

2.2. LOS INVERSORES. LOS FACTORES ESG IMPACTAN EN LA RELACIÓN RENTABILIDAD RIESGO

JAIME SILOS LEAL

Director de Desarrollo Corporativo de Forética

RESUMEN

El auge de las finanzas sostenibles se puede explicar por muy diversas razones. Algunas tienen un carácter altruista o ético. Otras tienen un componente egoísta. La mejora de los rendimientos financieros. El uso cada vez más extendido de los aspectos ESG durante los últimos años ha generado casuística suficiente para concluir que la toma en consideración de aspectos de sostenibilidad mejora la relación rentabilidad-riesgo de las carteras. Este hecho ha supuesto un acelerador en la adopción de una agenda de finanzas sostenibles tanto desde los reguladores como desde la comunidad inversora. En este artículo analizaremos cómo un mejor desempeño en sostenibilidad puede tener impacto sobre las palancas de creación de valor financiero de las empresas y observaremos cómo los inversores sostenibles han sido capaces de monetizar el esfuerzo ESG de sus compañías en cartera.

ARTICULANDO EL INVESTMENT CASE

El auge de las finanzas sostenibles es fruto de la confluencia de una gran multitud de factores económicos, sociales y ambientales que, a modo de *tormenta perfecta*, han alineado las agendas políticas, regulatorias y de la comunidad inversora. Si bien es cierto que fenómenos como la inversión responsable llevan más de dos décadas de desarrollo, la gran eclosión actual de las finanzas sostenibles probablemente se explique por un agravamiento de los profundos desequilibrios existentes en el modelo económico global. La superación continua de records en emisiones de gases de efecto invernadero, el imparable incremento de las temperaturas en el planeta, la pérdida masiva de biodiversidad, el incremento de las desigualdades y la cada vez mayor polarización de la sociedad han hecho saltar las alarmas a

la comunidad inversora y al ecosistema de reguladores del sistema financiero. Estas son las condiciones ideales para el desarrollo del fenómeno de las finanzas sostenibles.

En este artículo nos centraremos en el papel del inversor, como catalizador de las finanzas sostenibles. Precisamente, uno de los puntos fundamentales que han generado mayor convicción en torno a la necesidad de impulsar los aspectos ESG –por sus siglas en inglés Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo– por parte de los reguladores, ha sido la constatación empírica de que dichos criterios no solo no comprometen los resultados de las inversiones, sino que los fortalecen. A continuación, veremos cómo.

ALTRUISMO EGOÍSTA, EL CATALIZADOR DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE

Antes de valorar los atributos de rentabilidad riesgo de la inversión sostenible, demos un paso atrás y preguntémonos por qué cualquier inversor querría –o debería– integrar los aspectos ESG en sus decisiones de inversión. Y encontramos dos respuestas que combinadas son suficiente convincentes para comprender el éxito de la inversión sostenible. La primera tiene un carácter “altruista”, que responde a la aparición de un nuevo perfil de inversor, el *inversor consciente*. La segunda, tiene un carácter “egoísta” y tiene que ver con la búsqueda de unos rendimientos financieros superiores al mercado, lo que en el argot se conoce como *generación de alfa*. Ambas motivaciones son complementarias y se refuerzan mutuamente. En la era del *inversor consciente*, los ahorradores se han vuelto más sofisticados, mejor informados y quieren maximizar la rentabilidad de sus inversiones. Pero no a cualquier precio. El inversor consciente quiere saber de dónde proceden los retornos de su cartera. Quiere saber si mediante su patrimonio está financiando actividades que causen daño a la sociedad o al medio ambiente, o que le parezcan moralmente reprobables. Por citar un ejemplo, un estudio de MSCI¹ encontraba que uno de cada dos fondos de renta variable norteamericana, mantenía posiciones significativas en armamento controvertido, como bombas racimo, minas antipersona o armamento bacteriológico, algo que una buena parte de la comunidad ahorradora rechazaría si lo supiera. Más recientemente, el colectivo de profesores de Florida en Estados Unidos, tras uno de los recientes episodios de violencia armada en un instituto² de dicho estado, descubrió con estupor que su plan de pensiones invertía en fabricantes de semiautomáticas como las utilizadas por el estudiante del centro. Este tipo de incidentes lleva a una alineación de los propietarios de activos y beneficiarios, así como a una pérdida de reputación de la gestora de fondos. La segunda motivación, la “egoísta” y se basa en que, independientemente consideraciones éticas, sociales o ambientales, la sostenibilidad crea valor, lo que en última instancia beneficia al inversor.

¹ MSCI FUND TRANSPARENCY: EXPLORING THE ESG QUALITY OF FUND HOLDINGS.

² El tiroteo en el Instituto Marjorie Stoneman Douglas de Florida, en febrero de 2018, protagonizado por un joven de 19 años, acabó con la vida de 17 personas. Este suceso inspiró la creación del movimiento estudiantil *Never Again*.

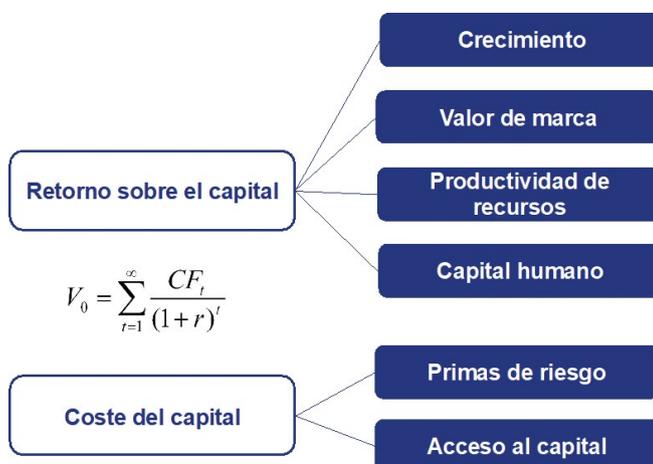
SOSTENIBILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR

El *investment case* de la inversión sostenible es, si bien se mira, la otra cara de la moneda del *business case* de la sostenibilidad. Muchas de las prácticas que puede poner en marcha una compañía en ESG pueden tener un impacto positivo en el valor de la misma. Valor añadido que el inversor puede capturar el valor mejorando el rendimiento de su cartera. La pregunta que surge a continuación es, ¿cómo se crea valor a través de la sostenibilidad? La respuesta es sencilla. De la misma manera en que las empresas crean valor.

El valor financiero, se crea a través de dos canales fundamentales:

- 1) Incrementando el retorno sobre el capital, es decir, incrementando los flujos de caja por cada dólar o euro invertido.
- 2) Reduciendo el coste del capital, tanto de los recursos propios como ajenos.

Tabla 1: ESG como factor de creación de valor



De la misma manera que cada compañía o cada sector generan valor de maneras distintas, el desempeño en sostenibilidad puede generar valor de manera diferente. Algunas compañías se benefician más de determinadas palancas en comparación con otras, por lo que el análisis que realizaremos a continuación debe ser puesto en el contexto de cada organización.

ESG Y EL RETORNO DEL CAPITAL

En este caso nos centraremos en cómo una compañía puede incrementar sus beneficios y flujos de caja mediante la sostenibilidad³.

³ Tengan en cuenta que el retorno sobre el capital se incrementa tanto por un mayor flujo de caja (el numera-

Crecimiento: Las exigencias de un desarrollo sostenible pueden suponer una gran fuente de disrupción de industrias consolidadas –como en el sector de Oil & Gas o la industria automotriz– y una gran oportunidad las compañías que lideren la transformación –almacenamiento de energía, electrificación, infraestructuras, etc.–. Esta transición, por tanto, afectará a las tasas de crecimiento según el grado de preparación de las compañías.

Valor de marca: una compañía cuyas marcas estén más alineadas con los intereses, valores y expectativas de la sociedad, puede convertirse en una marca significativa (*meaningfull brand*). La puesta en valor de atributos ESG puede aumentar el grado de identificación del consumidor con la marca, incrementando la fidelidad a la misma y, en algunos casos, justificar una prima de precio. Un incremento de los márgenes y de la rotación de activos incrementa el retorno sobre el capital.

Productividad de los recursos: Una compañía sostenible es capaz de producir “más con menos”. En este sentido, las políticas ambientales pueden suponer una expansión de los márgenes operativos cuando estas son capaces de reducir el input de recursos como la energía, materias primas, o el CO₂ por unidad vendida.

Capital humano: un empleador que sirve a un propósito coherente con las inquietudes y valores del empleado puede ser un imán para el talento, la productividad y la satisfacción del empleado.

ESG Y COSTE DEL CAPITAL

Los factores ESG pueden suponer una reducción del coste del capital, lo que se traduce de manera matemática e instantánea en un mayor valor de la compañía.

Impacto en las primas de riesgo: Como veremos en nuestro caso de estudio, *Sostenibilidad y primas de riesgo*, una compañía más sostenible tiene menos riesgo. Este menor riesgo impacta positivamente reduciendo volatilidad de los beneficios y los flujos de caja⁴. Esta reducción de la incertidumbre proviene de manera mayoritaria de una menor probabilidad de experimentar shocks y controversias ESG, así como de una mayor solvencia estratégica de las compañías.

Acceso al capital: Durante los últimos años, los aspectos ESG se han convertido en un factor de elegibilidad por parte de la comunidad inversora. La puesta en valor de un alto desempeño en sostenibilidad actúa como señal de mercado, lo que incrementa la demanda de los instrumentos financieros de las compañías, lo que facilita el acceso a un mayor número de inversores y se refleja en un incremento de precio de las compañías con mejor desempeño.

dor), como por una menor necesidad de capital (el denominador). Para simplificar este artículo nos centraremos en el numerador. Eso no significa que los aspectos ESG también puedan ayudar a tener un menor volumen de capital invertido. De hecho, muchas medidas de eficiencia de recursos pueden mejorar la rotación de los activos.

⁴ ESG Matters – US. 10 reasons you should care about ESG. Bank of America Merrill Lynch, 2019.

EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE

En esta sección vamos a mostrar cinco importantes evidencias que soportan las hipótesis lanzadas en el apartado anterior en el que teorizábamos sobre la sostenibilidad y la creación de valor. Estas evidencias se soportan sobre las conclusiones encontradas en diversos estudios de referencia sobre el impacto de la incorporación de factores ESG en el contexto de la inversión.

EVIDENCIA 1 – MÁRGENES MÁS ROBUSTOS Y DE MAYOR CALIDAD

Las compañías líderes en sostenibilidad gozan de márgenes más robustos y de una mayor predictibilidad de los beneficios. El estudio Foundations of ESG investing⁵ desarrollado por MSCI, analiza el desempeño a largo plazo de 1.600 compañías durante más de diez años. Uno de los hallazgos es la constatación de una correlación clara entre los quintiles de desempeño en sostenibilidad y los márgenes brutos de la compañía. Es decir, las compañías con mejor desempeño en sostenibilidad tienden a disfrutar de mayores márgenes. Por su parte, un paper de Bank of America Merrill Lynch³ encuentra que la volatilidad de los beneficios empresariales es directamente proporcional al cuartil de desempeño en ESG. Esto significa que la calidad de los beneficios es superior ya que está menos sujeto a oscilaciones.

Gráfica 1. La sostenibilidad se asocia con mayores márgenes y con beneficios menos volátiles

Exhibit 1: Gross Profitability of ESG Quintiles

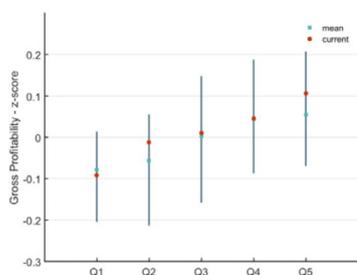
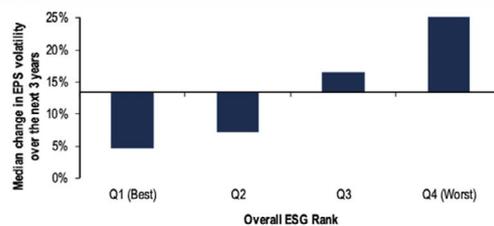


Chart 5: Best signal of future earnings risk: worse ESG ranks signaled more earnings deterioration

Median change in 3-yr EPS volatility over subsequent five years based on Refinitiv Overall ESG score from 12/2005-12/2015 (with volatility through 12/2018)



Source: Refinitiv, BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy
 Q1 (Best) includes stocks within the top 20th percentile based on overall Refinitiv ESG scores; Q4 (Worst) includes stocks within the bottom 20th percentile based on the overall Refinitiv ESG scores

Fuente: MSCI, BofA.

Nótese que en ambos gráficos el orden de los percentiles es inverso, siendo el quintil 5 el máximo desempeño ESG en el gráfico izquierdo y el cuartil 1 el de mejor desempeño en el lado derecho.

EVIDENCIA 2 – MAYOR PRODUCTIVIDAD DE LOS RECURSOS

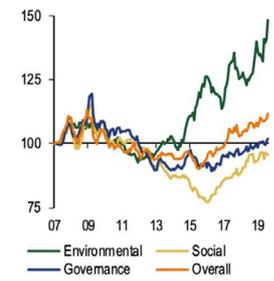
La tesis de inversión basada en la productividad en los recursos se refleja en el excelen-

⁵ Foundations of ESG investing - Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance. MSCI, 2017.

te desempeño que muestra la letra “E” sobre las otras dos en el trinomio ESG. Un estudio de Forética⁶ que analiza el impacto de los factores ESG en renta variable española durante un intervalo de más de 7 años, encontraba que las carteras construidas sobre los criterios ambientales batían a las carteras únicamente construidas sobre la “S” o sobre la “G”. Este mismo patrón se encuentra en los análisis desarrollados por el equipo cuantitativo de BofA Merrill Lynch³ en renta variable americana. Este patrón también se observa en la renta fija corporativa americana en un estudio realizado por Barclays⁷. Por último, Blackrock⁸ muestra que las compañías con mejor desempeño en la reducción de emisiones de CO₂ batieron ampliamente al mercado durante un periodo de 6 años, en más de un 4% en el primer quintil y en torno al 1% en el segundo quintil. La diferencia entre el quintil superior y el inferior era de más de 7 puntos básicos.

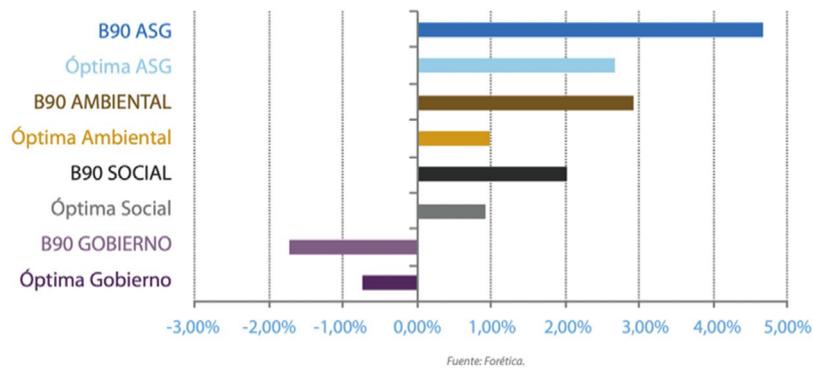
Gráfico 2. Las estrategias ambientales tienden a batir a las sociales y de gobierno de manera aislada

Chart 2: Relative performance of S&P 500 companies in top vs. bottom quintile by MSCI ESG scores
 1/2007-8/2019



Source: MSCI ESG Research LLC, FactSet, BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy
 This performance is backtested and does not represent the actual performance of any account or fund. Backtested performance depicts the theoretical (not actual) performance of a particular strategy over the time period indicated. No representation is being made that any actual portfolio is likely to have achieved returns similar to those shown herein.

Retorno incremental versus Benchmark



Fuente: MSCI, BofA.

EVIDENCIA 3 – EL CAPITAL HUMANO ES UNA FUENTE DE VALOR

La inversión con foco en el capital humano también produce retornos superiores, tal como muestra el análisis de BofA Merrill Lynch³. Construyendo carteras basadas en los rankings sobre la calidad de los entornos de trabajo, las compañías con mejor desempeño en capital humano produjeron unos retornos superiores en un 5% al año respecto al índice de referencia durante un periodo superior a cinco años. Desde el punto de vista de la

⁶ El valor de la gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera. Forética, 2018.

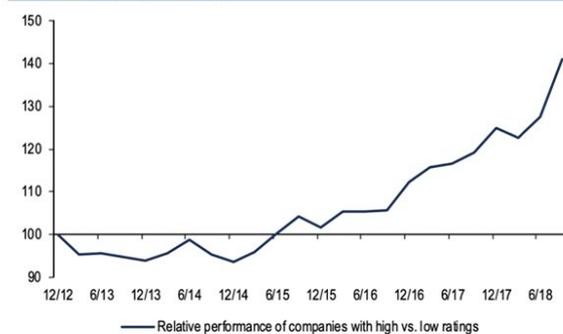
⁷ The case for sustainable bond investing strengthens. Barclays 2018.

⁸ Sustainable Investing: a `why not` momento. Blackrock 2018.

diversidad de género, un estudio de UBS encuentra una relación positiva entre distintas métricas de retorno financiero y una mayor presencia femenina en la dirección y en los consejos de administración.

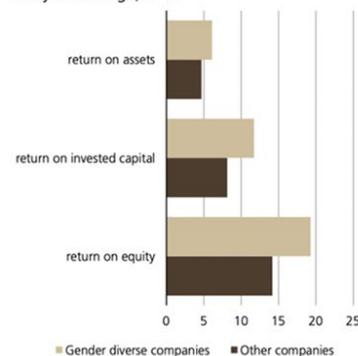
Gráfico 3. Capital humano y diversidad de género tienen impacto en los retornos

Chart 4: Companies that are ranked higher on Glassdoor have outperformed their counterparts with lower ratings by 5 percentage points per year
 Cumulative relative performance (indexed to 100) when buying the top quintile* stocks and selling the bottom quintile stocks (Jan 2013 - Dec 2018, quarterly rebalancing)



Source: BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy, Thinknum
 *top quintile includes stocks in the top 20th percentile based on Glassdoor ratings; bottom quintile includes stocks in the bottom 20th percentile based on Glassdoor ratings
 Back tested performance is hypothetical in nature and reflects application of the screen and is not intended to be indicative of future performance

Fig. 1: Gender-diverse US companies exhibit higher profitability
 Five-year average, in %



Note: Based on Russell 1000 companies. Gender-diverse companies defined as at least 20% women on the board and in senior management. Source: Bloomberg, UBS, as of 14 July 2017

Fuente: BofA, UBS.

EVIDENCIA 4 – EL DESEMPEÑO ESG ES UN PROXY EFICAZ PARA EL RIESGO Y EL COSTE DEL CAPITAL

Las compañías con mejor comportamiento en sostenibilidad muestran un menor riesgo tanto desde un punto de vista absoluto (métricas de dispersión), como relativo (coeficiente *beta*). En su estudio sobre los fundamentos de la inversión ESG⁹, MSCI realiza una descomposición de los elementos que inciden en la volatilidad para aislarlo de los factores típicos de inversión – como el tamaño, valor, calidad etc. – y encuentra una correlación nítida entre el riesgo no explicado por las variables mencionadas y el desempeño ESG. Este menor riesgo se puede explicar por una menor probabilidad de experimentar shocks ESG. En su estudio, Forética documenta 52 shocks ESG de la última década que generaron unas pérdidas a los inversores superiores a los 600.000 millones de dólares. El estudio observa que las controversias significativas producen una pérdida esperada en el valor las compañías de entre el 12% y el 25%. Desde otra perspectiva, el análisis de 17 bancarrotas³ declaradas en EE. UU. entre 2005 y 2015 muestra que en el 90% de los casos, las compañías tenían un bajo desempeño en ESG durante los cinco años anteriores al colapso de la empresa¹⁰.

En otro análisis⁴, MSCI evidencia que las compañías integrantes del MSCI World tu-

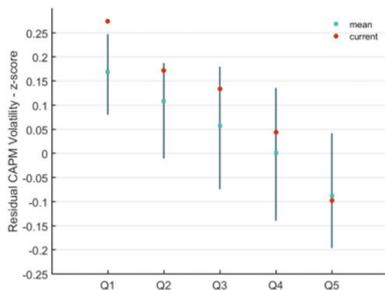
⁹ Foundations of ESG investing - Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance. MSCI, 2017.

¹⁰ El valor de la gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera. Forética, 2018.

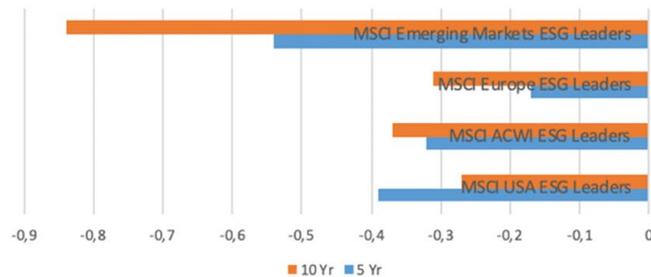
vieron tres veces menos shocks ESG que la media del índice entre 2007 y 2017. Como consecuencia, la gráfica inferior derecha muestra cómo los índices sostenibles de la serie ESG Leaders han reducido la volatilidad respecto a los benchmarks durante los últimos 10 entre 27 y 84 puntos básicos según la geografía.

Gráfico 4. El desempeño ESG reduce el riesgo soportado de la inversión

Exhibit 5: Residual CAPM Volatility of ESG Quintiles



Reduccion de volatilidad ESG frente al índice tradicional (2009-2019)



Fuente: MSCI, Forética.

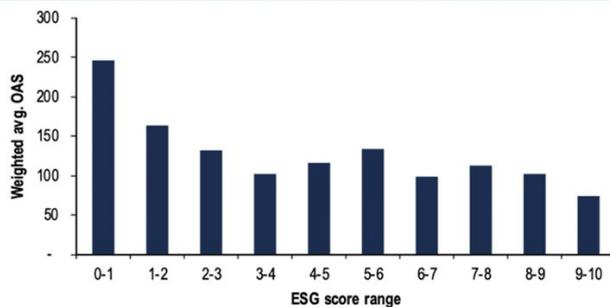
EVIDENCIA 5 – UN ALTO DESEMPEÑO EN ESG REDUCE EL COSTE DEL CAPITAL

La reducción observada en el de riesgo se traduce en una minoración del coste del capital de las compañías tanto en la deuda como en los recursos propios. Así, los diferenciales de crédito de la deuda muestran una relación inversa entre el rating ESG y el coste de la deuda. Es decir, cuanto mejor es el desempeño ESG, menor es el coste de financiación. En el caso de los bonos y préstamos vinculados a ESG, las condiciones de financiación pueden ser bonificadas o penalizadas en función de la consecución de determinados objetivos de sostenibilidad como, por ejemplo, la reducción de emisiones.

ESG y coste de la deuda

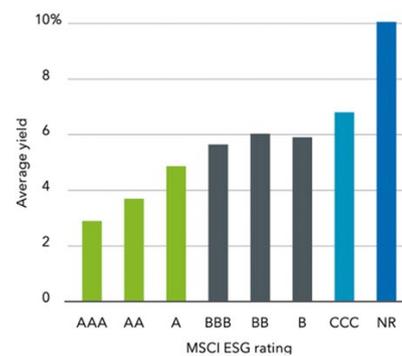
Chart 6: Companies with higher ESG scores tend to enjoy lower cost of capital

Weighted average option-adjusted spread (OAS) vs. MSCI overall ESG scores as of 8/2019



Source: MSCI ESG Research LLC, BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy

Current yield



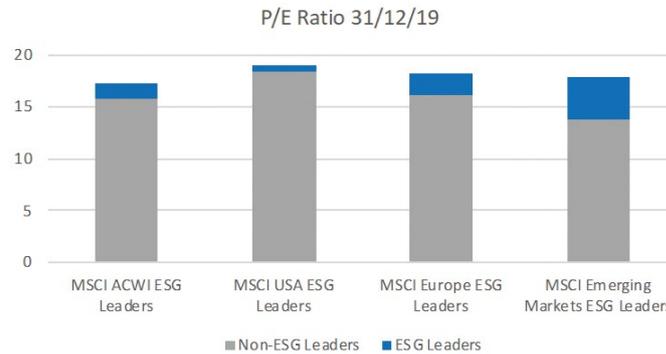
Fuente: BofA, Blackrock.

CASO DE ESTUDIO – SOSTENIBILIDAD Y PRIMAS DE RIESGO

Durante la última década hemos sido testigos de una adopción masiva de políticas y criterios de sostenibilidad por parte de la industria de gestión de activos. El último estudio de Global Sustainable Investment Alliance cifraba en 31 billones el valor de los activos bajo gestión que operan con un mandato ESG. Por su parte, los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas, cerraron 2019 con más de 450 propietarios de activos y 1.773 gestores de activos que representan más 90 billones de activos bajo gestión. Esto significa que virtualmente todo el mercado de inversión institucional en la actualidad está monitorizando -en mayor o menor medida- los atributos ESG de sus respectivos universos de inversión. Cuando esto ocurre, los atributos ESG se convierten en una señal de mercado. Si todo esto es cierto, el comportamiento de los inversores en el mercado, discriminando activos en función de su desempeño en sostenibilidad, debería reflejarse en los precios de mercado. Esto nos llevaría a la conclusión de que existe una prima de riesgo a la sostenibilidad. Para comprobar si la hipótesis anterior es correcta, analizaremos el desempeño de índices ESG Leaders de MSCI frente a los índices tradicionales para tres cuatro regiones diferenciadas: bolsa global (MSCI ACWI), Estados Unidos (MSCI USA), Europa (MSCI Europe) y países emergentes (MSCI Emerging Markets). Lo primero que se observa es que, reconfirmando todas las hipótesis reflejadas en este artículo, los índices ESG han tenido un desempeño más eficiente que los índices generalistas, desde un punto de vista financiero, durante los últimos diez años, con la sola excepción de EE. UU.¹¹. Los ratios *sharpe* de los índices ESG, que ponen en relación la rentabilidad obtenida por cada unidad de riesgo soportada, es un 7% superior en bolsa mundial, un 13% en Europa y de hasta el 71% en bolsa emergente, siendo un -3% en EE. UU. Esto se debe a que los índices ESG Leaders han generado una mayor rentabilidad que los índices tradicionales y, al mismo tiempo, han reducido el riesgo de la inversión soportada. Lo segundo que podemos observar es que, sin excepción, los mercados asignan una prima de riesgo a la sostenibilidad. Esa prima la podemos calcular observando los diferenciales de valoración de cada índice sostenible frente a sus homólogos. La prima de riesgo agregada de la bolsa mundial es de un 9,2%, siendo la menor en EE. UU. con un 3% de diferencial de valoración, y máxima en bolsa emergente donde alcanza un 30,2%. ¿Qué significa esto? Que los mercados están dispuestos a pagar más por un mismo dólar de beneficio en una compañía con alto desempeño en sostenibilidad que en una con un desempeño mediocre. Esto es una prima de riesgo a la sostenibilidad.

¹¹ La menor rentabilidad de los activos ESG en Estados Unidos responde principalmente a aspectos idiosincráticos. Uno de los más determinantes tiene que ver con que los activos con mejor desempeño en la región, especialmente tecnológicas (FANG stocks: Facebook, Amazon, Netflix, Google), tienden a tener bajas calificaciones ESG.

Prima de sostenibilidad



Fuente: MSCI, Forética.

ANEXO – Desempeño y valoración de los activos ESG en las bolsas mundiales

		Rentabilidad		Riesgo		Sharpe	
		5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr
RV Global	MSCI ACWI ESG Leaders	9,17	9,72	11,45	12,81	0,72	0,74
	MSCI ACWI	9,00	9,37	11,77	13,18	0,69	0,69
RV USA	MSCI USA ESG Leaders	11,14	12,86	11,65	12,26	0,87	0,99
	MSCI USA	12,62	13,55	12,04	12,53	0,88	1,02
RV Europea	MSCI Europe ESG Leaders	6,37	6,58	12,84	16,02	0,45	0,43
	MSCI Europe	5,69	5,80	13,01	16,33	0,40	0,38
RV Emergente	MSCI Emerging Markets ESG Leaders	7,68	7,53	15,25	16,31	0,48	0,48
	MSCI Emerging Markets	6,01	4,04	15,79	17,15	0,37	0,28

a 31/12/19

Mejor comportamiento ESG
 Mejor comportamiento índice genérico

		Rentabilidad		Riesgo		Sharpe	
		5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr
RV Global	MSCI ACWI ESG Leaders	9,17	9,72	11,45	12,81	0,72	0,74
	MSCI ACWI	9,00	9,37	11,77	13,18	0,69	0,69
RV USA	MSCI USA ESG Leaders	11,14	12,86	11,65	12,26	0,87	0,99
	MSCI USA	12,62	13,55	12,04	12,53	0,88	1,02
RV Europea	MSCI Europe ESG Leaders	6,37	6,58	12,84	16,02	0,45	0,43
	MSCI Europe	5,69	5,80	13,01	16,33	0,40	0,38
RV Emergente	MSCI Emerging Markets ESG Leaders	7,68	7,53	15,25	16,31	0,48	0,48
	MSCI Emerging Markets	6,01	4,04	15,79	17,15	0,37	0,28

a 31/12/19

Mejor comportamiento ESG
 Mejor comportamiento índice genérico

Fuente: MSCI, Forética.