho tiempo. En los últimos diez años, el uso de ASG ha incrementado. La naturaleza excluyente de las ISR hacen dificultoso su uso para fiduciarias. En cambio, un análisis basado en cuestiones ASG es más amplio y provee mayor flexibilidad, lo cual beneficia al tipo de inversionista a largo plazo, que es común en los inversionistas institucionales.

La popularidad de las inversiones tipo ASG ha crecido además debido a que hay un creciente reconocimiento de que las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo materialmente influyen el rendimiento de la inversión, sobretodo cuando es

---

<sup>1</sup> Caplan, L., et al – From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing – Commonfund Institute. <http://eric.ed.gov/?id=ED559300>- September 2013



a largo plazo. Los análisis tradicionales dejan de lado estos aspectos, que en realidad son determinantes en cuanto a las ganancias y valor de las acciones de una empresa determinada. Por ejemplo, una compañía que genera considerable contaminación y no toma ninguna acción correctiva al respecto, eventualmente podría enfrentar multas y presión de la comunidad y gobierno local, de forma que hasta su existencia en un futuro podría estar comprometida. Esta clase de información no se incluye en los análisis tradicionales, pero sería evidente en un reporte ASG.

En el 2006, las Naciones Unidas formalizó el uso de cuestiones ASG al promulgar los Principios de Inversión Responsable, PRI (por sus siglas en inglés). Desde su fundación, alrededor de 1500 empresas se han adherido a estos principios<sup>2</sup>, representando alrededor de \$ 30 billones en activos.

A la fecha, 60 signatarios del PRI proceden de Latinoamérica. La tabla 1 muestra el tipo y número de signatarios por país.

En comparación, hay 279 signatarios en Estados Unidos y 88 en los países escandinavos (Suecia, Noruega y Dinamarca). Al considerar estos números con la población en los respectivos países, incluyendo todos los países en Latinoamérica mostrados en la tabla 1, hay una densidad de un signatario por cada 7.75 millones de habitantes. En Estados Unidos, hay un signatario por cada 1.15 millones de habitantes, mientras que en los países escandinavos hay un signatario por cada 200,000 habitantes, siendo una de las regiones en el mundo que más ha incorporado las cuestiones ASG en sus modelos de inversión.

---

<sup>2</sup> <https://www.unpri.org/directory/>



Tabla 1: Distribución y tipo de signatarios del PRI en Lationamérica

País	Tipo de signatario			
	Propietario de activos	Gestor de inversión	Empresa de servicios	Total
Argentina	0	0	1	1
Brasil	16	24	11	51
Chile	0	0	1	1
Colombia	0	2	0	2
México	0	1	0	1
Perú	0	1	0	1
Puerto Rico	1	0	1	2
Uruguay	0	0	1	1

Fuente: <https://www.unpri.org/directory/2016>

La tabla 1 muestra que la gran mayoría de los signatarios en Latinoamérica están ubicados en Brasil. De acuerdo a Vives<sup>3</sup>, Brasil tiene el mercado financiero más grande del área y tiene más desarrollo de la inversión socialmente responsable, que incluso utiliza un índice de sostenibilidad bursátil. A pesar de esto, a finales del 2010 los fondos de Sostenibilidad y Gobernanza en Brasil constituían menos del 1% de la capitalización de la Bolsa de Sao Paulo, de modo de que aún constituyen un porcentaje negligente de las inversiones bursátiles.

En cuanto al tipo de inversionista interesado en empresas que reportan cuestiones ASG, en Latinoamérica el sector más importante está constituido por fondos de pensiones (por ejemplo, el Fondo de Pensiones del Banco do Brasil). En otras regiones es también

<sup>3</sup> Vives, Antonio – Es posible la inversión y el financiamiento responsable en América Latina? - <http://www.cumpetere.com/Documents/> - 2011



común que diferentes fondos de pensiones, así como fundaciones privadas, empresas sin fines de lucro y fundaciones relacionadas con universidades inviertan en este tipo de empresas o fondos. En ciertos casos, es parte de sus políticas de inversión, pero también pueden ser a la discreción del que maneje dicho fondo<sup>4</sup>.

En Europa y en Estados Unidos, la promoción del uso de iniciativas de inversión responsable están normalmente ligadas a empresas que cotizan en bolsas de valores. En Latinoamérica, solo hay un poco más de 1,000 empresas que cotizan en bolsa.<sup>5</sup>

### III. Marco teórico

#### 3.1 Los seis principios

Los seis principios del PRI se describen a continuación<sup>6</sup>:

1. Integración: “Incorporaremos las cuestiones ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones”.
2. Involucramiento: “Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas”.
3. Transparencia: “Pediremos a las entidades en que invertamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ASG”.
4. Aceptación: “Promoveremos la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global de la inversión”.
5. Cooperación: “Colaboraremos para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los Principios”.
6. Reporte: “Informaremos sobre nuestras actividades y progresos en la aplicación de los Principios”.

Los Principios son voluntarios y aspiracionales. Dan diversas posibilidades para incorporar las cuestiones ASG. El PRI<sup>7</sup> da varias sugerencias para cada principio.

Sobre el principio de integración, algunas de las posibles acciones son:

- (a) incluir aspectos ASG en la política de inversión, desarrollar herramientas y métricas relacionadas con cuestiones ASG;

<sup>4</sup> Caplan, L., et al – From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing – Commonfund Institute. <http://eric.ed.gov/?id=ED559300>- September 2013

<sup>5</sup> <http://fundahrse.org/wp-content/uploads/2016/01/La-RSE-en-America-Latina.pdf>

<sup>6</sup> UN PRI. [www.unpri.org](http://www.unpri.org)

<sup>7</sup> idem



- (b) pedir que proveedores de servicios de inversión integren cuestiones ASG dentro de sus análisis.

Sobre el principio de involucramiento, algunas de las acciones recomendadas incluyen:

- (a) elaborar y publicar una política consistente con los Principios;
- (b) ejercer el derecho a voto o supervisar que la política referente al voto se cumpla;
- (c) participar en el desarrollo de políticas, regulaciones y estándares.

Sobre el principio de transparencia, se citan las siguientes posibles acciones:

- (a) requerir reportes ASG estandarizados, utilizando herramientas tales como la Iniciativa de Reporte Global (Global Reporting Initiative)<sup>8</sup>;
- (b) requerir que las cuestiones ASG se integren con los reportes financieros anuales.

Sobre el principio de aceptación, algunos ejemplos de posibles acciones son:

- (a) desarrollar criterios ASG para la evaluación de entidades de colaboración (gestoras, consultores, etc);
- (b) alinear las políticas de inversión, procesos de seguimiento e indicadores de desempeño con los criterios ASG.

En cuanto al principio de cooperación, se cita:

- (a) participar en redes y plataformas de información para compartir herramientas y hacer uso de los reportes disponibles como fuente de aprendizaje;
- (b) desarrollar iniciativas de cooperación.

Finalmente, sobre el principio de reporte, se incluyen:

- (a) informar cómo las cuestiones ASG se han integrado a las prácticas de inversión;
- (b) Informar de la manera transparente sobre actividades y el progreso relacionado con los Principios.

---

<sup>8</sup> <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>





### 3.2 Relación del PRI con otras iniciativas

El PRI es una iniciativa de inversionistas en asociación con la Iniciativa Financiera de la UNEP (UNEP Finance Initiative) y el Pacto Mundial de las Naciones Unidas (United Nations Global Compact)<sup>9</sup>. En particular, los principios del Pacto Mundial son relaciones con cuestiones ASG, de modo que complementan bien el enfoque que los signatarios del PRI deben proseguir en la evaluación de sus inversiones y activos.

El Pacto Mundial es una plataforma para empresas que están comprometidas a la sostenibilidad y prácticas responsables de negocios. Fue lanzado por las Naciones Unidas en el 2000. Su objetivo es alinear operaciones y estrategias de negocios con sus 10 universalmente aceptados principios, que se detallan a continuación. Actualmente, cuenta con 7,000 signatarios en 135 países, siendo la iniciativa más grande en el mundo sobre sostenibilidad voluntaria.

Los 10 principios del Pacto Mundial son:<sup>10</sup>

Principio 1: "Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos fundamentales, reconocidos internacionalmente; y"

Principio 2: "asegurarse de que no son cómplices en la vulneración de los derechos humanos.

Principio 3: "Las empresas deben apoyar la libertad de afiliación y el reconocimiento efectivo del derecho de negociación colectiva;"

Principio 4: "la eliminación de todas las formas de trabajo forzoso y obligatorio; "

Principio 5: "la abolición efectiva del trabajo infantil; y"

Principio 6: "la eliminación de la discriminación en materia de empleo y ocupación."

Principio 7: "Las empresas deberán mantener un enfoque preventivo que favorezca el medio ambiente;"

---

<sup>9</sup> <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>

<sup>10</sup> <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>



Principio 8: “fomentar las iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental; y”

Principio 9: “fomentar el desarrollo y la difusión de las tecnologías respetuosas con el medio ambiente.”

Principio 10: “Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno.”

El Programa Ambiental de las Naciones Unidas – Iniciativa Financiera (United Nations Environmental Programme Finance Initiative – UNEP FI) es una asociación mundial entre UNEP y el sector financiero. Trabaja con cerca de 200 instituciones financieras (bancos, gestoras de inversión, etc) para desarrollar y promover vínculos entre la sostenibilidad y el rendimiento financiero.<sup>11</sup>

### *3.2 La relación entre el rendimiento financiero y la inversión socialmente responsable.*

Se han llevado a cabo múltiples investigaciones relacionadas con la inversión socialmente responsable y rendimiento de acciones en el mercado de valores. De acuerdo a Dumas<sup>12</sup>, la relación entre las cuestiones ASG y el rendimiento financiero se ha demostrado extensivamente en la literatura. Sin embargo, la mayoría de estudios se concentran en la relación entre ASG y el retorno a la inversión, mientras que existen pocos estudios que analicen la relación con el riesgo de la inversión. En muchos casos, dichos estudios brindan un análisis cualitativo que indican un mejor rendimiento financiero para empresas que incorporan cuestiones ASG, pero hay una gran variabilidad en cuanto al análisis cuantitativo. En otras palabras, es posible demostrar que hay un vínculo positivo entre incorporación de cuestiones ASG y retorno a la inversión, pero no es fácil determinar en qué grado.

El principal problema que Dumas<sup>13</sup> señala es la falta información consistente sobre cuestiones ASG que sea comparable, ya que existen diversas maneras de reportar dichas cuestiones. Incluso con empresas que son signatarias del PRI, no hay consenso

<sup>11</sup> <http://www.unepfi.org/>

<sup>12</sup> Dumas, C. et al –Barriers and enablers of sustainable investment: Exploring a framework of KPIs for ESG integration- PRI in Person and the PRI Academic Workshop - 2015

<sup>13</sup> Idem



necesariamente en cuanto a qué indicadores clave de desempeño (conocidos como KPI por sus siglas en inglés: Key Performance Indicators) deben usarse, y menos aún cómo medirlos. Cada diferente segmento del mercado e industria utiliza KPI que son más relevantes a su realidad, de modo que no se espera que exista consenso en cuanto a los indicadores a usar.

A pesar de esto, la conclusión del estudio de Dumas<sup>14</sup> indica que existe una relación entre el riesgo de la inversión y las métricas que se usan para reportar cuestiones ASG. Dicha relación no es cuantificable (no puede decir en qué proporción el riesgo se reduce debido a una mejora en las métricas ASG), pero es posible utilizar dicha relación para concluir que estas métricas tienen influencia en el riesgo. En simples palabras, el tener información sobre cuestiones ASG puede limitar las “malas sorpresas”.

#### **IV. Caso de estudio: FSN Capital**

##### *4.1 Antecedentes de FSN Capital*

FSN Funds es una compañía de inversión de capital privado situada en los países nórdicos. Sus oficinas están localizadas en Oslo, Copenhague y Estocolmo. La firma FSN Capital Partners administra dichos fondos, que consisten de tres diferentes fondos, con un capital de € 1141 millones.<sup>15</sup>

El capital privado es aquel que no se cotiza en una bolsa de valores pública. Consiste de inversionistas y fondos que hacen inversiones directamente en compañías privadas. Los fondos normalmente provienen de inversionistas institucionales.<sup>16</sup>

FSN fué fundada en 1999 con el fin de hacer inversiones controladas en empresas en los países nórdicos con potencial de volverse líderes internacionales. El tipo de empresas en las que invierten son del segmento medio del mercado, con un valor entre € 50 millones y € 250 millones.

---

<sup>14</sup> Dumas, C. et al –Barriers and enablers of sustainable investment: Exploring a framework of KPIs for ESG integration- PRI in Person and the PRI Academic Workshop - 2015

<sup>15</sup> FSN Capital – ESG Report - 2014

<sup>16</sup> <http://www.investopedia.com/terms/p/privateequity.asp>



FSN administra tres fondos:

- 1- FSN Capital II creado en el 2005, totalmente invertido y con un tamaño de € 151 millones.
- 2- FSN Capital III creado en el 2008, totalmente invertido y con un tamaño de € 375 millones.
- 3- FSN Capital IV creado en el 2013, activamente invirtiendo y con un tamaño de € 610 millones.<sup>17</sup>

En el 2012, FSN Capital se convirtió en signatario del PRI.

Desde su inicio, y tal como lo señala su Fundador, Frode Strand-Nielsen<sup>18</sup>, FSN ha tenido un compromiso firme con la inversión responsable y ha creado un equipo con un alto grado de integridad, promoviendo una cultura de comportamiento ético. De hecho, el Presidente de la Junta, Knut Kjær, fué uno de los inversionistas institucionales invitados por el entonces Secretario de las Naciones Unidas, Kofi Annan, para redactar los Principios de la Inversión Responsable en el 2005. Por tanto, fué natural que FSN firmara el PRI. En ese entonces, Knut Kjær era el CEO del “Norges Bank Investment Management”, el cual administra el fondo global de pensiones en Noruega.

Además del PRI, FSN es signatario del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y su código de conducta se basa en los diez principios del Pacto Mundial.

#### 4.2 *El modelo de negocios de FSN*

De acuerdo a Frode Strand-Nielsen<sup>19</sup>, FSN creé que el identificar y administrar responsablemente las cuestiones ASG son parte integral del rendimiento a largo plazo de las inversiones del FSN Funds y que les permite ganar y reenforzar la confianza de sus clientes y de las sociedades donde operan.

<sup>17</sup> <http://www.fsncapital.com/index.php/funds>

<sup>18</sup> FSN Capital – ESG Report - 2014

<sup>19</sup> Idem



El modelo de negocios de FSN se resume en su misión (“ethos”): “Somos personas decentes obteniendo un retorno a la inversión decente de una manera decente”.<sup>20</sup> Por “personas decentes”, se refieren a emplear personas de alta integridad. En cuando a un “retorno a la inversión decente”, se refieren a obtener una tasa de retorno interno que sustancialmente supera lo que sus inversionistas pudieran obtener en el mercado Nórdico del segmento medio. Finalmente, por “manera decente” significa que han implementado su Código de Conducta en cada una de las empresas de su cartera.

El modelo de negocios de FSN incorpora cuestiones ASG que se pueden discutir en tres áreas, basadas en los diferentes grupos de interés:

- (a) en el tipo de clientes o inversionistas que atraén;
- (b) en el tipo de empresas en las que invierten y la transformación que introducen en dichas empresas;
- (c) en el tipo de personas que emplean como socios, consultores, etc.

#### 4.2.1 Los Clientes

En cuanto al tipo de clientes, Frode Strand-Nielsen<sup>21</sup> indica que están conformados por inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones, compañías de seguros y fundaciones del sector académico y de investigación. Lo que tienen en común, es que tanto dichos clientes como sus beneficiarios, están interesados en el rendimiento a la inversión, pero también en que dicho rendimiento se haya generado de una manera socialmente responsable.

Como ejemplo de lo anterior, Ulrik Smith<sup>22</sup> señala que uno de sus clientes es un fondo de una Fundación Universitaria en Estados Unidos. Es parte de la estrategia de la Fundación que sus inversiones consideren cuestiones ASG.

---

<sup>20</sup> Idem

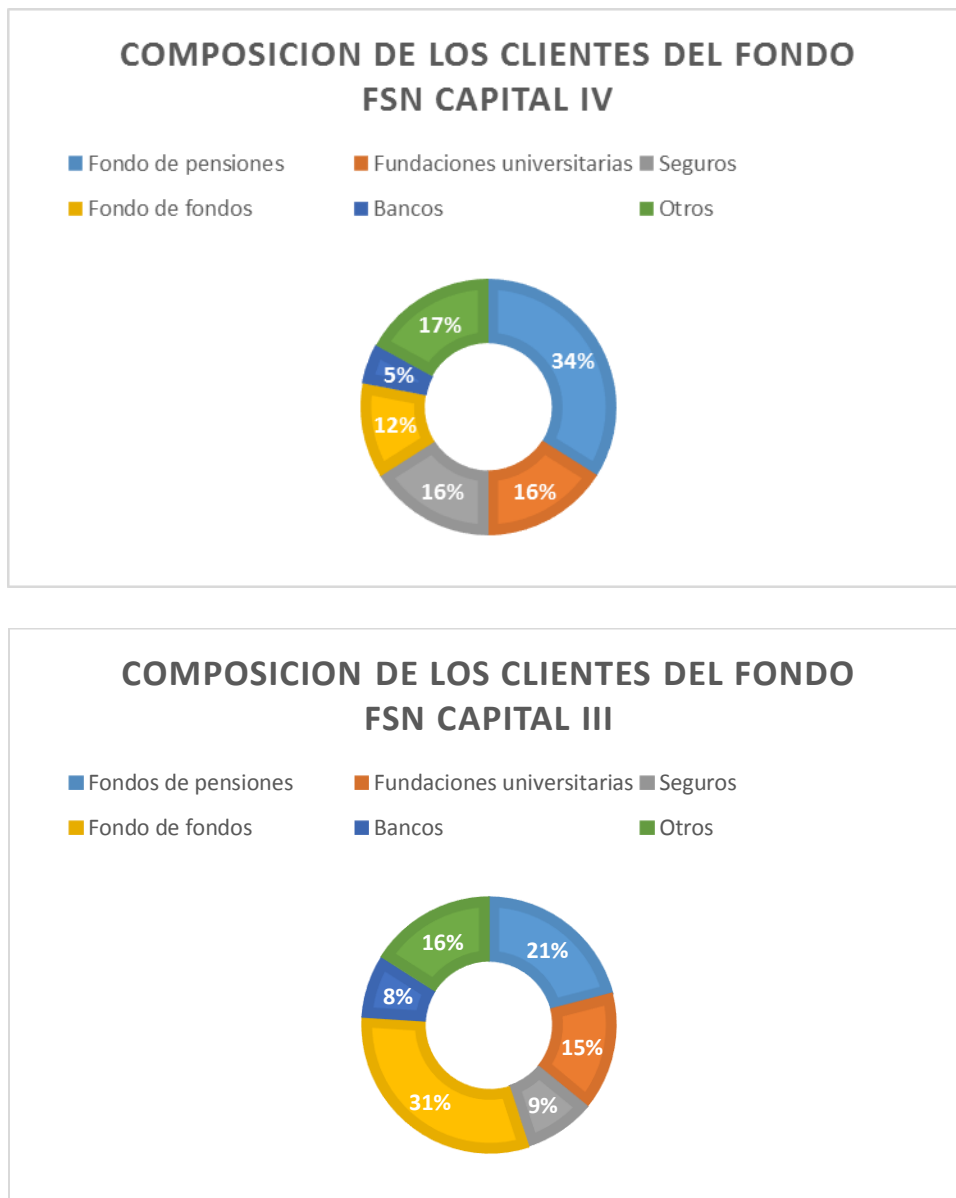
<sup>21</sup> FSN Capital – ESG Report - 2014

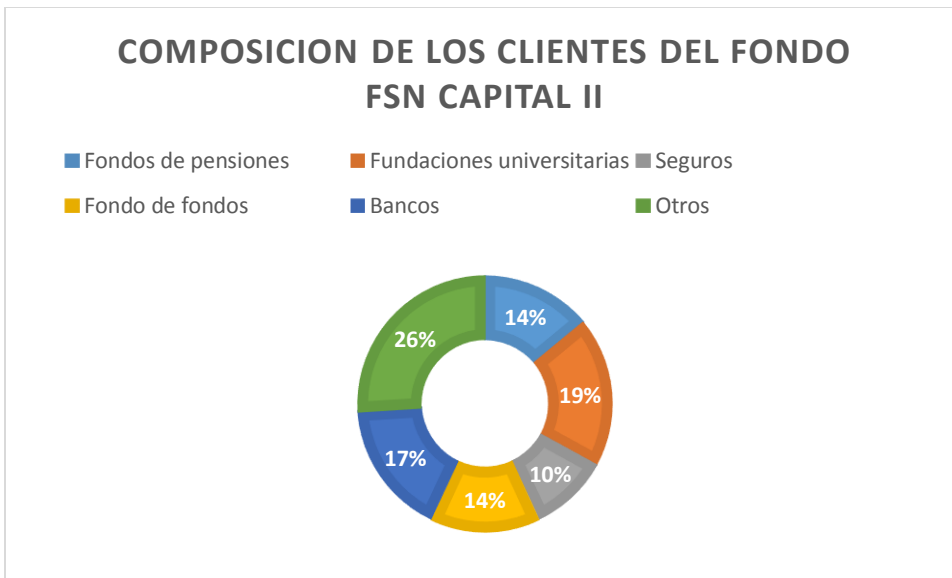
<sup>22</sup> Interview – Ulrik Smith, FSN Capital partner – July 2016



La figura 1 muestra los diferentes tipos de clientes que invierten con FSN en sus tres diferentes fondos:

Figura 1: Composición de los clientes de los fondos de FSN Capital

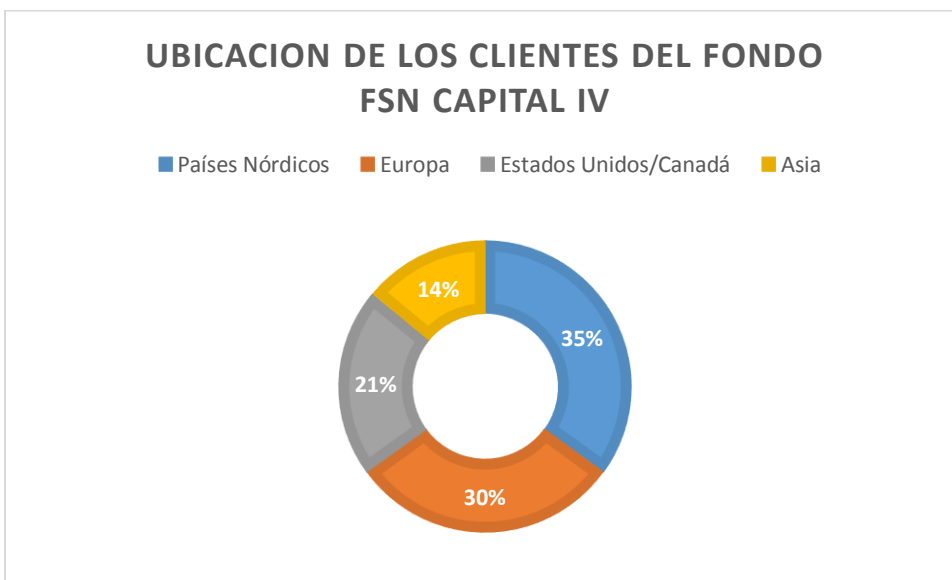


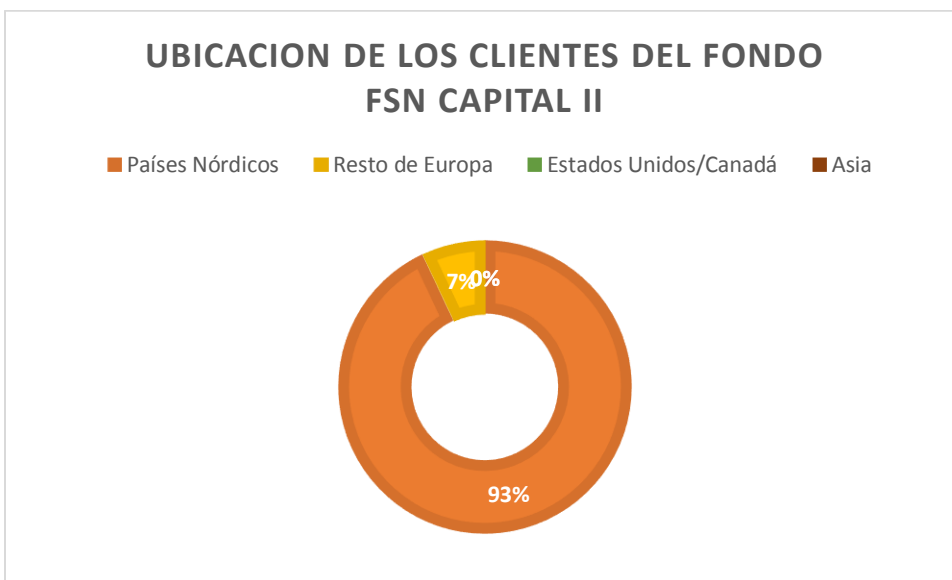
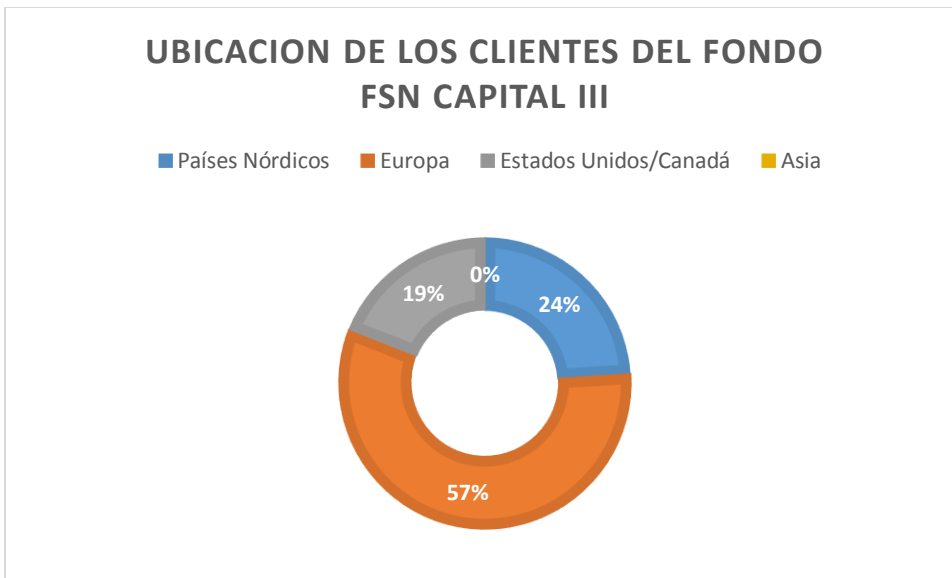


Fuente: FSN Capital – ESG Report – 2014

La ubicación geográfica de estos clientes se indica en la Figura 2, para cada uno de los fondos:

Figura 2: Ubicación geográfica de los clientes de los fondos de FSN Capital





Fuente: FSN Capital – ESG Report – 2014

El tipo de clientes es básicamente similar en los tres fondos, pero ha existido un incremento en los fondos de pensiones en el fondo más reciente (FSN Capital IV).

En cuanto a la ubicación geográfica, se puede ver que los fondos más recientes incluyen un porcentaje mayor de inversionistas fuera de los países Nórdicos.





El entendimiento que FSN tiene respecto a sus clientes es que éstos esperan que las cuestiones ASG estén naturalmente integradas en las decisiones de inversión. Asuntos relaciones con cuestiones ASG deben ser reportados directamente a ellos, como parte del informe trimestral cuando es material a la inversión.

#### 4.2.2 La cartera de inversión

El siguiente grupo de interés esta constituido por la cartera de empresas de FSN. La tabla 2 lista la cartera actual, indicando el país de procedencia y el tipo de industria:

Tabla 2: Cartera de Inversiones de FSN

Nombre de la empresa	Año en que se adquirió	País	Tipo de industria
Aura Light	2006	Suecia	Industria manufactera
Lagkagehuset	2008	Dinamarca	Consumo y al por menor
Green Landscaping	2009	Suecia	Industria de servicios
Vindora	2009	Suecia	Industria de servicios
PM Retail	2012	Noruega	Industria de servicios
Skamol	2013	Dinamarca	Industria manufactera
VITA	2013	Noruega	Consumo y al por menor
Instalco	2014	Suecia	Industria manufactera
Kjell & Company	2014	Suecia	Consumo y al por menor
EET Europarts	2015	Dinamarca	Industria de servicios
Fitness World	2015	Dinamarca	Consumo y al por menor
Fibo	2015	Noruega	Industria de servicios
Roplan	2015	Suecia	Industria manufactera
Netcompany	2016	Dinamarca	Industria de servicios

Fuente: <http://www.fsncapital.com/index.php/investments>



La cartera está diversificada de manera que los tres tipos de sectores están representadas de manera similar, habiendo 6 del sector de consumo y al por menor, 4 del sector de industria manufactera y 3 del sector de industria de servicios.

En cuanto a la distribución por país, 6 de las empresas están en Suecia, seguido por 5 en Dinamarca y 3 en Noruega.

El tiempo promedio que FSN mantiene una empresa, es alrededor de 5 años, en los cuales incorporan transformaciones importantes para incrementar ganancias y mejorar aspectos relacionados con las cuestiones ASG, de modo que el valor de cada empresa se haya incrementado sustancialmente durante este lapso. Al final de dicho tiempo, la empresa es ya sea vendida a otra empresa, o introducida en la bolsa de valores como Oferta Pública de Venta.

El tamaño de empresas que FSN se concentra es entre € 50 millones y € 250 millones. El proceso previo a la elección se realiza en cuatro etapas:<sup>23</sup>

- 1- Identificación: Consiste en una evaluación para eliminar cualquier empresa que esté considerada en la lista de exclusiones éticas, o que esté en contra de la misión de FSN. Entre la lista de exclusiones éticas se encuentran empresas que:
  - a. Hayan contribuido de manera sistemática a la violación de los derechos humanos.
  - b. Demuestren un patrón de no cumplir con regulaciones ambientales.
  - c. Tienen un nivel inaceptable de producción de gases de efecto de invernadero y han fallado en tomar medidas para disminuirlos.
  - d. Demuestren un patrón de utilizar trabajo infantil o forzado.
  - e. Producen armas que por su uso previsto pueden violar principios humanitarios fundamentales (tales como armas nucleares).
  - f. Están directamente relacionadas con las siguientes industrias: la industria del sexo, tabaco, apuestas y alcohol.

---

<sup>23</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014



- 2- Evaluación: consiste en un análisis de riesgo, considerando cuestiones ASG. También puede incluir un análisis externo de aquellos aspectos ASG que sean materiales a la inversión.
- 3- Focalización: consiste de un reporte de Diligencia Debida detallado, incluyendo, de ser requerido, investigaciones externas detalladas de factores ASG.
- 4- Abordamiento: Consiste en un plan de acción para manejar, mitigar y controlar cualquier riesgo relacionado con factores ASG que se haya previamente identificado. También incluye un plan para identificar oportunidades de transformación sobre factores ASG. Finalmente, consiste en implementar la estructura de gobernación corporativa, código de conducta, la política de delator y otras políticas relevantes.

Una vez que la empresa se ha incorporado a la cartera de FSN, se implementa una administración activa. Esto consiste en tener representación de FSN en cada una de las Juntas Directivas de cada empresa. Sin embargo, el CEO (Chief Executive Officer) es responsable, con cada uno de sus equipos, de ejecutar la estrategia y administrar la empresa, de acuerdo a la políticas establecidas por la Junta Directiva.

FSN no impone los mismos indicadores claves de desempeño (KPI) a todas sus empresas, ya que estos varían con el tipo de industria de que se trate. Esto incluye los KPI relacionados con cuestiones ASG, pero existen guías generales en cuanto al ambiente y social.

Las cuestiones sobre gobernación corporativa están más alineadas y tienden a ser más similares dentro de diferentes sectores de la industria. Por tal razón, FSN tiene un estandard que se implementa en todas sus empresas<sup>24</sup>. Este incluye una guía sobre anti-corrupción y remuneración y cada empresa debe desarrollar e implementar sus artículos de asociación, código de conducta, principios de remuneración y política de delator.

---

<sup>24</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014



Como se explicó, algunos de los KPI son más universales y son utilizados en cada empresa. Un ejemplo es la tasa de ausencia por enfermedad. Dichos indicadores se publican en el reporte ASG cada año. La tabla 2 muestra una lista de indicadores usados en el reporte ASG de FSN:

Tabla 3: Indicadores Claves de Desempeño utilizados en los Reportes ASG de FSN

Indicador	Relevancia
Ventas anuales	Indicador de crecimiento económico
Número de empleados	Indicador de crecimiento económico y social
Porcentaje de mujeres versus hombres	Indicador social de igualdad
Tasa de ausencia por enfermedad	Indicador social de condiciones laborales
Satisfacción de los empleados	Indicador social de condiciones laborales
Accidentes	Indicador social de condiciones laborales
Emisiones tóxicas	Indicador ambiental
Electricidad utilizada/ventas	Indicador ambiental
Emisiones de gases de efecto de invernadero/ventas	Indicador ambiental

Fuente: FSN Capital – ESG Report – 2014

El proceso de transformación que FSN utiliza con las empresas en su cartera también incluye la implementación de herramientas que mejoren la productividad. FSN promueve un ambiente de satisfacción positiva, en el cual siempre se aspira a continuar mejorando los procesos (ya sean ventas, ganancias, cuestiones ASG, como condiciones de trabajo, reducción de contaminación, de la manera como cada empresa tiene establecidos sus KPI).



En el caso concreto de la empresa Roplan (adquirida en Julio del 2015), en sólo un año, las transformaciones han sido considerables. La empresa no presentaba mayores riesgos en cuanto a cuestiones ASG, pero la incorporación de la políticas de ASG ha hecho que haya un incremento en la conciencia ambiental y social. Aspectos tales como la satisfacción de los empleados, no se habían antes medido. La primera encuesta sobre satisfacción se realizó pocos meses después de la adquisición. Anteriormente, sólo encuestas sobre la satisfacción de los clientes se habían llevado a cabo.

Las políticas discutidas en esta sección sobre la gobernación corporativa, fueron implementadas rápidamente en Roplan. Esto permitió otro cambio fundamental, el cual ha sido una comunicación más transparente y abierta entre el equipo gerencial y resto de los empleados, así como con clientes y proveedores.

Otro cambio de importancia fue la introducción de herramientas para mejorar la eficiencia en ventas, ingeniería y producción, utilizando los principios de “Lean Management” (basada en los principios de administración de Toyota). Esto ha contribuido a cambiar la cultura hacia un estado de satisfacción positiva, como se explicó anteriormente.

#### 4.2.3 Los empleados

FSN busca emplear socios y consultores que no sólo estén capacitados para el trabajo, pero que también estén de acuerdo con su misión y principios éticos. FSN enumera dichos principios en su Reporte ASG que se resumen a continuación:<sup>25</sup>

- 1- Los activos de la firma son sus empleados, la franquicia de inversionista y su reputación. En caso de que alguno sea disminuído, lo más difícil de recobrar es la reputación.
- 2- La integridad y honestidad están en el centro de quienes son. Se espera que cada empleado tenga altos estándares éticos en su trabajo como en su vida personal.
- 3- El éxito se mide en términos del retorno a la inversión para sus clientes.
- 4- Se esfuerzan en transformar empresas para que sean mejores y más sostenibles.
- 5- Con el fin de ser la mejor firma, reclutan, desarrollan, dan responsabilidades y recompensan a quienes son mejores. Creen en la meritocracia.
- 6- El trabajo en equipo y la cooperación es el centro de su modus operandi.

<sup>25</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014

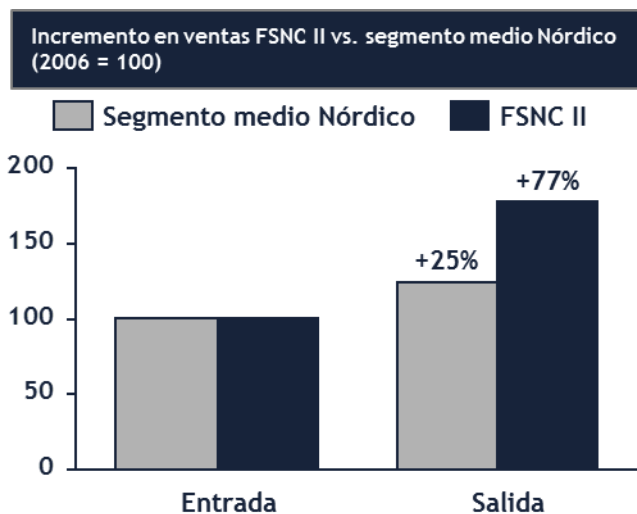


- 7- Fomentan una cultura ganadora, con espíritu competitivo y empresarial.
- 8- Se enorguecen de su profesionalismo y calidad de su trabajo.
- 9- Se enfrentan a los hechos tal como son y dicen la verdad tal como la ven, con comunicación directa dentro de la firma, dentro de la cartera de empresas y con sus clientes.
- 10- Prosperan en un ambiente de desatisfacción positiva, que conduce a tratar de crecer y mejorar sus inversiones, la firma, y cada uno como individuo.

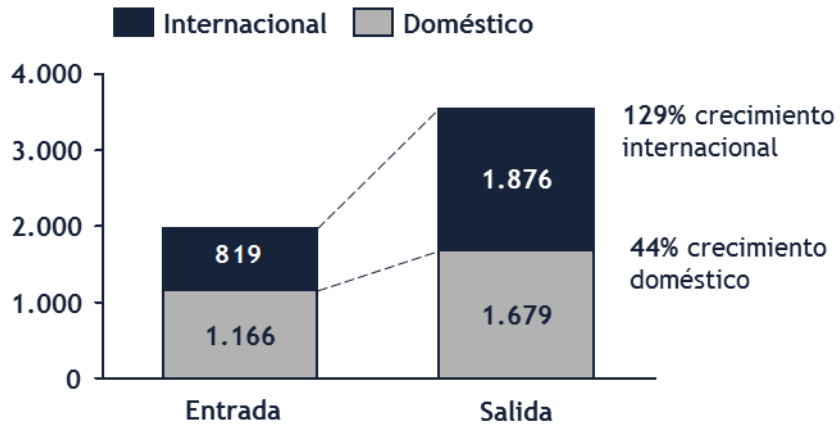
#### 4.3 Resultados obtenidos por FSN al aplicar el modelo de negocios

Los resultados obtenidos por FSN a la fecha, muestran que han dado mejores resultados en sus KPI, tanto financieros como relacionados a factores ASG. La Figura 3 muestra dichos indicadores.

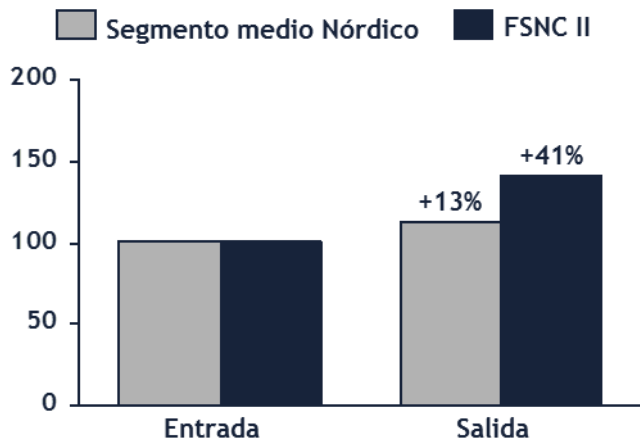
Figura 3: Indicadores claves de desempeño de FSN comparativo

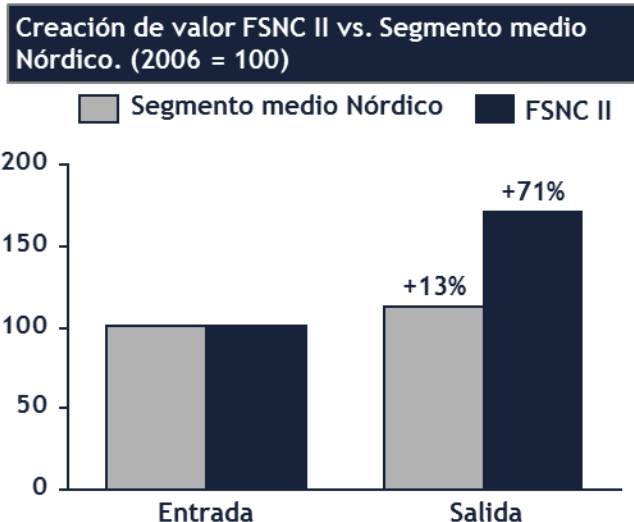


**FSNC II ventas por region al invertir vs. (NOKm)**



**Incremento en # de empleados FSNC II vs. segmento medio Nórdico (2006 = 100)**





Creación de valor = costo de empleados + impuestos + interés + ganancia neta.

Fuente: Proff, Odin, Facts

Los resultados muestran que el Fondo FSNC II obtuvo mejor incremento en ventas y mayor creación de valor que el segmento comparable (segmento medio en los países Nórdicos). Los resultados también muestran una mejora en factores ASG, tales como generación de empleo, cuyo resultado es más alto que el segmento medio. Las diferencias son considerables.

#### 4.4 Monitoreo externo

Como parte de las obligaciones de FSN al firmar el PRI, está completar una encuesta que lista ciertos indicadores obligatorios, así como de otros indicadores voluntarios. El PRI publica los resultados cada año en el Informe de Transparencia de la Inversión Responsable.<sup>26</sup>

La publicación de este informe permite a clientes y el público en general ver qué cuestiones ASG se han considerado y qué cambios se han implementado en la firma y en su cartera de compañías.

<sup>26</sup> PRI, RI Transparency Report 2014/15, FSN Capital Partners





## 5 Discusión

La evolución de la inversión responsable en los últimos diez años, ha tomado nuevas dimensiones debido en parte a iniciativas que lo fomentan y proveen una guía de implementación, tal como el PRI. La diferencia de una iniciativa como el PRI es que no trata de influenciar regulaciones a nivel gubernamental, sino que trata de influenciar la manera que empresas privadas o públicas hacen negocios. Es un cambio que puede darse aún si los gobiernos de diferentes países son insensibles a dichos aspectos.

El PRI está constituido de principios muy generales, que a primera vista pueden parecer académicos y que funcionan bien solo en teoría. Es en realidad lo contrario. El PRI ofrece un plan de acciones reales que empresas pueden implementar. La colectividad de todos estos cambios juntos en miles de empresas (aún si dichos cambios son pequeños en cada caso), tiene la capacidad de crear un cambio social.

El caso concreto de FSN Capital evidencia esto. Luego de 16 años en operación, han podido demostrar que sus resultados son mejores que el mercado medio Nórdico, el cual es similar al tipo de empresas que manejan. A pesar de que FSN no firmó el PRI sino hasta el año 2012, desde su inicio, tuvieron en consideración cuestiones ASG, de modo que también pueden enseñar el nivel de mejoras en dichas cuestiones.

Algunos ejemplos de cómo FSN han incorporado los 6 principios del PRI, se señalan a continuación:

1. Integración: FSN ha incorporado las cuestiones ASG en sus decisiones de inversión. Aura Light es un ejemplo de esto. La decisión consideró el alto nivel de sostenibilidad de la empresa y sus productos, en cuanto a consumo bajo de electricidad en sus productos (bombillos LED), el hecho de que reciclan el 95% de sus desperdicios y utilizan 100% electricidad verde en su producción.<sup>27</sup>
2. Involucramiento: Desde el reporte de Diligencia Debida, hasta la participación activa en cada Junta Directiva, FSN se involucra en cada empresa de su cartera

---

<sup>27</sup> Strand-Nielsen, F. ESG Fund Strategy – presentation at the TBLI Conference Nordic 2014.



en asuntos ASG. Por ejemplo, al adquirir Kongsber Automotive, se implementó un indicador clave de desempeño para medir las ausencias por causa de enfermedad, resultando en una reducción de ausencias del 9% al 4%.<sup>28</sup>

3. Transparencia: Al considerar la adquisición de Troax, FSN se enteró de un derrame industrial de un solvente en esta fábrica, que había ocurrido 30 años antes. Luego de medir el riesgo, FSN decidió invertir, pero claramente se reportó a las autoridades y la comunidad de los pasos que se implementaron para remediar la contaminación y los niveles del solvente en el agua se siguen monitoreando hasta la fecha.<sup>29</sup>
4. Aceptación: Las cuestiones ASG van más allá de su aplicación directa en cada empresa de la cartera e involucran a proveedores y clientes de dichas empresas. Cuando FSN adquirió PM Retail, cuyos proveedores están localizados en su mayoría en China, tuvieron que realizar una auditoría a cada proveedor para asegurarse que cumplieran con los principios relacionados con la Responsabilidad Social Corporativa (conocido como CSR for sus siglas en inglés), los cuales incluyen aspectos como labor infantil, salario mínimo, condiciones de seguridad en el trabajo, etc. Como resultado, algunos proveedores tuvieron que hacer cambios en sus empresas para poder permanecer como tal. FSN trabajó con una compañía sin fines de lucro llamada ETI la cual evaluó a los proveedores y también les dió entrenamiento sobre asuntos CSR.
5. Cooperación: Además de ser signatario del PRI, FSN participa en diferentes foros y conferencias sobre sostenibilidad y cuestiones ASG.
6. Reporte: FSN publica un reporte ASG anual. Además, el PRI publica el Informe de Transparencia de la Inversión Responsable, específico a FSN.

FSN, como una firma de capital de inversión privado, tiene un interesante nicho de mercado debido a ser una firma que considera cuestiones ASG. Este mercado está constituido por inversionistas institucionales que han adoptado políticas de inversión

<sup>28</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014

<sup>29</sup> Idem



responsable, tales como fondos de pensiones y fundaciones universitarias. Al poder demostrar que el rendimiento a la inversión es mejor que en el segmento comparativo, FSN también cumple con su responsabilidad fiduciaria a sus clientes, la cual requiere que inviertan en el mejor interés de sus clientes.

Los aspectos de ganancia y cuestiones ASG están ligados de manera que crean sinergia (uno promueve el otro) en diferentes niveles. Primeramente, a nivel de sus diferentes groups de interés, empezando por sus clientes, estos buscan indicadores claves de desempeño que no son únicamente indicadores tradicionales financieros, sino que consideran cuestiones ASG, tales como la reducción de efluentes, generación de empleo, condiciones laborales, etc. Cuando una empresa muestra cambios positivos en estos aspectos, atrae a este tipo de inversionistas, lo cual a la vez tiene un impacto en el valor de sus acciones, creando mayor creación de valor.

Mientras más inversionistas, en particular inversionistas institucionales, incorporen en sus políticas iniciativas de inversión responsable (tales como el PRI), dichas empresas que siguen estos principios serán cotizadas a mejor valor, incrementando su valor en el mercado.

La consecuencia para la sociedad podría ser considerable, ya que aspectos ambientales, sociales y de gobernación corporativa se vuelven parte material del valor de una empresa y del retorno en la inversión a largo plazo que pueda lograr. Esto quiere decir que cada empresa colabora en su medida a desarrollar comunidades más sostenibles, beneficiando al total de la sociedad y mejorando el nivel de vida.

Volviendo al caso particular de FSN, su segundo grupo de interés son las empresas en su cartera. Estas también se benefician de considerar cuestiones ASG, por varias razones:

- (a) la creación de valor es más alta en comparación con el sector medio Nórdico, lo que indica un crecimiento en ventas, en ganancias netas y en empleo;



- (b) las herramientas que se utilizan, como parte de la administración activa de FSN, resultan en una producción más eficiente;
- (c) las condiciones de trabajo mejoran, ya que hay indicadores clave de desempeño específicos a la satisfacción de los empleados, tales como las ausencias por enfermedad, etc;
- (d) la calidad del servicio al cliente aumenta (FSN reporta el caso de VIA Travel<sup>30</sup>), debido a tener empleados más motivados.

Todos estos aspectos están interrelacionados. Al tener un mejor ambiente laboral, los empleados tienen mejor motivación, lo cual incrementa la calidad de su trabajo, resultando en mejor servicio al cliente, que resulta en más ventas y ganancias.

El caso particular de la empresa Roplan, muestra que dichos cambios son reales y tienen una influencia directa en las personas que laboran en dicha empresa. Las cuestiones ASG se consideraron desde el reporte de Diligencia Debida, realizado antes de finalizar la compra. La implementación del Código de Conducta fue uno de los primeros pasos, seguido por la implementación de herramientas para mejorar la eficiencia, así como establecer indicadores claves de desempeño que incluyen cuestiones ASG. Previamente Roplan había mantenido una reputación de alto grado ético y servicio al cliente. Factores ASG se consideraban (por ejemplo, la empresa es certificada ISO 14001 relacionada al ambiente), pero con la adquisición, un mayor número de indicadores claves relacionados con factores ASG se incluyeron y se monitorean de manera consistente, tales como: tasa de ausencias por enfermedades, porcentaje de mujeres vs hombres, satisfacción de empleados y accidentes.

En cuanto al tercer grupo de interés en FSN, sus empleados, de igual manera se benefician de la consideración de cuestiones ASG, al mantener un mejor ambiente laboral y una firma de mayor éxito. Los valores éticos que FSN inculca en sus empleados son el fundamento de poder administrar una cartera de empresas donde se quieren mantener los mismos principios. Sus socios y consultores deben compartir su visión,

---

<sup>30</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014



misión y valores, dado que ellos son los que deciden qué empresas deben adquirir y luego, como miembros activos de las Juntas Administrativas de estas empresas, deben administrarlas en base a dichos principios.

Strand-Nielsen<sup>31</sup> indica que una de las ventajas de FSN es operar en la región Nórdica, que incluye Noruega, Suecia y Dinamarca. Estos países tienen un alto nivel de vida donde aspectos básicos, tales como educación y salud, están disponibles a la mayoría de sus habitantes. El modelo Nórdico está basado en una relación abierta y de confianza entre el Gobierno, los sindicatos y el sector empresarial. Esto promueve un ambiente de inversión estable y de bajo riesgo, por lo cual FSN invierte exclusivamente en empresas localizadas en estos países.

Como se mencionó en los antecedentes, existen relativamente pocas empresas en Latinoamérica que son signatarias del PRI. Las condiciones del mercado y sociales son diferentes a los países Nórdicos, por lo cual no se puede inferir que un modelo de negocios como el de FSN pueda tener el mismo éxito de ser aplicado en Latinoamérica. Sin embargo, el principio de que la inversión responsable resulta en un mejor rendimiento financiero y mayor desarrollo social a largo plazo, es universal. En cuanto haya demanda por invertir en empresas con responsabilidad social, va a ver más interés por implementar iniciativas como el PRI. Los inversionistas institucionales (gobiernos, fondos de pensiones, fundaciones, cooperativas, etc.) están en mejor condición de adoptar políticas de inversión que consideren las cuestiones ASG, lo cual en torno incentivará el desarrollo de empresas con responsabilidad social.

## 6 Conclusiones

Las inversiones con responsabilidad social han incrementado, en parte gracias a iniciativas a nivel mundial, como los Principios de Inversión Responsable (PRI), establecidos por las Naciones Unidas hace diez años. La participación en este tipo de iniciativa aumentó considerablemente luego de la crisis financiera en el 2008. Esto indica

---

<sup>31</sup> FSN Capital – ESG Report – 2014



la clara conexión entre el riesgo a la inversión y la consideración de cuestiones ASG. Al tener más transparencia y comunicar factores ASG, inversionistas pueden evaluar con más certeza el riesgo a largo plazo.

Además, ha crecido la cantidad de inversionistas (en particular, inversionistas institucionales), con conciencia social, que han incorporado políticas de inversión que consideren cuestiones ASG.

Diferentes publicaciones muestran que hay una relación entre la inversión responsable y el retorno y el riesgo a la inversión al largo plazo. Prácticas irresponsables que no consideran cuestiones ASG podrían mostrar un mejor rendimiento a corto plazo, pero tal como la crisis financiera del 2008 lo evidenció, dichas prácticas no se sostienen a largo plazo.

El caso de estudio de FSN Capital muestra que los PRI no son nada más una buena teoría, sino que son aplicables en todo tipo de empresas. El éxito logrado hasta el momento por FSN, indica que la aplicación de los PRI han fomentado la creación de valor en las empresas de su cartera, dando mejores resultados a sus clientes.

La aplicación de los PRI por parte de FSN muestra que los cambios que se implementan son profundos y afectan a todos los empleados de las empresas en su cartera, además de tener impacto obviamente ambiental y social, lo que nutre una mejor relación con las comunidades locales y la sociedad en general.

Los cambios que FSN realiza en sus empresas son materiales. No se trata nada más de tener una política ética y social en papel. La experiencia de primera mano que la autora ha tenido como empleada de Roplan, da evidencia de que la administración activa de FSN (que es parte de uno de los principios del PRI), implementa indicadores claves de desempeño relacionados a factores ASG. La primera encuesta sobre la satisfacción de los empleados en Roplan se llevó a cabo apenas unos pocos meses después de la adquisición. Dichos indicadores se publican y se comparten con los empleados. La



Junta Administrativa dá seguimiento a éstos y espera mejoras con el tiempo. El hecho de medir estos factores y darles visibilidad, crea más conciencia de su importancia.

FSN es una firma privada, al igual que muchos otros signatarios del PRI. Estas iniciativas no dependen necesariamente de las políticas de un gobierno en particular o las normativas jurídicas, sino que pueden ser adoptadas por cualquier empresa privada y ser autorreguladas.

La aplicación de un modelo de negocios similar al de FSN en Latinoamérica no necesariamente implica que el éxito logrado sea el mismo, debido a la diferencia del mercado en que opera FSN. En particular, las cotizaciones de las bolsas de valores en los países Nórdicos son considerablemente más altos que en las bolsas en Latinoamérica. Sin embargo, no se debe subestimar el poder de transformación social que la aplicación de los PRI puede brindar. Un mayor fomento a estas iniciativas podría beneficiar a las comunidades en Latinoamérica que requieren de dichos cambios sociales y ambientales de manera más crítica que los países Nórdicos.

## Bibliografía

Caplan, L., Grisswold, J., y Jarvis, W.(2013). *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. [De la Inversión con Responsabilidad Social al ASG: El mundo cambiante de la Inversión Responsable]. Commonfund Institute. <http://eric.ed.gov/?id=ED559300>. 1-8

Dumas, C., Hoepner, A., y Louche, C.(2015). *Barriers and enablers of sustainable investment: Exploring a framework of KPIs for ESG integration*. [Barreras y habilitadores de la inversión sostenible: Explorando un marco de Indicadores claves de desempeño para la integración ASG]. Presentado en el PRI in person and The PRI Academic Workshop 2015. 2-32

FSN Capital (2014). ESG Report 2014 [Reporte ASG 2014]

FSN Capital. <http://www.fsncapital.com/>

Global Reporting Initiative (GRI). <http://www.globalreporting.org/>

Investopedia. <http://www.investopedia.com/>



RI Transparency Report 2014/2015, FSN Capital Partners [Inversión Responsable – Reporte de Transparencia]. PRI

Strand-Nielsen, F. (2014). *ESG Fund Strategy* [Estrategia de Fondos ASG]. Presentación en la Conferencia de TBLI Nordic 2014. <http://www.slideshare.net/tbliconference/tbli-nordic-2014-esg-fund-strategy-frode-strand-nielsen-fsn>

UNEP FI. [Iniciativa Financiera de la UNEP] <http://www.unepfi.org>

UN Global Compact [Pacto Mundial de las Naciones Unidas]. <http://unglobalcompact.org>

UN PRI [Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas]. <http://www.unpri.org>

Vives, A. (2011). *Es posible la inversión y el financiamiento responsable en América Latina?* Cumpetere. <http://www.cumpetere.com/documents>. 13-19

Vives, A., y Peinado-Vara, E. (2011). *La Responsabilidad Social de la Empresa en Latinoamérica*. Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). <http://fundahrse.org/wp-content/uploads/2016/01/La-RSE-en-America-Latina.pdf>. 66-81

