



El valor de la Gobernanza:

Incrementando el retorno
a través de la gestión extra
financiera

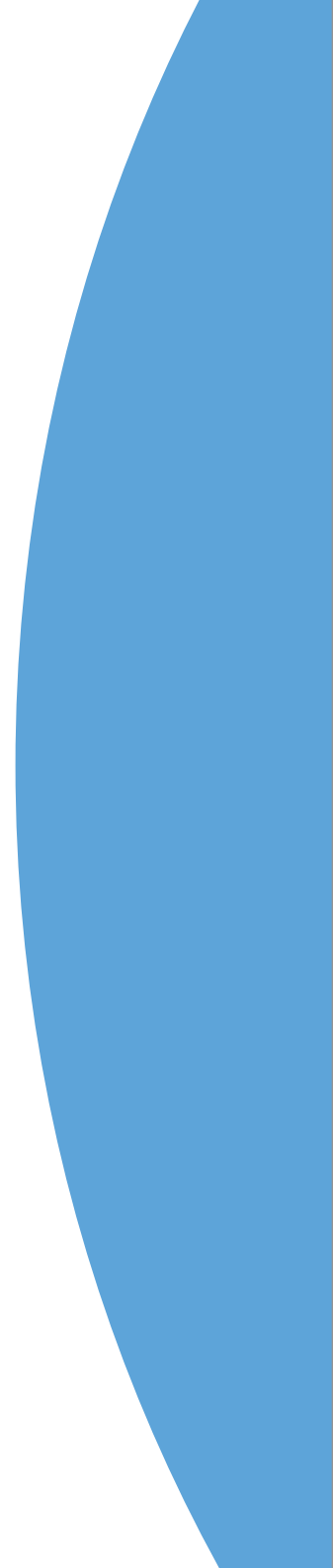


CLÚSTER TRANSPARENCIA,
BUEN GOBIERNO E INTEGRIDAD



ÍNDICE

Presentación y agradecimientos	3
Acerca de este estudio	4
Sobre el Clúster de Transparencia, Buen Gobierno e Integridad	5
El valor de la gobernanza extrafinanciera	6
Gobernanza con “G” mayúscula	10
La oportunidad: “Crear valor sostenible”	12
El riesgo: “destrucción insostenible del valor”	24
La monetización del valor: “incrementando el atractivo”	34
Conclusiones. La puesta en valor de la gobernanza maximiza la utilidad para las compañías y sus grupos de interés	50
Anexo	52



PRESENTACIÓN Y AGRADECIMIENTOS

Agradecimientos: Cristina Juliani, David Menéndez, María José Gálvez, Javier Dueñas, Francisco Cortés, Juan Maggio y Susana Posadas.

Título: El valor de la Gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera.

Autores de la publicación: Jaime Silos, Raquel Suárez y Paula Ruiz.

Equipo técnico y de comunicación: Germán Granda, Natalia Montero y Nuria Combrado.

Diseño y maquetación: Cambio de Sentido.

ISBN: 978-84-09-02346-2

Copyright: © Forética es la propietaria del contenido de este documento y tiene reservados todos los derechos de traducción y/o reproducción total o parcial de la publicación por cualquier medio, que ha de realizarse citando siempre a la organización como fuente.

Sobre Forética

Forética es la asociación de empresas y profesionales de la responsabilidad social empresarial / sostenibilidad líder en España y Latinoamérica, que tiene como misión fomentar la integración de los aspectos sociales, ambientales y de buen gobierno en la estrategia y gestión de empresas y organizaciones. Actualmente está formada por más de 200 socios. Forética ha sido elegida por el World Business Council for Sustainable Development como su único representante en España y por tanto nombrada Consejo Empresarial Español para el Desarrollo Sostenible. Además, forma parte del Consejo de Administración de CSR Europe. En España, Forética forma parte del Consejo Estatal de RSE como vocal experto. Asimismo, es propietaria de la Norma SGE 21, primer sistema de gestión de la responsabilidad social que permite, de manera voluntaria, alcanzar una certificación. En la actualidad, más de un centenar de empresas y organizaciones están certificadas con la Norma en España y Latinoamérica.

Editado por FORÉTICA c/ Almagro, 12 – 3ª planta – 28010 (Madrid) Noviembre 2017 www.foretica.org

ACERCA DE ESTE ESTUDIO

El área de potenciación de valor

El Clúster de Transparencia, Buen Gobierno e Integridad (TGI) de Forética es una plataforma de empresas líderes en la gestión y rendición de cuentas sobre los aspectos extra financieros. Un buen desempeño en los aspectos ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo), requiere de la participación de una serie de funciones y departamentos que, de manera conjunta, configuran lo que dentro de este clúster se denomina el *área de potenciación del valor*. Este área aglutina, entre otras, las funciones de sostenibilidad, gestión de riesgos, buen gobierno, *compliance* y relaciones con inversores.

¿Por qué TGI?

Durante más de una década, los departamentos que hoy configuran el *área de potenciación del valor*, han venido trabajando de manera progresivamente coordinada, pero no necesariamente integrada. Algunas funciones han sido típicamente introspectivas – como las de gobierno corporativo, el *compliance*, o la gestión de riesgos – mientras que otras han tenido una mayor exposición a grupos de interés externos – como los departamentos de sostenibilidad y de relaciones con inversores-. La evolución, tanto de la regulación como de las prácticas de mercado, han propiciado una mayor integración de todas estas funciones, que ha llevado a requerir una mayor cohesión en torno a un lenguaje y un objetivo común. El Clúster TGI es un laboratorio de experimentación y conocimiento donde concurren todas estas funciones con una sola finalidad: potenciar y preservar el valor.

¿Por qué este estudio?

A través de este estudio, vamos a poder analizar de qué manera la buena gobernanza de los aspectos extra financieros contribuyen a potenciar y preservar el valor de las organizaciones. Para ello, vamos a evaluar tres bloques importantes: la oportunidad, el riesgo y la monetización del valor. La oportunidad, analizará cómo la buena gobernanza de los aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) actúan como catalizadores del valor empresarial. El riesgo, pondrá de manifiesto como una gestión de estos aspectos puede comprometer la viabilidad financiera y ser una fuente de destrucción de valor para las empresas. Por último, la monetización del valor mostrará cómo la transparencia ante el mercado y el buen desempeño en estos atributos incrementa la elegibilidad en el mercado y permite generar un retorno financiero incremental. Para ello, analizaremos cómo afecta la calidad de los aspectos ASG al comportamiento bursátil de las empresas españolas. En otras palabras, este estudio trata analizar el retorno de invertir en Transparencia, Buen Gobierno e Integridad.

SOBRE EL CLÚSTER DE TRANSPARENCIA, BUEN GOBIERNO E INTEGRIDAD

El Clúster de Transparencia, Buen Gobierno e Integridad (TGI) se establece como una plataforma de empresas coordinada por Forética en España con el objetivo de servir de punto de encuentro empresarial en liderazgo, conocimiento, intercambio y diálogo en los ámbitos de transparencia, buen gobierno e integridad.

Su objetivo fundamental es contribuir a la acción en estos campos y trasladar al contexto español las principales tendencias y conversaciones a nivel mundial de estas temáticas, desde la perspectiva empresarial, colaborando con las Administraciones Públicas y líderes de opinión.

El Clúster TGI está compuesto por 57 grandes empresas, que representan a más de 800.000 empleados y más del 20% del PIB de España en volumen de facturación.

Dentro de sus áreas de trabajo destacan las siguientes:

- Cuantificación del valor de la transparencia y de la buena gobernanza en las empresas y su impacto en el mercado.
- Análisis del grado de interés por parte de los inversores en el empleo de la información extra-financiera en su toma de decisiones.
- Contribución y desarrollo de la agenda de transparencia, buen gobierno e integridad en todas las organizaciones.

Precisamente, alineado con estos objetivos y especialmente dando respuesta a los dos primeros, el Clúster TGI presenta hoy

el informe “El valor de la Gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera”, que tiene como objetivo analizar cómo los aspectos extrafinancieros contribuyen a preservar y maximizar el valor de las organizaciones, reduciendo el riesgos que asumen éstas en el desempeño de su actividad y poniendo en valor su impacto en la toma de decisiones por parte de los inversores

Durante el año 2017 y 2018 las empresas líderes del Clúster de Transparencia, Buen Gobierno e Integridad son Aena, Bankia, Grupo Cooperativo Cajamar y Leroy Merlin.

Entre las empresas participantes se encuentran marcas destacadas como: Adif, Airbus, Atresmedia, Banco Santander, Bankinter, BT España, Calidad Pascual, CaixaBank, Cecabank, CIE Automotive, Correos, Cuatrecasas, Deloitte, Ebro Foods, Ecoembes, El Corte Inglés, EMASESA, Enagás, Endesa, Ferrovial, Gas Natural Fenosa, Gestamp, Grupo Antolín, Grupo Eulen, Grupo Siro, GSK, Heineken, Ibercaja, ICO, Isdefe, ILUNION, Indra, Johnson&Johnson Janssen, KPMG, LafargeHolcim, Lilly, Mediaset, Meliá, Metro de Madrid, Mutua Madrileña, OHL, Popular, Quironsalud, Reale Seguros, Red Eléctrica, Sacyr, Sanitas, Sanofi, Sanovel, SuezEnvironnement España, Vía Célere y Vodafone.

EL VALOR DE LA GOBERNANZA EXTRAFINANCIERA

LA OPORTUNIDAD

GOBERNANZA EXTRA FINANCIERA, FACTOR DE ELEGIBILIDAD

23 billones de dólares buscan activos con atributos sostenibles en los mercados mundiales.

RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA SOSTENIBLE

Los Principios de Inversión Responsable de la Naciones Unidas impulsados por 303 propietarios de activos y 945 gestores de activos a escala global promueven la inclusión de los aspectos ASG como parte fundamental de la responsabilidad fiduciaria en inversiones.

EXPOSICIÓN CLIMÁTICA, VECTOR DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

Las recomendaciones del TFCD Financial Stability Board cuentan con el apoyo de un capital invertido superior a 50 billones de dólares y entidades financieras con más de 80 billones de activos en balance.

RENTABILIDAD SOSTENIBLE

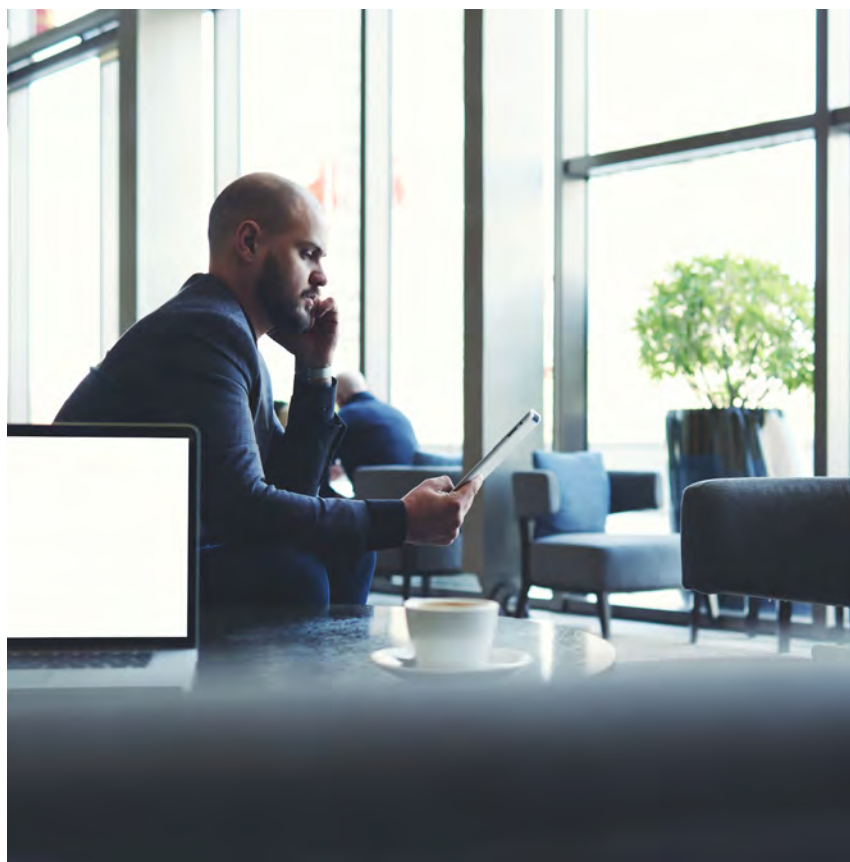
Los factores ASG contribuyen a incrementar el valor esperado del retorno de los activos, mediante la mejora de márgenes y la reducción de probabilidad de experimentar shocks.

REDUCCIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO

Un alto desempeño en ASG contribuye a reducir la vulnerabilidad ante los riesgos de mercado, lo que se refleja en las primas de riesgo.

EL VALOR DEL PLAZO LARGO

Las compañías con visión de largo plazo generaron unos ingresos 47% superiores a la media, con un 36% de incremento de beneficios y 12.000 puestos de trabajo más que sus rivales entre los años 2001 y 2015.



EL RIESGO

PERDIENDO DINERO EN (FALTA DE) GOBERNANZA

Solo los 52 *shocks* ASG más recientes generaron pérdidas superiores a 600.000 millones de dólares a sus inversores, lo que equivale al valor total del IBEX 35 excluyendo la compañía de mayor capitalización.

MÁS FRECUENCIA, MÁS INTENSIDAD

El número y las consecuencias económicas de los shocks ASG se ha incrementado durante los últimos años. El valor medio de un shock ASG supera los 11.000 millones de dólares en pérdidas de valor bursátil.

EXPRIMIENDO LA PARTE PEQUEÑA DEL VALOR

El 87% de los directivos de compañías globales declara tener una gran presión para generar resultados en el corto plazo. Sin embargo, 2/3 del valor de una compañía provienen del largo plazo (de cinco años en adelante).

LAS GRANDES COMPAÑÍAS MÁS EXPUESTAS A LOS SHOCKS ASG

Los shocks producidos en compañías grandes tienden a ser más devastadores para los inversores que en las compañías pequeñas. Cuatro mega-caps – Facebook, BP, Wells Fargo y Volkswagen – han hecho perder a sus inversores más de 200.000 millones de dólares en shocks relacionados con la gobernanza extrafinanciera.

LA MONETIZACIÓN

LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS CREAN MÁS VALOR CUANDO SON SOSTENIBLES

Las empresas españolas en el percentil 90 en ASG generan un retorno incremental del 4,66% al año, que implica un 40% más de capitalización al final del periodo analizado.

+A + S U G, EL ALGORITMO GANADOR

La dimensión ambiental es la que mayor valor financiero genera, seguido de la social. El gobierno corporativo sirve para equilibrar el riesgo asumido de las carteras. Las estrategias más rentables combinan los tres factores simultáneamente.

EFICIENCIA FINANCIERA, INCREMENTANDO LA RELACIÓN RENTABILIDAD RIESGO

Las ocho carteras ASG analizadas mejoran la relación entre la rentabilidad y el riesgo asumido en un 26% por término medio. Las carteras más eficientes son las carteras ASG, aquellas que combinan simultáneamente los aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo, mejoran la eficiencia entre un 55% y un 82% con respecto al benchmark.

LA CONVICCIÓN TIENE SU RECOMPENSA

Las carteras de inversión han trabajado dos niveles distintos de intensidad en la aplicación de los criterios ASG. Las carteras con criterios más exigentes en ASG - *Best in Class*, que invierten solo en compañías situadas en el percentil 90 en sostenibilidad-, duplican la rentabilidad respecto al mercado. Las carteras que tienen en cuenta aspectos ASG con menor intensidad, llamadas *Óptima*, incrementan la rentabilidad en un 63% por encima del mercado.

ASG DRIFT, OTRA FORMA DE ENTENDER EL LARGO PLAZO

Los factores ASG son apuestas de largo plazo, teniendo un ciclo de maduración para generar unos resultados sustancialmente superiores. El rebalanceo periódico de las carteras reduce sustancialmente la oportunidad de monetizar la gestión extra financiera.



La Gobernanza con “G” mayúscula

“La sociedad promoverá una política adecuada de responsabilidad social corporativa, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados”

Principio 24 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas españolas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

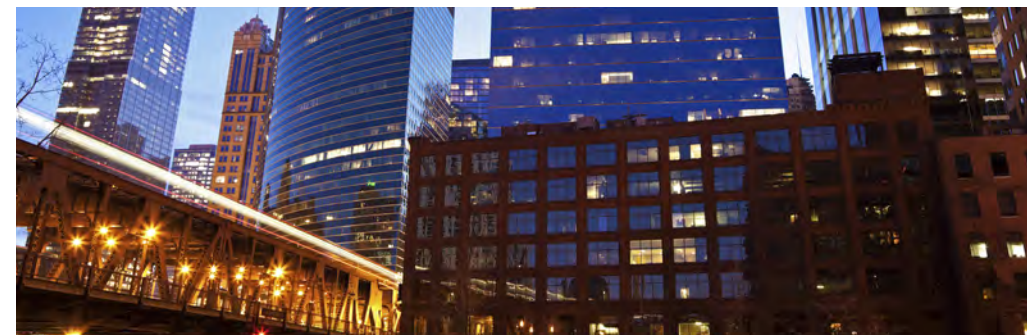


El valor de la Gobernanza con "G" mayúscula

Analistas y reguladores, sin excepción, reconocen el valor del buen gobierno corporativo. De manera general, cuando se habla de gobierno corporativo, se suele hacer referencia a un modelo tradicional, en el que se trata de minimizar el reto conocido como *conflicto de agencia*. Cuando la propiedad (accionistas) y la gestión (administradores y alta dirección) residen en sujetos distintos, surge un gran potencial de conflicto de intereses entre *agentes*. La alta dirección, por ejemplo, puede anteponer su interés particular al del conjunto de la organización. Los *principales* (los accionistas), por su parte, son propietarios de un activo que no gestionan y no siempre muestran una actitud proactiva de cara a solicitar una mejor rendición de cuentas. Desde esta lógica, el objetivo fundamental del gobierno corporativo es conseguir alinear los intereses de los gestores con los de sus inversores. Para ello, aspectos como la eficacia de los mecanismos de representación de los accionistas en el Consejo de Administración, la remuneración de directivos y consejeros, la supervisión de la evolución financiera, o las competencias técnicas de los consejeros, son algunos de los puntos fundamentales.

Este modelo, sin embargo, está dando paso a una visión más amplia del gobierno corporativo, lo que el Clúster de Transparencia Buen Gobierno e Integridad denomina la Gobernanza con "G" mayúscula. En un universo casi infinito de grupos de interés, el accionista siempre será el *stakeholder* de referencia desde el punto de vista del gobierno empresarial. Sin embargo, las tecnologías de la información, importantes cambios regulatorios, y un cambio en las expectativas de la sociedad, han facilitado un proceso de empoderamiento de otros grupos de interés, desde los consumidores, a la sociedad en general, pasado por el tercer sector. Este empoderamiento se traduce en una mayor capacidad

de influencia de los grupos de interés sobre los negocios. Al mismo tiempo, los retos y oportunidades que presenta la sostenibilidad, hacen que la competitividad a largo plazo de las compañías y de las economías, esté cada vez más vinculada a cómo las empresas son capaces de compatibilizar la generación de negocio con un mejor impacto en la sociedad y el medio ambiente. Minimizar el impacto ambiental de las operaciones, una gestión responsable de la cadena de suministro, abanderar causas sociales son, entre otros, algunos de los ingredientes fundamentales que ha hecho de la sostenibilidad una fuente de ventaja competitiva. Conscientes de esta realidad, reguladores y supervisores a nivel global han iniciado un proceso de revisión de los marcos normativos para ir acomodando requisitos vinculados a la sostenibilidad y hacia una mayor transparencia de los aspectos ASG (ambientales, sociales y de gobierno corporativo). Este estudio, pretende ilustrar cualitativa y cuantitativamente la importancia de la Gobernanza con "G" mayúscula.



La oportunidad: “Crear valor sostenible”

“Al bien hacer jamás le falta premio”

Miguel de Cervantes, El rufián dichoso. Ocho comedias y ocho entremeses nuevos nunca representados (1615)

En esta sección vamos a analizar de qué manera una adecuada gestión de los aspectos ASG puede suponer una fuente de adición de valor para las compañías. Para ello, vamos a conectar el impacto de la gestión extra financiera con los modelos de valoración financiera, dentro la disciplina del corporate finance. Finalizaremos ilustrando algunos de los principales estudios en el terreno en los que se observan evidencias empíricas acerca de cómo y el por qué existe una relación virtuosa entre ASG y adición de valor.



La mecánica de valoración

La metodología más frecuentemente utilizada para valorar un activo, sea una empresa, un proyecto, u otro instrumento financiero, es el descuento de flujos de caja (DFC). Esto consiste en estimar los flujos monetarios futuros que generará el activo objeto de valoración y descontarlos al coste del capital correspondiente, en función del riesgo asumido. A efectos de simplificación de lectura omitiremos algún detalle técnico no imprescindible. El marco conceptual presentado, no obstante, es consistente con las metodologías utilizadas por los analistas financieros.

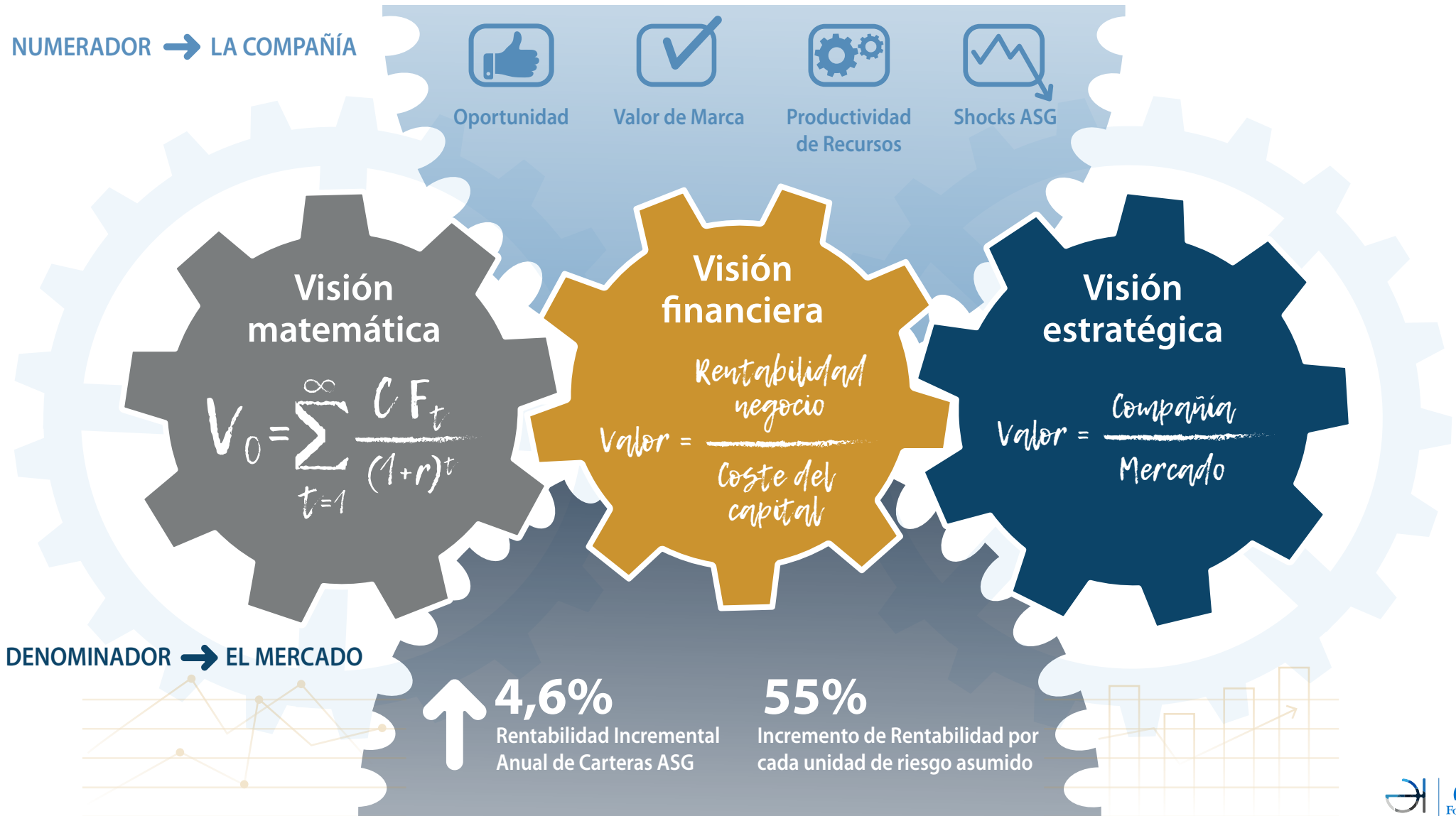
Por sofisticado que pueda parecer a un público no financiero, desde un punto de vista matemático, este descuento de flujos de caja consiste en una “simple” división. En el numerador se reflejan los flujos de caja - o, en otros términos, la rentabilidad monetaria que genera un negocio- mientras que en el denominador se refleja el coste del capital, es decir, la rentabilidad mínima que exigen los inversores obtener para compensarles por el riesgo de invertir en una compañía. Por lógica aritmética, el valor de una compañía será mayor cuanto mayor sea el numerador (manteniendo el denominador constante), o cuanto menor sea el denominador (de nuevo, a igualdad de numerador).

Descomponer la valoración entre numerador y denominador permite ver de qué manera afectan las oportunidades y los riesgos ASG en cada uno de ellos. El numerador pone foco en la gestión de la compañía, cuyo resultado se traduce en un mayor o menor flujo de caja. En el denominador, sin embargo, el foco se pone en el apetito del mercado, es decir, qué rentabilidad exigen los inversores de manera colectiva para proyectos de inversión de características similares. En última instancia, el valor de una empresa es fruto de la interacción de la compañía (numerador) con el propio mercado (denominador).





Conectando los atributos ASG con la creación de valor





¿Pueden los aspectos ASG contribuir a la creación valor?

Partiendo de la mecánica de valoración financiera, el siguiente paso es observar de qué manera los factores Ambientales, Sociales y de Gobierno de las empresas pueden tener un impacto positivo en la valoración de una empresa. De acuerdo con la lógica de valoración hay dos maneras básicas de generar valor:

Incrementando el numerador: observando cómo los atributos ASG pueden contribuir a mejorar la rentabilidad del negocio incrementando los flujos de caja.

Reduciendo el denominador: observando cómo los atributos ASG pueden contribuir a reducir el riesgo expresado en el coste de capital.

Para ello, primero vamos a plantear a nivel de hipótesis cómo los factores ASG pueden afectar al numerador y al denominador. Posteriormente, vamos a referirnos a algunos estudios que nos reflejan de manera empírica esta posible conexión.





Rentabilidad Sostenible: Incrementando el numerador

Hay dos formas básicas de incrementar el flujo de caja esperado de una compañía. Uno es mediante la mejora de la rentabilidad de las operaciones, y otro es reduciendo la probabilidad de experimentar un *shock* ASG¹. La rentabilidad de las operaciones se puede observar analizando si los aspectos ASG contribuyen a incrementar los flujos de caja esperados. Esto se puede conseguir mediante la mejora de los márgenes de negocio (reflejado en los márgenes en la cuenta de resultados), o a través de una mayor eficiencia en las inversiones (reflejado en un menor volumen de inversiones necesarias para generar un nivel equivalente de rentabilidad). Por su parte, los shocks ASG - a los que vamos a dedicar un epígrafe completo en este estudio - son incidentes (accidentales o deliberados) que generan consecuencias negativas a nivel ambiental, social o de buen gobierno, y que, generalmente, suelen comprometer el valor de una compañía. Estos shocks, tienden a verse en la parte no recurrente de la cuenta de resultados o en un incremento de inversión asociado a la mitigación de estos shocks (por ejemplo, una compañía tiene que cambiar su proceso productivo para adaptarse a nuevas exigencias).

Rentabilidad de las operaciones: Un incremento sostenido en la rentabilidad de las operaciones, por ser estructural, suele reflejarse en las partes superiores de la cuenta de resultados, fundamentalmente en los márgenes brutos y márgenes operativos. Antes de valorar del impacto de las variables ASG sobre la rentabilidad de las operaciones, es importante destacar que no todas las compañías ni todos los sectores pueden beneficiarse de la misma manera ni con la misma intensidad de un buen desempeño ASG. Factores como la posición relativa en la cadena de valor o el grado de diferenciación de productos y servicios, pueden hacer que el valor de los atributos

ASG no se puedan capturar por la empresa que los genera, sino que se transfieran, aguas abajo, a lo largo de la cadena de valor. Con esta reserva en mente, podemos destacar cuatro formas básicas de mejorar los márgenes mediante los aspectos ASG:

- **Más Oportunidad:** Una compañía que ofrezca soluciones a los retos de la sostenibilidad -como la energía limpia, el desarrollo de infraestructuras sostenibles, la productividad agrícola, o envejecimiento de la población, entre otros - presenta un gran potencial de desarrollo de nuevos productos y servicios de alta demanda durante las próximas décadas. Esto se traduce en un incremento potencial de los ingresos a largo plazo.
- **Fortalecer el valor de marca:** Una marca alineada con los intereses y expectativas de la sociedad puede convertirse en una marca significativa, o *Meaningful Brand*. Estas son marcas que tienen un alto impacto en la calidad de vida y el bienestar en su entorno. La puesta en valor de atributos ASG puede incrementar el valor de marca mediante un mayor *poder de precio*, una ampliación del público objetivo (cuota de mercado), una mayor fidelización de los clientes, o una combinación de las anteriores. Esto se traduce en una mejora del margen bruto de la compañía.
- **Productividad de los recursos:** Una compañía más sostenible es una compañía más eficiente en el uso de sus recursos. Desde el punto de vista del capital humano, al igual que ocurre con el consumidor, un empleador comprometido con un impacto positivo en la sociedad y el bienestar de sus empleados, es capaz de atraer y de retener un mayor y mejor talento. Desde el punto de vista de los recursos naturales, una mayor protección ambiental

¹: Los flujos de caja esperados son una expectativa probable y futura de la corriente monetaria que generará una compañía. Desde un punto de vista matemático, esto se denomina valor medio esperado (VME) o esperanza matemática. El VME consiste en multiplicar el valor esperado de una variable ante distintos escenarios por la probabilidad de ocurrencia de cada uno de ellos. Los aspectos ASG pueden afectar al tanto al valor monetario posible de cada escenario, como a la probabilidad de ocurrencia de dicho escenario.



Rentabilidad Sostenible: Incrementando el numerador

suele ir ligada a un menor consumo de materias primas y de recursos, como el agua y la energía. Esta mayor productividad de los recursos, redundando en una mejora de los márgenes operativos.

Probabilidad de experimentar shocks ASG: Otra manera de actuar sobre el numerador es mediante la reducción de la frecuencia y la intensidad de shocks ASG. En este caso, por tener un carácter más coyuntural que los anteriores, su impacto se suele reflejar en la parte inferior de la cuenta de resultados, como costes de reestructuración o deterioro de activos, en epígrafe de gastos excepcionales. También pueden observarse fuera de la cuenta de resultados, como un incremento en inversiones necesarias para mitigar o adaptarse a la disrupción de un determinado shock. El impacto, en ambas partidas, conlleva una reducción del flujo de caja. Por tanto, la minimización de este tipo de riesgos eleva el valor medio esperado de los flujos de caja futuro. A efectos de este estudio, podemos clasificar dos tipos de shock ASG:

• **Shocks disruptivos en la cadena de valor:** shocks de naturaleza social o ambiental pueden generar una gran disrupción en la cadena de valor, cambiando las reglas del juego de una industria. Incidentes como el de Rana Plaza (2013) en el sector textil, el fiasco de Fukushima (2011) en el sector nuclear, o las inundaciones en Tailandia (2011) en el sector de hardware informático, generaron grandes tensiones en sus respectivas cadenas de valor. En algunos casos, estos incidentes suponen un catalizador para un cambio regulatorio profundo y una importante reestructuración de las cadenas de producción. Este tipo de incidentes puede generar la parálisis temporal de las cadenas de valor, generando roturas

de stock, incrementando los costes de aprovisionamiento, y, en su caso, generando importantes indemnizaciones por daños y perjuicios.

• **Shocks de gobernanza.** Los daños producidos por negligencia, pobre gobernanza o por una conducta deliberada de una compañía, desencadenan un incremento de costes a través de multas, acuerdos legales (judiciales o extrajudiciales) y, en ocasiones, un incremento de las necesidades de inversión (Capex) para enmendar o reestructurar la producción para adaptarla a un nuevo entorno regulatorio y de mercado.

Impacto ASG en los flujos de caja



Fuente: Forética.



Inversión Sostenible: reduciendo el denominador

El segundo componente de la valoración, el denominador, es otra fuente potencial de apreciación de un activo. Este denominador, como antes se mencionaba, no depende de la compañía sino del mercado. Los activos compiten por el interés y el apetito de los inversores. En este sentido, la puesta en valor de atributos ASG puede incrementar la elegibilidad de un instrumento de

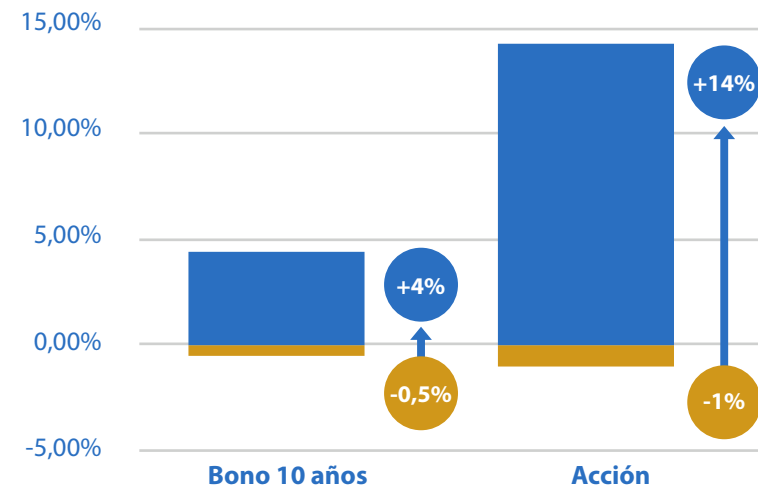
financiación (sean acciones o bonos) ante los inversores, generando una mayor demanda sobre los mismos. Esta mayor demanda sobre sus títulos se traduce en un incremento del valor de los mismos e, implícitamente, en una reducción en los costes de financiación.

La puesta en valor de atributos ASG puede contribuir a la reducción del coste de capital de las siguientes formas:

Impacto ASG en la reducción del coste del capital



Fuente: Forética.



Una reducción del coste de capital supone un incremento en el valor de los activos. En esta gráfica se aprecia cómo una reducción del 0,5% genera una plusvalía del 4% en un bono a diez años con cupón del 5%. De la misma manera, una reducción del 1% coste del equity genera un incremento del 14% en el valor de una acción ($K_e=10\%$; $g=2\%$).



Inversión Sostenible: reduciendo el denominador

- **Reducción de riesgo sistemático.** Una gestión ASG puede reducir la exposición de un activo al riesgo sistemático o riesgo de mercado. Por ejemplo, una menor intensidad en carbono de una compañía permite a una compañía estar mejor preparada para una transición a una economía baja en carbono. Un uso más eficiente de materias primas permite soportar mejor los shocks como un encarecimiento repentino de los recursos naturales, o el establecimiento de aranceles y barreras al comercio internacional. Este menor riesgo sistemático se manifestaría, desde un punto de vista técnico, en los siguientes indicadores: en una reducción del coeficiente *beta*², en un valor positivo de *alfa*, o en una reducción de la *R*² de su respectiva regresión.

- **Preferencia inversora por atributos ASG:** El incremento del interés de la comunidad inversora por la inversión responsable puede impactar positivamente en la valoración de las compañías con alta calidad en ASG, generando una prima de valoración para éstas, y una prima de riesgo para las peor gestionadas. A finales de 2015, última medición global de la Global Sustainable Investment Alliance, los activos bajo gestión con criterios ASG rozaban los 23 billones de dólares (trillones en nomenclatura internacional). Otra muestra del creciente interés de los inversores por los aspectos ASG es a través de la adhesión a los Principios de Inversión Responsable de la Naciones Unidas de 303 propietarios de activos y 945 gestores de activos -que representan el 20% y

el 85%, respectivamente, del total de activos bajo gestión de sus respectivas categorías a nivel global -. Por último, se observa una creciente implicación de la comunidad inversora en la lucha contra el cambio climático. Así, ocho de las diez gestoras de activos más grandes del mundo, con más 50 billones de dólares de activos bajo gestión, y entidades financieras con más de 80 billones de activos en balance han suscrito públicamente las recomendaciones del Task Force de Cambio Climático del Financial Stability Board.

²: El coeficiente *beta* es uno de los ingredientes fundamentales del cálculo del coste de los recursos propios de una empresa. Este valor expresa cual es el riesgo relativo de una acción respecto al mercado, siendo 1 un riesgo idéntico al mercado, mayor que 1 riesgo superior al mercado y menor que 1, un riesgo inferior al mercado. Este coeficiente, es el resultado de una regresión de los retornos de la acción contra los retornos del mercado. *Alfa*, por su parte, es el término independiente de la recta de regresión. Un *alfa* positivo, significa que la compañía presenta una fuente de adición a la rentabilidad con independencia de los movimientos de mercado. El coeficiente *R*², por último, informa de qué porcentaje de la variable dependiente (en este caso a través de la *beta*) es explicada por la regresión. Una *R*² baja significa que el error estándar de la regresión es alto y, por tanto, que la regresión no es explicativa del comportamiento de la variable. Cuando esto es así, la *beta* es descartable dado que no tiene significación estadística. En resumen, tanto cuando una *beta* baja, como cualquier valor de *beta* no significativa (por tener una *R*² baja) implica que el movimiento de la acción es poco o nada sistemático. En otras palabras, que su comportamiento es menos dependiente del mercado.



Observatorio de estudios

En esta sección vamos a ilustrar algunos estudios que soportan los vínculos entre sostenibilidad y creación de valor observados anteriormente.

Las compañías enfocadas generan retornos superiores

Título: Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality.

Autores: Khan, Serafeim, Yoon.

Año: 2015.

Muestra: 2.307 compañías.

Periodo bursátil: 22 años, entre 1991 y 2012.

Hallazgos: Este estudio analiza el comportamiento bursátil de 2.307 compañías entre 1991 y 2012. El documento concluye que los factores de sostenibilidad aportan un retorno positivo, independiente del mercado, a través de un *Alpha* positivo. Quizá, el elemento más interesante de este estudio viene de conectar la materialidad en aspectos extra financieros con el retorno financiero. Como muestra, en la tabla inferior se observan cuatro cuadrantes que responden al comportamiento de la compañía, tanto aspectos materiales como inmateriales. Para facilitar la comprensión hemos titulado los cuadrantes en los siguientes comenzando por el cuadrante superior izquierdo: Sostenibilidad Enfocada (alto desempeño en aspectos materiales, bajo desempeño en aspectos no materiales), Sostenibilidad Diluida (alto desempeño en aspectos materiales, alto desempeño en aspectos no materiales), Sostenibilidad Desenfocada (bajo desempeño en aspectos materiales, alto desempeño en aspectos no materiales), Insostenibilidad Manifiesta (bajo desempeño en aspectos materiales, bajo desempeño en

aspectos no materiales). Como puede apreciarse en el gráfico, una sostenibilidad enfocada en los aspectos más materiales tiene un alto impacto positivo en el retorno de las compañías generando un alfa anualizado del 6,01% anual. El cuadrante de sostenibilidad diluida sugiere que aquellas compañías que priorizan menos entre los aspectos materiales o inmateriales, generan un retorno superior al mercado (1.96%), pero este incremento es muy inferior al de la sostenibilidad enfocada. La sostenibilidad desenfocada, aquella que prioriza aspectos inmateriales y descuida los materiales, genera un retorno similar al mercado (0.6%). Por último, las compañías que no cuidan los aspectos extra financieros destruyen valor en términos de alfa a razón del -2.90% al año.



Fuente: Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality - Working Paper 15-0703.



Observatorio de estudios

Sostenibilidad y retorno, la causa eficiente

Título: Foundations of ESG investing. Part 1: How ESG affects equity valuation, risk and performance.

Autores: Guido Giese, et al.

Institución: MSCI.

Año: 2017.

Muestra: 1.600 compañías en MSCI World.

Periodo bursátil: 10,33 años (enero 2007 a mayo de 2017).

Hallazgos: Este estudio analiza los fundamentos de la inversión sostenible y, por primera vez, aborda el reto cuantitativo de

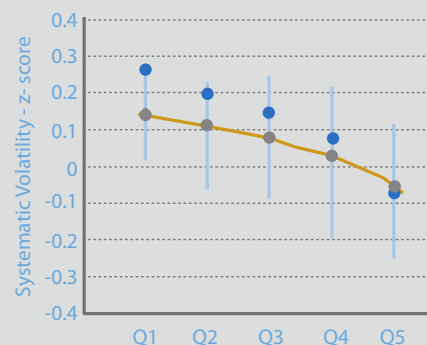
establecer y demostrar las relaciones de causalidad entre ASG y creación de valor (la inmensa mayoría de estudios encuentra correlaciones positivas sin entrar a explicar de manera robusta por qué se produce ese resultado favorable). Este análisis descompone los mecanismos de creación de valor en tres canales: el canal de generación de flujos de caja que conduce a un incremento de la rentabilidad económica financiera, el canal de riesgo idiosincrático, que analiza la probabilidad de sufrir incidentes negativos específicos de la compañía (en nuestro análisis, shocks ASG), y el canal de valoración, que analiza la volatilidad, la *beta* y los ratios de valoración. La relación de estos tres canales lleva a la conclusión de que los factores ASG son una fuente diferencial de creación de valor.

21

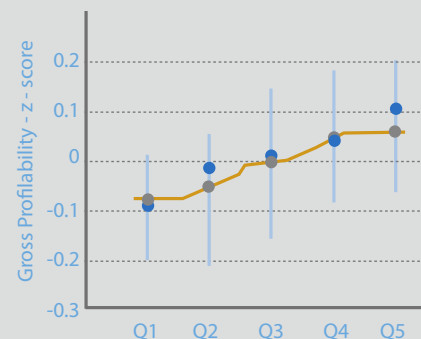
Menores volatilidad específica



Menores volatilidad sistematica



Mayores márgenes



Mayor valoración
(Inversa PER= beneficio/precio)



● Media ● Actual

Fuente: Foundations on ESG Investing. Part 1: How ESG affects Equity Valuations, Risk and Performance.



Observatorio de estudios

Marcas con impacto en nuestras vidas

Título: Meaningful Brands 2017.

Autores: Havas Media.

Muestra: 1.500 marcas, 300.000 consumidores en 33 países.

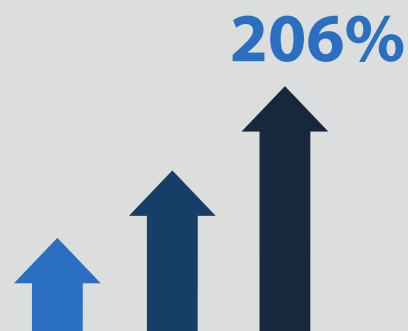
Institución: Havas Media.

Periodo bursátil: 10 años.

Año:

Hallazgos: El estudio Meaningful Brands 2017 trata de valorar el impacto de las *marcas con significado*. Estas marcas se consideran

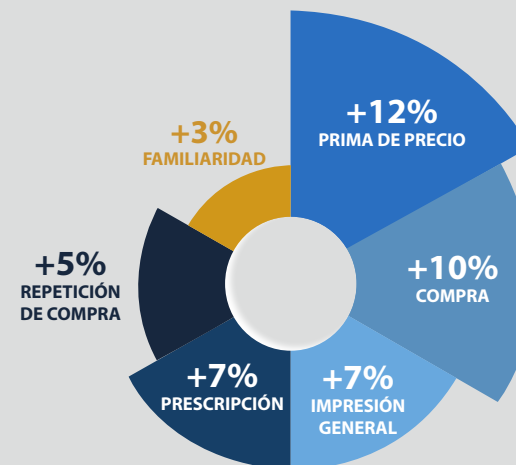
meaningful, por contribuir de manera significativa a la calidad de vida y el bienestar. El estudio revela que aquellas marcas consideradas con significado tienen un mejor comportamiento bursátil entre 2006 y 2016 del 206% (un 11,8% de incremento anualizado). Estas marcas tienen un potencial de incrementar su *share of wallet* de hasta 9 veces y un poder de incremento de precio un 20% superior respecto a la media. Por otra parte, las marcas sin significado corren peligro de extinción, ya que al 74% de los consumidores encuestados no les importaría que las marcas de uso diario desaparecieran.



MERCADO DE VALORES



PARTICIPACIÓN EN LA CARTERA



ACTUACIÓN KPI

Fuente: Meaningful Brands 2017.



Observatorio de estudios

Mayor valor en la deuda sostenible

Título: Sustainable investing and bond returns.

Autores: Albert Desclée, et al.

Institución: Barclays.

Muestra: Bloomberg Barclays US Corporate Investment-Grade Index.

Periodo bursátil: 7 años (julio de 2009 a julio de 2016).

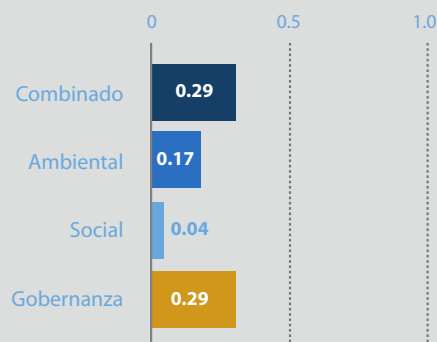
Año: 2017.

Hallazgos: Este estudio analiza la relación que existe entre los aspectos extra-financieros y el comportamiento de la deuda

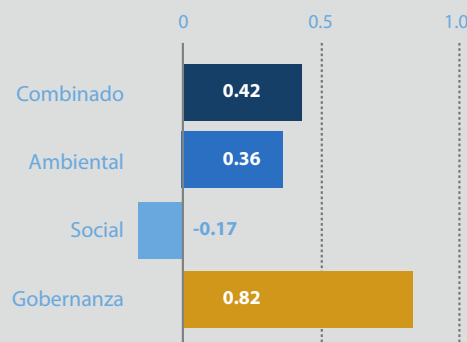
corporativa a través de la cotización de sus bonos. Este estudio demuestra que los aspectos ASG tienen un impacto positivo en el comportamiento de las carteras de deuda cotizada. El ligero mejor comportamiento financiero de los bonos de alta calificación en ASG se fundamenta en una compresión de los diferenciales de crédito (*spreads*), lo que, implícitamente, sugiere la generación de una prima de riesgo a los bonos de peor calificación. El gobierno corporativo es el factor que mayor contribuye a la relajación de esas primas de riesgo, seguido de los aspectos ambientales y, finalmente, de los aspectos sociales. Otra aportación importante de este estudio es que compara los resultados generados utilizando dos proveedores de rating diferentes que, aun partiendo de metodologías distintas y con una correlación baja entre sí, llegan a resultados similares, lo que refuerza el *investment case* del uso de ESG.

23

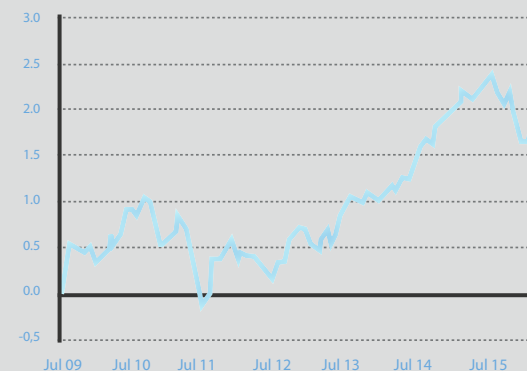
Retorno incremental anualizado en carteras de bonos con alta versus baja calificación. Ratings de Sustainalytics.



Retorno incremental anualizado en carteras de bonos con alta versus baja calificación. Ratings de MSCI



Retorno acumulado (%) de la cartera con el máximo ASG frente a una cartera con el mínimo ASG. Ratings de Sustainalytics



Fuente: Sustainable investing and bond returns.



El riesgo: “destrucción insostenible del valor”

“La planificación a largo plazo no es pensar en decisiones futuras, sino en el futuro de las decisiones presentes”.

Peter F. Drucker.

En esta sección vamos a introducir el concepto de shock ASG, analizando cómo la falta de gestión de los riesgos extra financieros tiene un impacto directo en la cotización de las compañías. Para ello, se ha desarrollado un análisis sobre cómo afectan estos shocks extra financieros al desempeño bursátil de las compañías afectadas.



Una nueva forma de analizar el riesgo. El *shock* ASG

Los escándalos corporativos no son nada nuevo. Desde los orígenes de la iniciativa empresarial ha existido fraude, calamidades, conflictos de intereses, accidentes ambientales, abuso de derechos humanos, burbujas financieras y un sinfín de conductas no deseadas. Podemos encontrar un *shock* ASG en el propio origen etimológico de la palabra sincero. Según la etimología popular esta palabra se forja como atributo comercial para vender esculturas y artesanía sin defectos, o “sin cera” en el renacimiento español. Una mala práctica del gremio artesano consistía en cubrir grietas y defectos de fabricación con cera para que no se apreciaran por el comprador. Aunque la comunidad académica cuestiona que este sea el verdadero origen de la palabra, es un buen recordatorio de que las malas prácticas empresariales son tan viejas como el ser humano.

Lo que es más novedoso, sin embargo, es el creciente interés de la comunidad inversora por detectar y anticipar lo que denominamos *shock* ASG. Se trata de incidentes (accidentales o deliberados) en torno a una actividad empresarial que generan consecuencias negativas a nivel ambiental, social o de buen gobierno, y que, generalmente, suelen comprometer el valor de una compañía que los sufre o los produce.



25

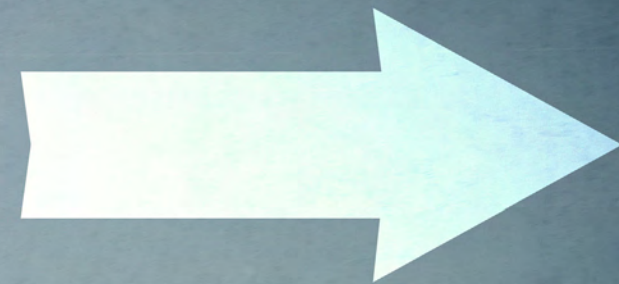
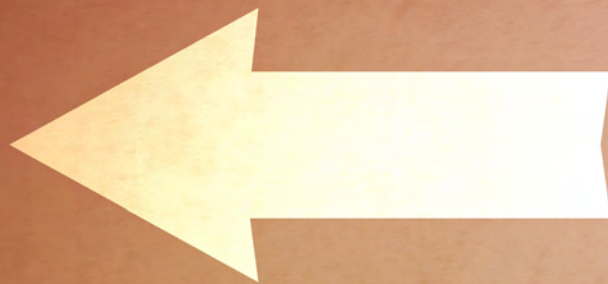


Un antes y un después en la valoración de los *shocks* ASG

Los shocks ASG no han estado en la agenda de los inversores hasta hace relativamente poco tiempo. Un análisis de MSCI ponía de manifiesto que los shocks ASG anteriores a 2008 apenas tenían consecuencias en los mercados capitales. Sin embargo, los incidentes posteriores a este año han tenido, no solo una mayor repercusión mediática, sino también financiera. Existen muchas causas plausibles para este fenómeno. Algunos expertos lo achacan a que la gran crisis financiera, originada a finales de la primera década del milenio, ha generado una mayor sensibilidad a los factores extra financieros por parte de los inversores. Esta visión tiene mucho sentido, sin embargo, no explicaría por qué no ocurrió lo mismo tras los escándalos de Enron, Worldcom, Parmalat a principios del 2000. Otros expertos señalan que la era de internet y, sobre todo, las redes sociales, hacen que la presión mediática de estos shocks sea mayor que en el pasado y eso tiene un reflejo en los mercados. También, este argumento tiene una lógica aplastante. No obstante,

esta misma transformación provocada por estos nuevos medios de comunicación también lleva a una fragmentación de la audiencia, lo que genera una mayor polarización de la opinión y a una dilución de la información.

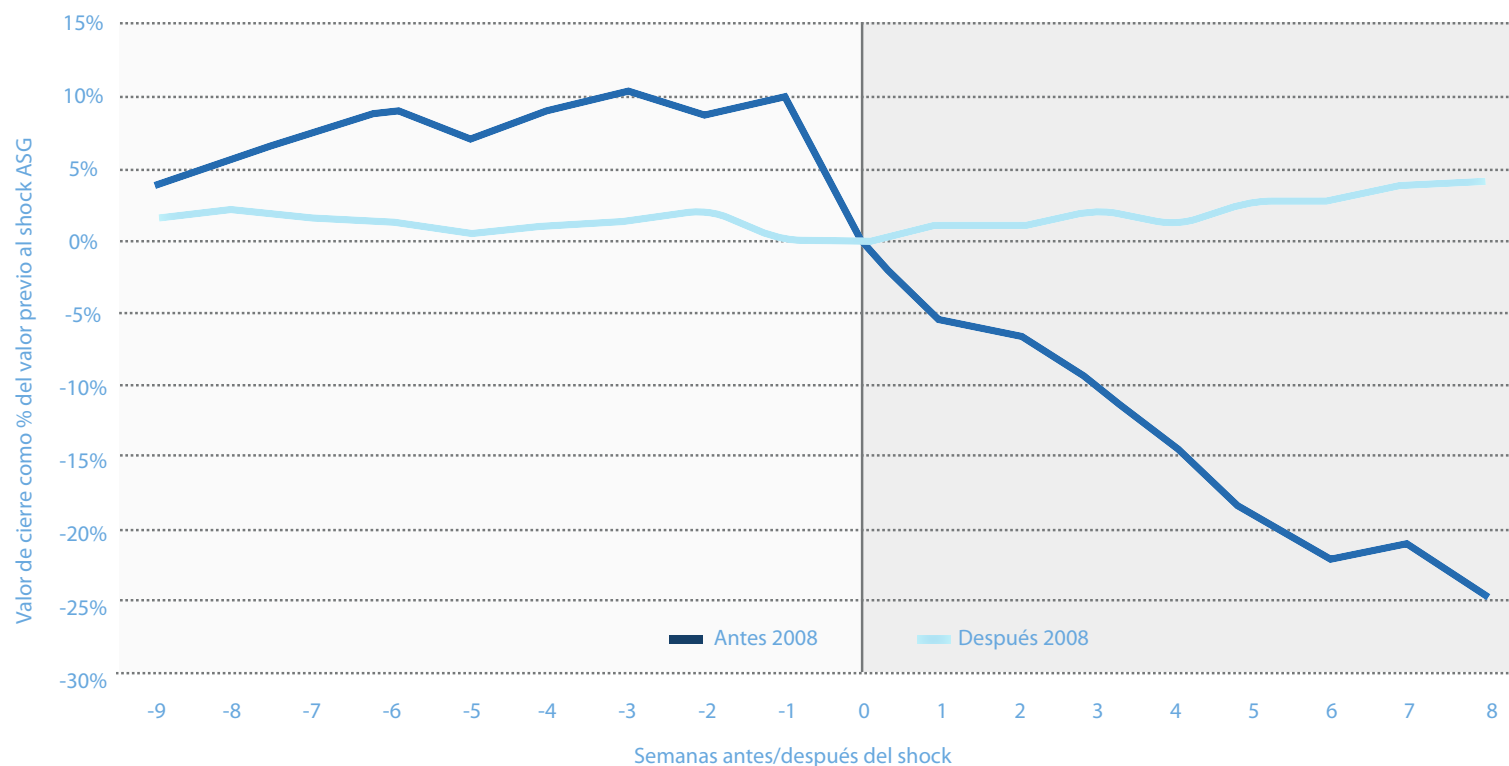
En nuestra opinión, todas las hipótesis anteriores favorecen la aparición y la reacción de estos *shocks* ASG. Sin embargo, creemos que hay un fenómeno que explica mejor esta evolución. El desarrollo de competencias ASG. Hace quince o veinte años apenas existían analistas ni organizaciones especializadas en valorar cómo las variables extra financieras afectaban a la evolución de las empresas. Durante los últimos diez años hemos visto una aceleración en el desarrollo de metodologías, recursos dedicados y adopción de herramientas de análisis ASG. El resultado es que los inversores han ido aprendiendo a “sobrevolar” las turbulencias en torno a estos shocks. Incluso, se han convertido en una fuente de estrategias de *trading* utilizada por *hedge funds*.





Un antes y un después en la valoración de los shocks ASG

Comportamiento bursátil agregado antes y después de los shock ASG



Fuente: MSCI.

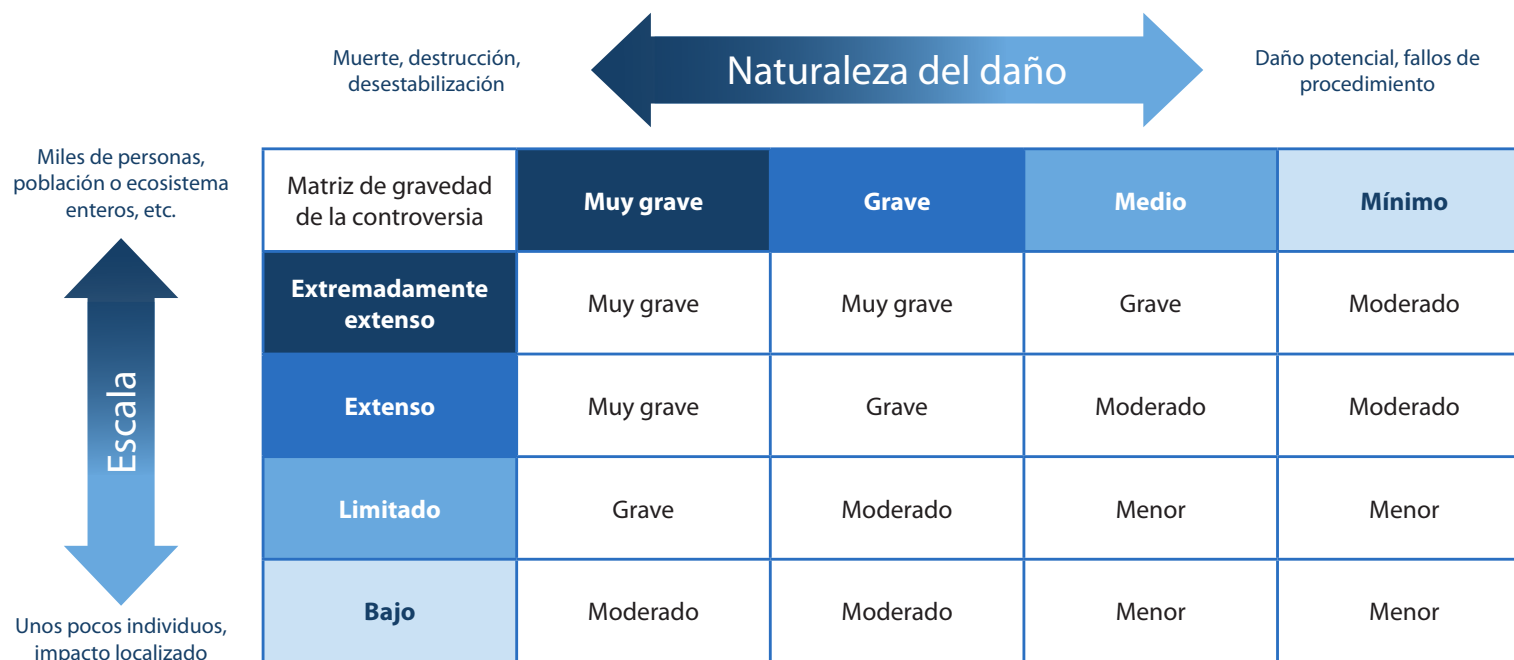
Hay un antes y un después en cuanto a cómo reaccionan los mercados ante los shocks ASG. El desarrollo de competencias analíticas ha facilitado una mejor valoración de estos incidentes.



A la caza de la controversia

El análisis ASG, que ha ayudado a la creación de índices sostenibles y de ratings de las compañías, ha ido evolucionando y sofisticándose de manera significativa. Esto ha permitido crear un servicio de monitorización y seguimiento de estos shocks de gran utilidad para la comunidad inversora. Más allá de dar una mayor cobertura

a mandatos de inversión responsable, observar la severidad y la frecuencia de estos incidentes puede servir de indicador adelantado para anticipar una caída en la rentabilidad y la solvencia de las compañías. Esto ha despertado un enorme interés por parte de los gestores de activos.



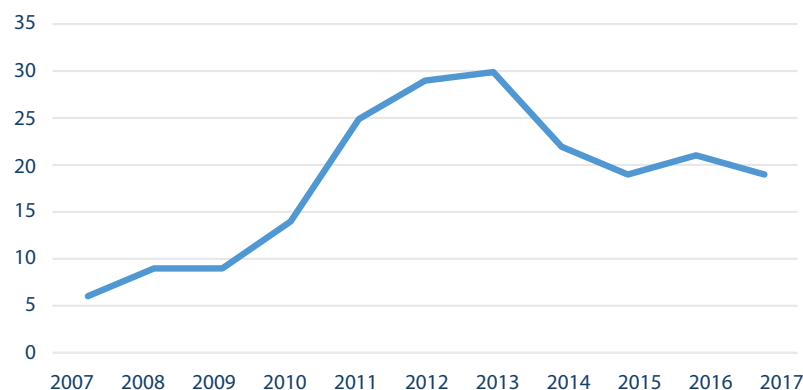
Fuente: MSCI.

Esta matriz, resume la metodología empleada por MSCI para clasificar y dar seguimiento a los *shocks* ASG.

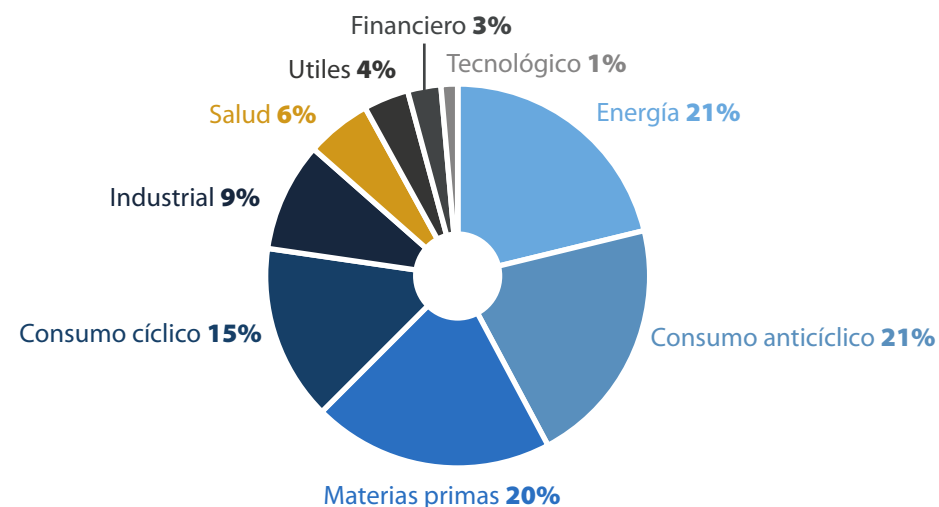


A la caza de la controversia

Frecuencia de shocks ASG serveros



Porcentaje de sectores en los shocks severos (2007-2017)



Fuente: MSCI "Have corporate controversies helped or hurt performance?".

Un estudio reciente elaborado por MSCI³ hace un análisis de la tendencia de los shocks ocurridos en el índice MSCI World y muestra incremento sustancial durante los últimos 10 años. Un hallazgo de este estudio es que algunos sectores son más propensos a experimentar este tipo de shocks. De acuerdo con su análisis, solo tres sectores - energía, consumo no cíclico, o materias primas- concentran el 63% de los shocks, a pesar de que solo pesan el 23% en el índice. Como consecuencia, la puesta en valor de los aspectos

ASG es especialmente crítica en estos sectores. Otra conclusión importante de este estudio es la constatación de la existencia de una relación directa entre el tamaño de las compañías y la gravedad del shock. Es decir, los shocks producidos en compañías grandes tienden a ser más devastadores para los inversores que en las compañías pequeñas. Esto refuerza la hipótesis de que una mayor notoriedad y cobertura mediática puede tener un impacto incremental a la hora de ser tomadas en cuenta por el mercado.

³: MSCI. Have corporate controversies helped or hurt performance?



Analizando los *shocks*

En este contexto, Foretica ha elaborado un análisis acerca del impacto de una muestra de 52 shocks ASG de la historia reciente para observar los efectos de los mismos en el valor de las compañías. De los veinte incidentes con mayor impacto económico valorados en este estudio, quince se han producido en los últimos tres años, reforzando la idea de que la frecuencia y severidad de estos shocks está incrementando. El valor total de las pérdidas producidas por

estos shocks supera los 600.000 millones de dólares. Esta cifra equivale al 79% del valor combinado de las 35 compañías del IBEX 35 o, iguala al valor total del IBEX 35 si se excluye la compañía de mayor capitalización (en la gráfica "IBEX 34"). El valor medio de cada shock ASG asciende a 11.300 millones de dólares. Para poner esto en contexto, tan solo 16 compañías en el IBEX 35 superan esta cantidad en valor bursátil.

Perdiendo dinero en (falta de) Gobernanza



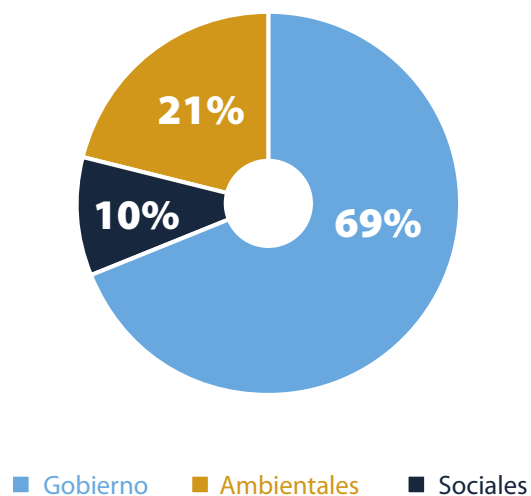
Fuente: Forética.



Analizando los *shocks*

Desde un punto de vista cualitativo, los 52 *shocks* ASG analizados han sido clasificados de acuerdo con el esquema ASG – sea ambiental, social o de gobierno corporativo. Un 10% se han etiquetado como shocks sociales, un 21% como shocks ambientales, y el 69% restante se han considerado shocks de buen gobierno. Cada shock ha sido analizado para tratar de cuantificar el impacto económico producido para la compañía.

Distribución de los shocks ASG analizados



Fuente: Forética.



31



GOTHAM CITY – La ciudad de los *shocks* ASG

Otra forma de observar los shocks es analizando la temática específica relacionada con el incidente. Aunque la mayoría de los shocks se pueden clasificar de múltiples formas – por ejemplo, el escándalo de Volkswagen y el fraude en emisiones es simultáneamente un shock social, ambiental y de gobierno corporativo – vamos a etiquetar los shocks por su “mínimo común múltiplo” desde el punto de vista ASG. Desde un punto de vista analítico vamos a agrupar los shocks ordenados por temática y magnitud.

Impactos climáticos

Los daños provocados por las tormentas tropicales en Estados Unidos han producido en 2017 unas pérdidas de 200 mil millones de dólares al sector asegurador y reasegurador. Si se incluyen los daños generados por los graves incendios, producidos en ese mismo país, las estimaciones superan los 300 mil millones. Inversores legendarios como Warren Buffet han sufrido unas pérdidas en sus carteras superiores a los 1.000 millones de dólares por su exposición al sector asegurador. El impacto conjunto en la cotización de Berkshire Hathaway, Munich Re, Swiss Re y Lloyd's, superó los 15.000 millones de dólares.

Fraude a clientes

De los 52 shocks analizados, doce tienen como foco una acción fraudulenta en perjuicio de los clientes. Los tres incidentes más significativos han sido los de Facebook - por la explotación ilegítima de datos de sus clientes que impactó en 79.000 millones de pérdida de capitalización bursátil -, Wells Fargo - que perdió más de 31.000 millones de dólares tras la revelación de la creación de cuentas falsas explotando a colectivos inmigrantes -, así como el escándalo de Volkswagen con el fraude en sus motores diésel, que generó en torno a 30.000 millones de dólares en pérdidas. El sector financiero, por su parte, sufrió unas pérdidas cercanas a los 17.000 millones por la manipulación de índices de crédito y divisas por parte de traders y banqueros de inversión. Por último, una corriente de escándalos en la industria pesada asiática – Kobe Steel, Toray Industries, Mitsubishi Heavy Industries, Daewoo

Shipbuilding & Marine Engineering – en las que se descubrió una actividad recurrente de fraude en las calidades de los materiales suministrados, entre otros, acumularon unas pérdidas de unos 7.000 millones de dólares en sus acciones cotizadas.

Accidentes ambientales y de seguridad industrial

Los accidentes de carácter ambiental y de fallos en la seguridad industrial suman más de 80.000 millones de pérdidas. El más destacado es el caso de BP con la explosión de la plataforma Deep Water Horizon, al que se suman shocks en industrias extractivas con compañías como BHP Billiton, Vale, Nork Hydro.

Corrupción política

Los escándalos de corrupción política en la muestra analizada han generado unas pérdidas que superan los 13.000 millones de dólares. El caso más emblemático es la serie de escándalos en Petrobras, que costaron la presidencia a Dilma Rousseff y el encarcelamiento del también ex presidente Lula Da Silva. Otros casos analizados implican al sector defensa y aeroespacial y al sector distribución.

Derechos Humanos y Laborales

Incidentes en el ámbito de los derechos humanos y laborales tienen también un alto impacto, con pérdidas cercanas a los 13.000 millones de dólares. El caso Rana Plaza supone un antes y un después para muchas compañías del sector textil. Ryan Air perdió un 12% en las semanas posteriores al fiasco de la fuga de pilotos y la cancelación de vuelos por sus calendarios de vacaciones. Estas pérdidas llegaron a significar el 55% de la capitalización de la compañía durante el segundo semestre de 2017, coincidiendo con un “momento dulce” para la economía y el sector aéreo. Otro escándalo mediático analizado es el caso de United Airlines, cuando, ante una situación de overbooking en abril de 2017, desalojó a un pasajero mediante agresiones físicas. Este incidente fue filmado y hecho “viral” a través de las redes sociales y provocó una pérdida de 1.600 millones de dólares en el valor bursátil de la compañía.

Miles de Millones de dólares

SECTOR REASEGURADOR - \$300B

Los huracanes Harvey e Irma ocurridos en América del Norte y Caribe, provocaron graves daños a muchas personas y comunidades además de grandes pérdidas a las compañías reaseguradoras más importantes del mundo.

BP - \$62B

Hundimiento de la plataforma petrolífera semisumergible Deepwater Horizon en el golfo de México en abril de 2010 debido a una explosión, que provocó el vertido de petróleo más importante de la historia, estimado en 779.000 toneladas de petróleo crudo. Deepwater Horizon era propiedad de Transocean y había sido arrendada a BP hasta septiembre de 2013.

VOLKSWAGEN - \$30B

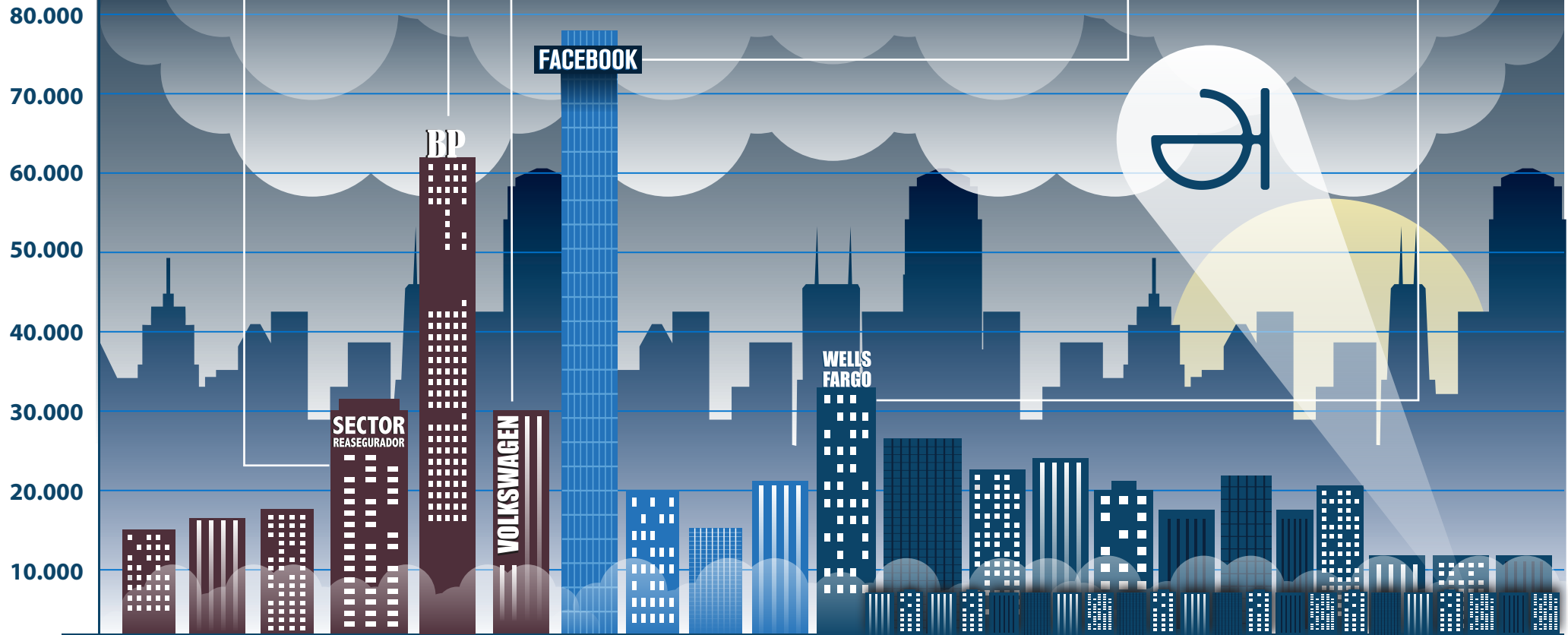
Fraude consistente en la implantación de un software en sus vehículos diésel para falsificar los tests de contaminación que provocó una caída de casi el 50% en el precio de la acción en los primeros 19 días.

FACEBOOK - \$79B

Uso indebido de datos de usuarios de la red social por parte de la empresa Cambridge Analytica, para favorecer la campaña electoral de Trump, que provocó una caída de cerca del 18% del valor de la acción de la empresa.

WELLS FARGO - \$31,5B

Apertura de cuentas sin el consentimiento de los clientes por parte de los empleados del banco para cumplir con los altos objetivos impuestos por la entidad, lo que conllevó una caída de la acción de casi el 13% en 21 días.



DISTRITO AMBIENTAL

DISTRITO SOCIAL

DISTRITO GOBIERNO CORPORATIVO

La monetización del valor: “incrementando el atractivo”

“Solo el necio confunde valor y
precio”

Francisco de Quevedo, 1611.

En esta sección vamos a analizar cómo la puesta en valor de los atributos ASG tiene un impacto directo en el mercado, generando una mayor atracción del apetito inversor. Para ello, se ha desarrollado un análisis sobre cómo afectan estos atributos extra financieros al desempeño bursátil de compañías españolas, utilizando una muestra de 50 compañías cotizadas durante un periodo de casi 8 años (92 meses). A través de este análisis conectaremos los aspectos ASG con la visión de largo plazo de las compañías.

34

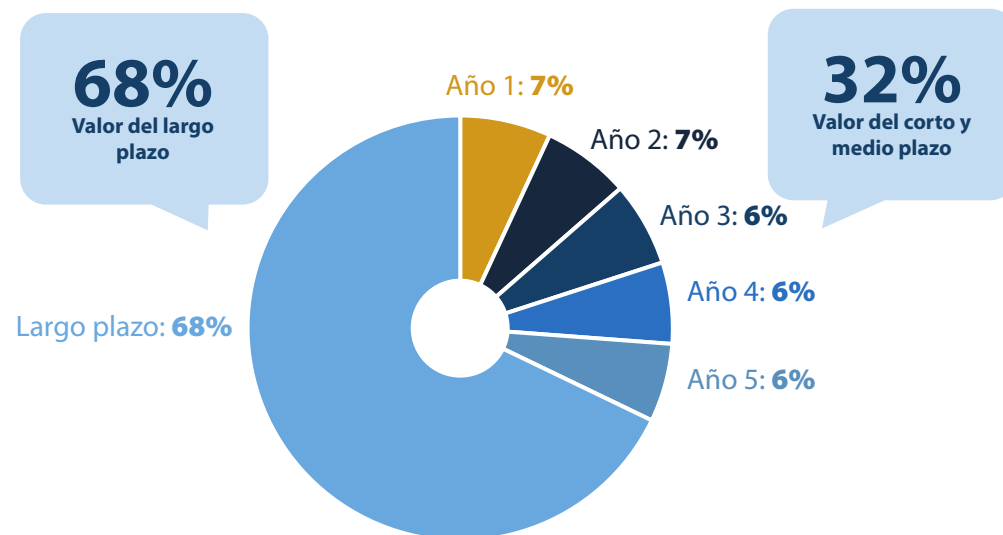


ASG, una vacuna contra el cortoplacismo

La gestión “a largo plazo” es uno de los mantras de la gestión empresarial. Sin embargo, un estudio reciente⁴ pone de manifiesto que el 87% de los directivos de compañías globales declara tener una gran presión para generar resultados en el corto plazo (dos años o menos). Además, un 65% del total manifiesta que la presión por el corto plazo se ha incrementado durante los últimos años. Esto genera dos efectos que redundan en una reducción del potencial de creación de valor de las compañías.

Por una parte, conduce a una asignación ineficiente de sus recursos directivos. Cuando existen presiones cortoplacistas, la dirección de las compañías dedica la práctica totalidad de su tiempo y atención a gestionar una parte relativamente “pequeña” del valor total de la empresa. Una compañía con visión de largo plazo, sin embargo, dedicará un mayor esfuerzo a la parte “grande” de la valoración, construyendo sus oportunidades de desarrollo con un horizonte más amplio.

¿Cuánto pesa el largo plazo en el valor?



Fuente: Forética.

La eficiencia en la asignación de recursos directivos hacia el corto plazo se ve con claridad matemática cuando se pone en relación el horizonte de gestión con el horizonte de valoración de una compañía. El valor de los cinco primeros años de flujos de caja de una empresa suele representar menos de un tercio de la valoración de la compañía, mientras que el valor de largo plazo representa el principal pilar del valor, mediante los dos tercios restantes. Esta proporción en la valoración puede variar en función de los parámetros utilizados en el coste del capital y de las tasas de crecimiento estimadas. Cuanto menor sea el coste de capital, o más altas sean las tasas de crecimiento mayor será la proporción del valor de largo plazo. La gráfica superior ilustra un ejemplo en el que el coste del capital es de 9%, el crecimiento de los primeros cinco años del 5%, con un crecimiento terminal de 2,5%.

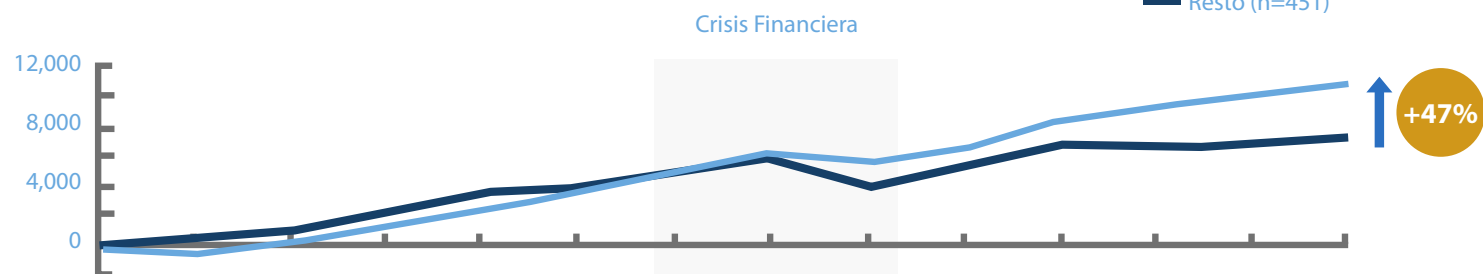
⁴: Rising to the challenge of short-termism. FCLT Global, septiembre 2016.



ASG, una vacuna contra el cortoplacismo

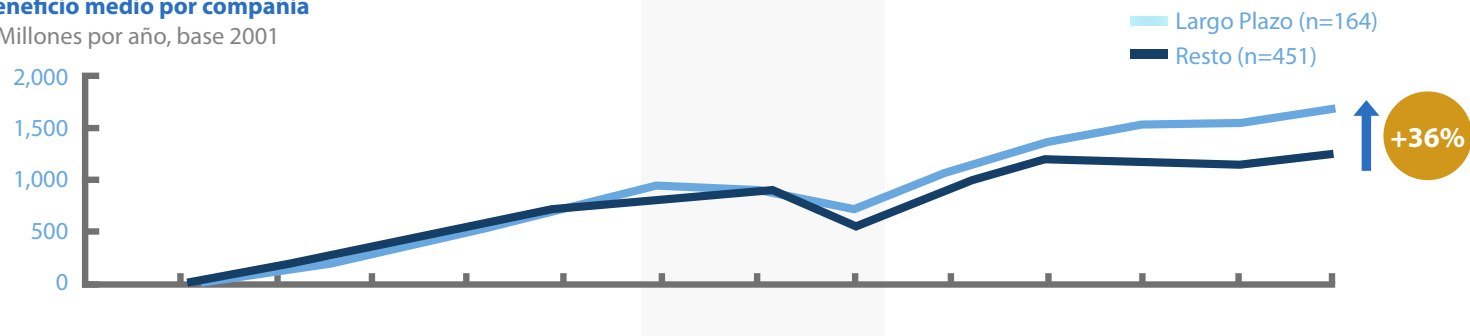
Ingresos medios por compañía

\$ Millones por año, base 2001



Beneficio medio por compañía

\$ Millones por año, base 2001



Fuente: McKinsey Global Institute "Measuring the Economic Impact of Short-termism".

La segunda consecuencia se manifiesta en una peor calidad en la toma de decisiones. Esto puede conducir a una reducción del potencial del crecimiento y el desarrollo del negocio a largo plazo. El estudio Measuring the Economic Impact of Short-termism, desarrollado por McKinsey Global Institute, demuestra que las compañías con vocación de largo plazo generan unos ingresos

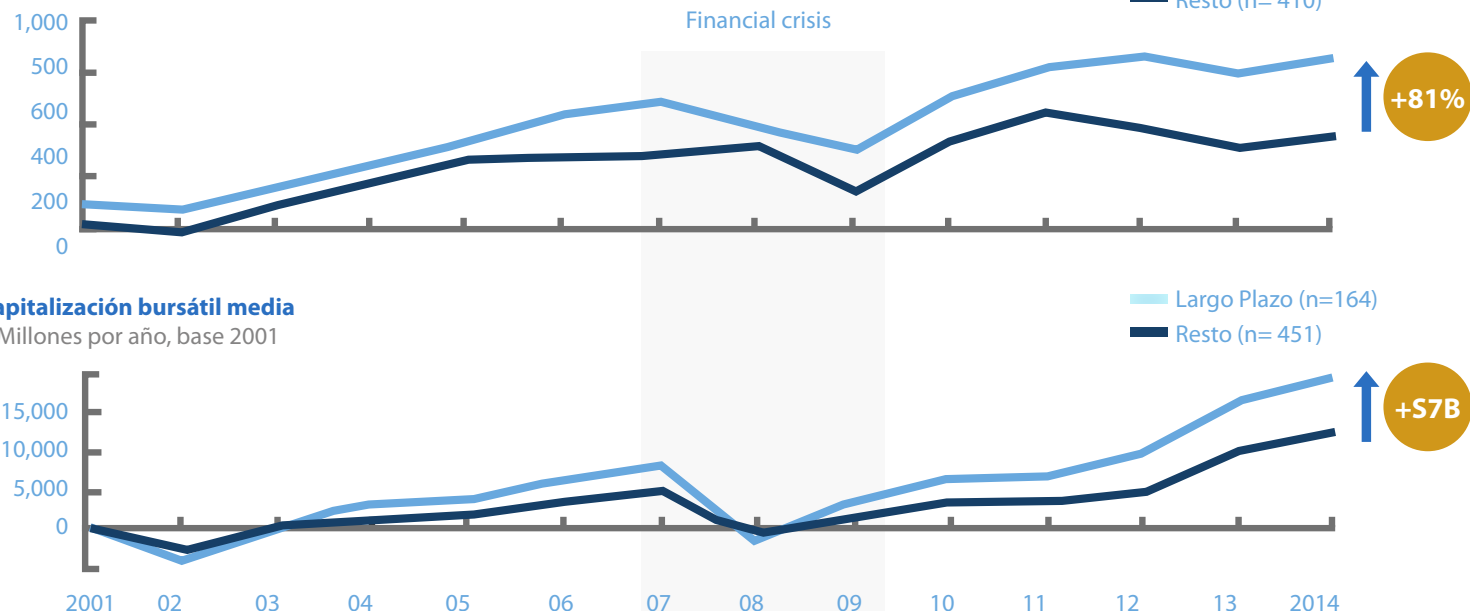
47% superiores al resto de empresas, un 36% en incremento de beneficios, invierten más en I+D y activos productivos y generan, de media, 12.000 puestos de trabajo más que sus rivales, entre los años 2001 y 2015. Todo ello, se traduce en una generación de valor financiero superior en 7.000 millones de dólares a la media.



ASG, una vacuna contra el cortoplacismo

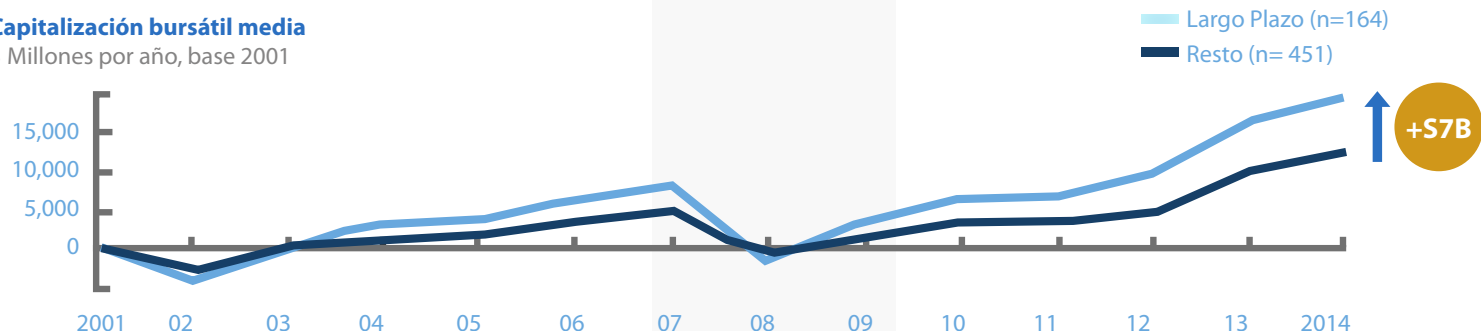
Beneficio económico medio por compañía

\$ Millones por año, base 2001



Capitalización bursátil media

\$ Millones por año, base 2001



Fuente: McKinsey Global Institute "Measuring the Economic Impact of Short-termism".

Siendo esto así, la pregunta que viene a la mente de un inversor es la siguiente: ¿Es posible tener un proxy que permita valorar ex-ante el compromiso de la dirección con el largo plazo? Una respuesta a esta pregunta es, precisamente, la información ASG. La integración de aspectos de sostenibilidad en la estrategia de negocio, muestran una visión y un compromiso con el largo plazo. Al fin y al cabo, la gestión de la sostenibilidad anticipa fenómenos que pueden tener relativamente poco impacto en un horizonte temporal próximo, pero que jugarán un papel fundamental en el largo plazo. Por

ejemplo, los compromisos de una compañía con la lucha y la adaptación al cambio climático son una muestra inequívoca de que la dirección se está anticipando a cambios que se materializarán en un horizonte de largo plazo de 10, 20, o quizá 50 años vista. Esto mismo ocurre con otros aspectos relevantes de la sostenibilidad como el cambio demográfico, la desigualdad de la riqueza, entre otros. En este sentido, los aspectos ASG se han convertido en un *proxy* para valorar la calidad de la gestión y de la generación de beneficios de las compañías.



Transparencia ASG, en el punto de mira del regulador

La constatación de que una mayor transparencia en aspectos extra financieros conduce a una reducción de riesgos y favorece una visión de largo plazo por parte de compañías e inversores, está llevando a un incremento exponencial de los requisitos de transparencia de las empresas en materia ASG. Este mayor grado de exigencia se observa, tanto por parte de reguladores y supervisores, como del propio mercado.

Desde el punto de vista regulatorio, se ha desarrollado un mayor marco normativo donde cada vez se le otorga un mayor peso a la gestión y el reporte extra financiero. El Código de Buen Gobierno de la CNMV de 2015, establece la responsabilidad social corporativa como facultad indelegable para los consejos de administración y crea la obligación de informar acerca de la gestión de riesgos en materia ASG. La directiva de divulgación de la información no financiera, recientemente traspuesta al ordenamiento jurídico español, establece la obligación del reporte extra financiero en todo el territorio comunitario para compañías consideradas de *interés público* (principalmente, pero no solo, las empresas cotizadas). Por último, el *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible* de la Comisión Europea propone, entre otros aspectos, la creación de una taxonomía europea para las finanzas sostenibles y una revisión sobre cómo reportan y valoran aspectos ASG tanto por las compañías, como para los proveedores de análisis, índices bursátiles y ratings.

Por su parte, el Task Force de Cambio Climático promovido por el Financial Stability Board ha emitido una serie de recomendaciones específicas sobre una mayor transparencia por parte de las compañías respecto de los riesgos y las oportunidades del cambio climático en los negocios. Este documento no vinculante, prescribe un marco de adopción de cinco años para que reguladores y supervisores lo incorporen a la normativa del sistema financiero.

Las propias bolsas de valores, han comenzado a trabajar para facilitar un mayor grado de transparencia en materia ASG por parte de las compañías admitidas a cotización. La iniciativa Sustainable Stock Exchanges (SSE), organizada por diversas agencias y programas de Naciones Unidas – congrega 71 bolsas de valores, a través de las cuales se emiten directrices y guías para una mayor calidad de la información ASG.



38



Los inversores quieren más frecuencia de información

Los inversores han ido incrementando la adopción de políticas y herramientas de análisis y valoración de los aspectos ASG de sus carteras durante la última década. La industria de análisis ASG – proveedores de ratings e índices bursátiles- ya no solo cubre la calidad de la gestión de los aspectos extra financieros por parte de las compañías, sino también de los vehículos de inversión como son los fondos o los ETFs. Una muestra de este grado de maduración es el lanzamiento, por parte de Spainsif, el foro español de inversión responsable, de una plataforma pionera a nivel mundial donde los ahorradores pueden consultar los atributos ASG de más de 13.000 fondos de inversión, en aspectos como la huella de carbono, la existencia de exclusiones éticas o la calidad global de las carteras en sostenibilidad. El uso de estas variables lleva a la comunidad inversora a demandar una mayor calidad de la información extra financiera a los emisores de activos.

El estudio, *Communicating ESG to the 21st Century Investor*, desarrollado por Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing,

no obstante, pone de manifiesto que la comunidad inversora necesita una mayor adaptación de la información ASG para el contexto de inversión. De manera específica, establece cuatro conclusiones relevantes para el desarrollo del reporte durante los próximos años. En primer lugar, la memoria de sostenibilidad – la herramienta de reporte más utilizada- es insuficiente para la comunidad inversora. En segundo lugar, la comunidad inversora precisa de una mayor frecuencia de información ASG para la toma de decisiones de inversión. Al fin y al cabo, la información ASG de una memoria publicada en el mes abril tiene de media 8,5 meses de antigüedad. El carácter anticipatorio de los mercados hace que un reporte extra financiero trimestral sea de mayor utilidad. En tercer lugar, las organizaciones cotizadas deben adaptar mejor la información a la materialidad, desde un contexto de inversión. Muchos de los aspectos reportados son de poco “valor” desde el punto de vista de inversión. Por último, destaca la necesidad de una mayor estandarización de la información ASG para hacer más comparables indicadores dentro de los sectores y fuera de ellos.





La prueba del algodón: invirtiendo en España con criterios ASG

De acuerdo con todo lo visto anteriormente, una conclusión importante es que los aspectos ASG se han configurado como un factor de elegibilidad ante los inversores. Consecuentemente, poner en valor los aspectos extra financieros incrementa el atractivo de una compañía o un activo. A continuación, veremos si esto se cumple en el mercado español.

Casi todos los estudios disponibles en la literatura académica se basan en análisis de compañías e índices globales. Sin embargo, existe poca información acerca de cómo estos factores extra financieros actúan a nivel local. Para validar las conclusiones de este informe para el contexto español, hemos hecho un análisis de cómo afectan los factores ASG a las compañías cotizadas en España. Este análisis ha partido de una muestra de cincuenta compañías para las que existe un rating ASG proporcionado por MSCI. A continuación, se han desarrollado distintas carteras para tratar de observar qué impacto tiene la consideración de estos factores en los atributos de rentabilidad y riesgo con respecto al mercado en general durante un periodo de 92 meses (7,7 años). El mercado general, al que llamaremos Benchmark, está compuesto por cincuenta compañías, a las que se asigna un peso idéntico a 1 de enero de 2010⁵. El resto de las carteras se construirán tratando de reflejar los distintos atributos extra financieros. Fundamentalmente se van a desarrollar dos estrategias:

- Cartera Best in Class: solo se invierte en las empresas que se encuentren en el percentil 90 en los factores ASG. Esto significa que solo entrarán en la cartera las compañías que estén en el 10% mejor. Esta estrategia se desarrollará a través de una serie de carteras llamadas **B90**.
- Cartera óptima: invierte en todas las compañías del *Benchmark* tratando de maximizar los factores ASG. Partiendo de unos límites

máximos y mínimos para cada título, se realiza un ejercicio de optimización para obtener la mayor calificación ASG posible de la cartera. Mediante estos límites, ninguna compañía puede pesar menos del 1%, ni tampoco superar el 10% de la misma. Esta estrategia se canaliza a través de una serie de carteras llamadas **Óptima**.

Las dos estrategias analizadas – B90 y Óptima – nos van a aportar información distinta. La aproximación Best in Class es más reactiva, y por tanto, expresa carteras de inversión con la máxima calidad extra financiera posible. No obstante, las carteras B90 son una apuesta extrema ya que solo invertirán en 5 o 6⁶ títulos de los cincuenta posibles y, por tanto, tienen un menor potencial de diversificación. Las carteras Óptima, sin embargo, son más moderadas ya que obligan a tener todos los títulos del índice de referencia, pero tratando de mejorar la calificación ASG de acuerdo con las restricciones de exposición máxima y mínima.

Cada estrategia, además, va a ser testada para cada una de las dimensiones valoradas dentro del sistema de ratings de MSCI. Esto implica tres dimensiones –Ambiental, Social y Gobernanza– más la combinación de las tres, es decir, la calificación ASG global, que es el resultado de poner en común las tres anteriores. De esta manera, tendremos un total de ocho carteras posibles, cuatro B90 (para el Best in Class), y cuatro carteras Óptima:

Estrategia	Dimensión				
	Carteras	ASG	Ambiental	Social	Gobierno
	Best in Class>	B90 ASG	B90 A	B90 S	B90 G
	Óptima>	Óptima ASG	Óptima A	Óptima S	Óptima G

Fuente: Forética.

⁵: Cada compañía tendrá un peso idéntico en el inicio del horizonte de la inversión. Esto significa que cada compañía tiene un peso inicial del 2% (1/50=2%).

⁶: En función de la nota de corte: el percentil noventa para un universo de cincuenta valores supone quedarse con cinco o seis valores.

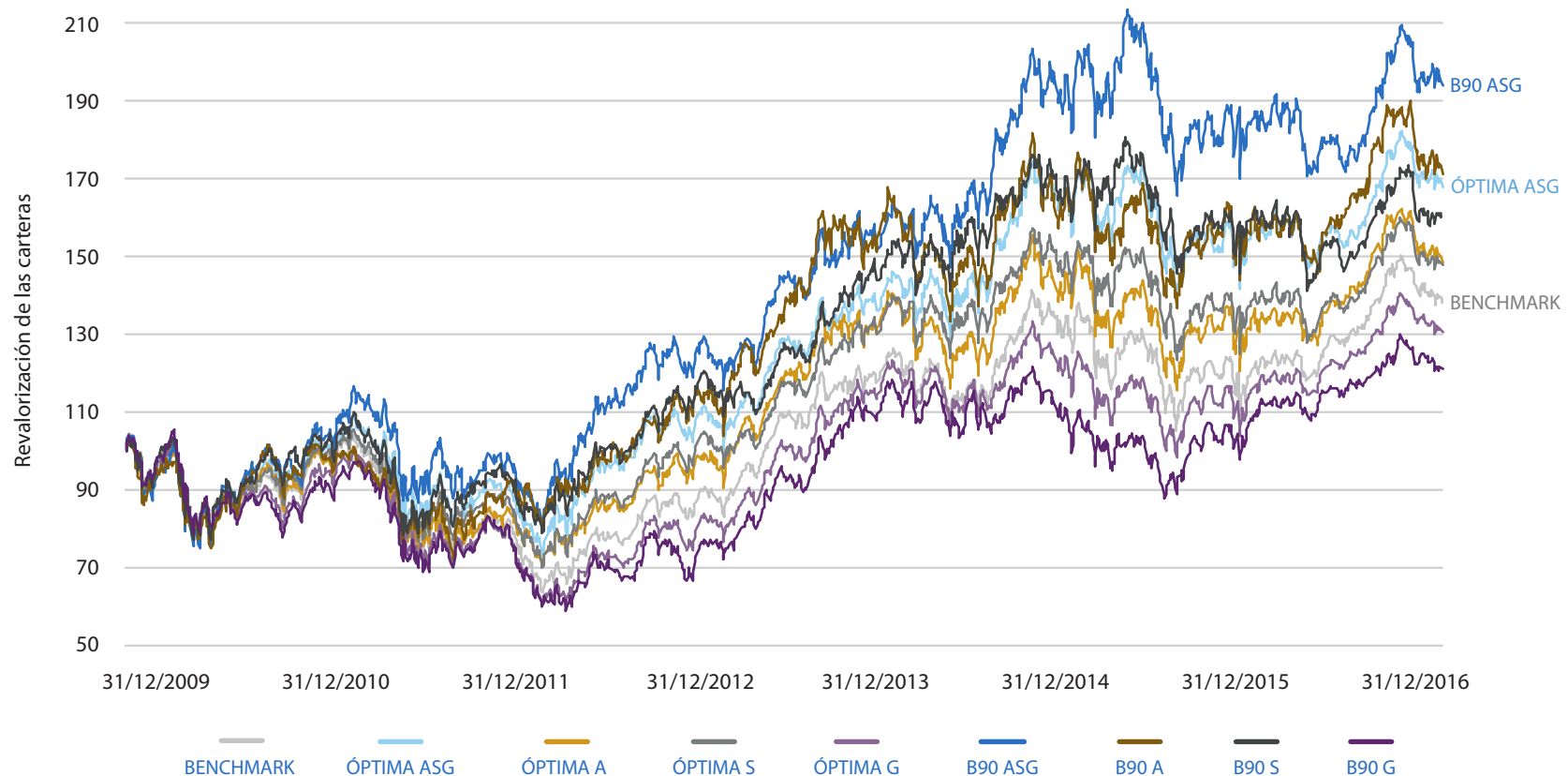


Los inversores quieren más frecuencia de información

A continuación, mostramos los resultados obtenidos. Nótese que el código de colores refleja el tipo de estrategia – color intenso, para estrategias *Best in Class*, color apagado para las dimensiones

– y la dimensión extra financiera – naranja para ASG, verde para Ambiental, rojo para Social, azul para Gobernanza.

Comportamiento de las carteras ASG frente al benchmark



Fuente: Forética y MSCI.



Todas las carteras ASG baten al índice de manera notable

Todas las carteras que combinan las variables ASG baten al *Benchmark* de manera sustancial. La cartera con mejor comportamiento es la **B90 ASG**, que genera un retorno incremental del 4,66% anualizado, lo que implica un 40% más de valor monetario al final del periodo

analizado. Por su parte, la cartera **Óptima ASG**, genera un retorno incremental del 2,66% al año, generando un 22% de mayor valor que el *Benchmark*.



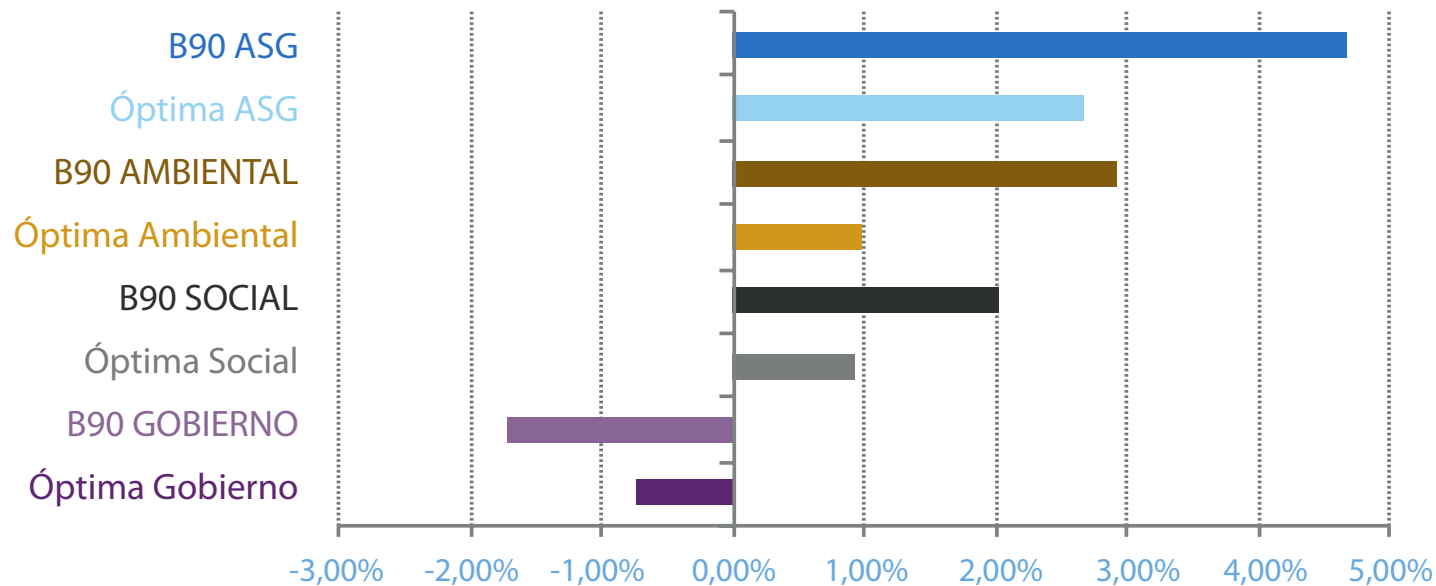


Todas las dimensiones generan valor aisladamente, salvo el buen gobierno que genera retornos inferiores al Benchmark

La dimensión ambiental es la que mayor valor financiero genera, seguido del social. El gobierno corporativo, sin embargo, no consigue generar valor incremental en el periodo analizado. Los retornos de las dos estrategias ambientales son del +2,93% y +0,98% respectivamente para las estrategias B90 A y Óptima A. Las

estrategias sociales producen un incremento del +2,03% y +0,93% para las carteras B90 S y Óptima S. Las carteras que solo valoran el gobierno corporativo se sitúan en negativo respecto al Benchmark en -1,71% y -0,72%.

Retorno incremental versus Benchmark



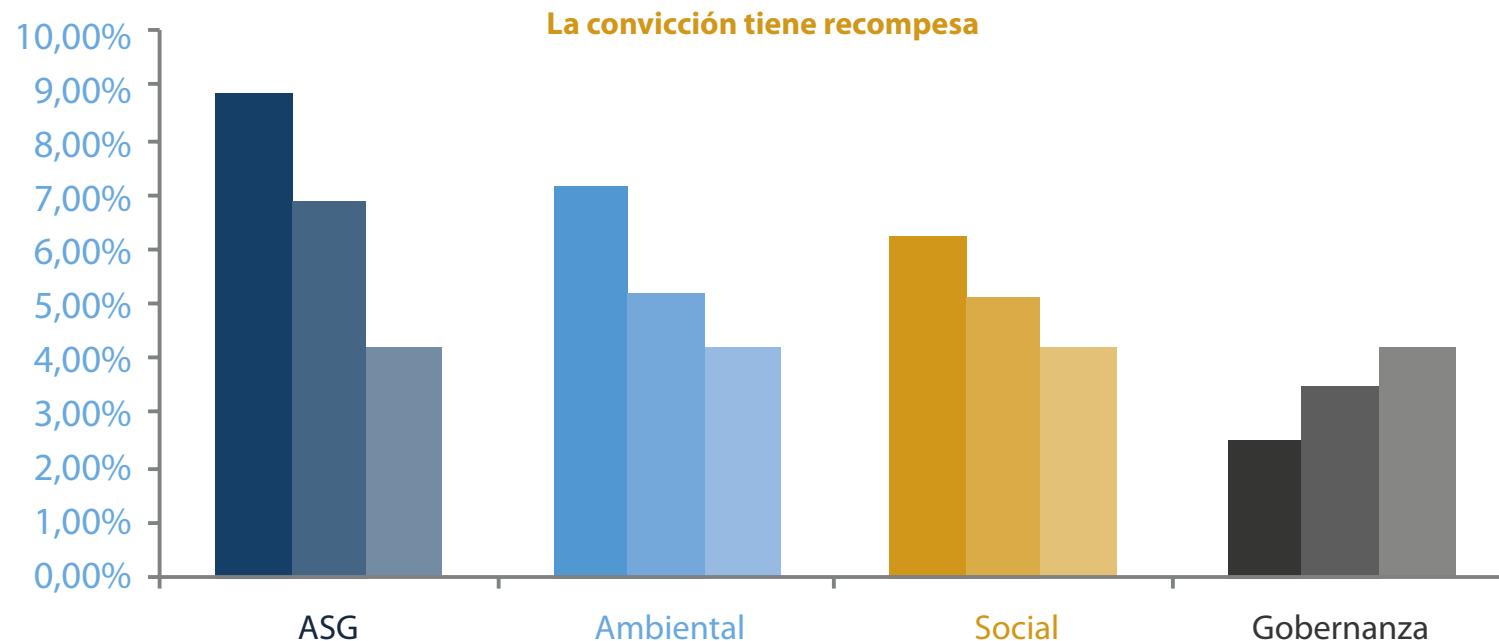
Fuente: Forética.



La convicción ASG genera un mayor retorno

Cuando comparamos los resultados de la estrategia Best in Class (B90) frente a la Óptima, se observa que una mayor concentración en los títulos de mayor calidad ASG conduce a un mejor retorno. Por término medio, las carteras B90 generan un retorno superior

en un 15% a las estrategias Óptima y un 47% superior respecto del Benchmark. Estos retornos incrementales derivados de la estrategia Best in Class se generan en todas las dimensiones, salvo el gobierno corporativo, que conducen a un menor retorno.



1,47x

Las carteras B90 generan en media una rentabilidad en un 47% superior al benchmark

1,15x

Las carteras B90 generan en media una rentabilidad en un 15% superior a las estrategias Óptima.

Fuente: Forética.



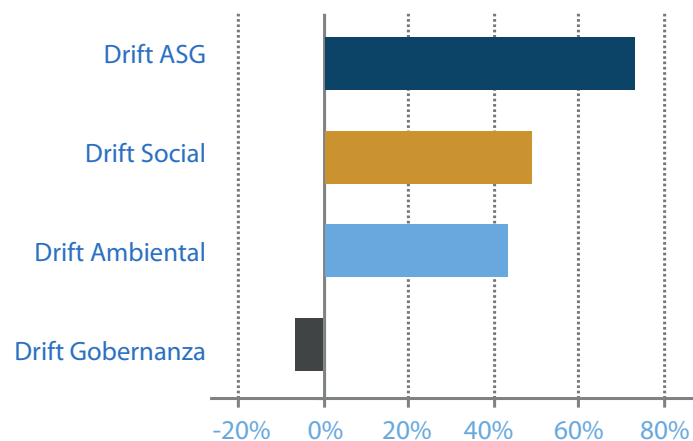
El Drift ASG, manteniéndose en la cresta de la ola

Uno de los hallazgos de este estudio es la constatación empírica de la importancia del largo plazo en la inversión con criterios ASG. Para comprobarlo, se ha realizado un análisis de cómo impactaría en los resultados finales un rebalanceo anual de la cartera⁷.

Este rebalanceo se traduce en que al cierre de cada año se venden los títulos que más han subido para comprar los que más han bajado, con el objeto de que al inicio de cada nuevo año los pesos de las compañías dentro de la cartera vuelvan a su nivel original. Como puede observarse en la figura 20, un rebalanceo anual de la cartera resta potencial al desarrollo del factor ASG, lo que resulta en una

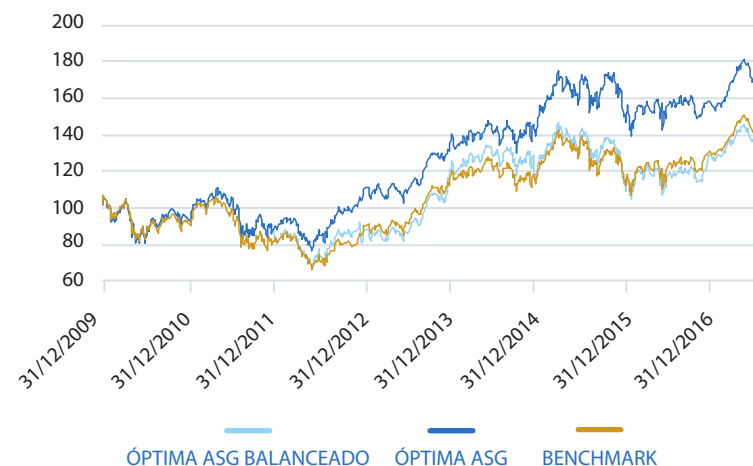
cartera muy similar al Benchmark. Hemos acuñado el concepto Drift ASG para reflejar que, de acuerdo con nuestro análisis, los factores ASG son apuestas de largo plazo que tienen un ciclo de maduración para generar unos resultados sustancialmente superiores. En este sentido, estrategias de sincronización (conocidas como market timing) pueden reducir el potencial de rentabilidad que ofrecen los atributos ASG. El valor medio del Drift ASG es de +44% de incremento como consecuencia de mantener los pesos iniciales de la cartera.

Drift ASG, la importancia de mantener la convicción a largo plazo



Fuente: Forética.

Los factores ASG impactan más en el largo plazo



Fuente: Forética.

⁷: El rebalanceo es una práctica habitual en la gestión de activos y tiene dos objetivos fundamentales. Por una parte, vender los títulos "caros", aquellos que más han subido y comprar los "baratos", aquellos que más han bajado. Por otra parte, es una herramienta de gestión de riesgos ya que trata de evitar sobreexposiciones no deseadas a los títulos que mejor comportamiento han tenido en el periodo anterior.



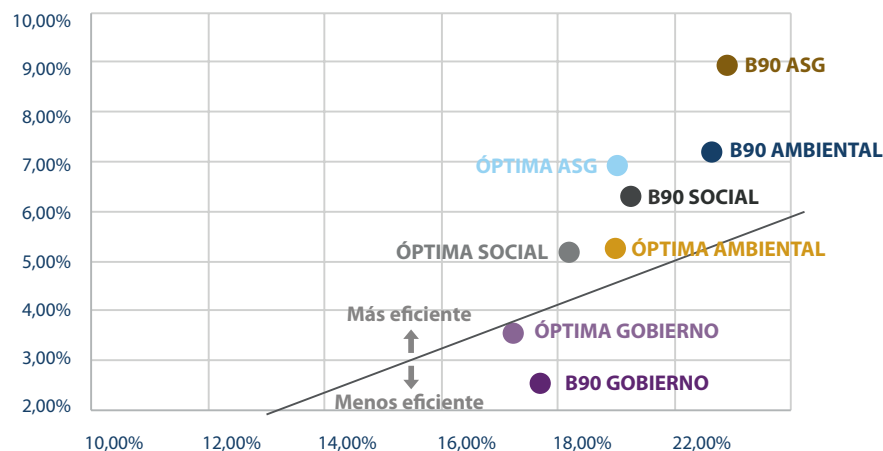
Eficiencia = Rentabilidad/ Riesgo

Hasta ahora hemos ido analizando el impacto de los factores ASG en la rentabilidad de las carteras. Sin embargo, el retorno de una cartera no nos dice nada si no tenemos en cuenta el riesgo asumido. Los resultados de este análisis muestran que las carteras ASG presentan, en general, un mayor nivel de riesgo soportado frente al benchmark que oscila entre +11 y +285 puntos básicos de volatilidad observada. La excepción a esta regla es el Gobierno corporativo que reduce la volatilidad entre -37 y -85 puntos básicos. Esto se debe, fundamentalmente, a que las carteras B90 y Óptima tienen sobreponderaciones y infraponderaciones pronunciadas respecto al Benchmark, lo que reduce el potencial del efecto diversificación. Por ejemplo, las carteras B90 ASG y Óptima ASG concentran en solo 6 títulos el 100% y el 56% de la cartera, respectivamente. En el caso del *Benchmark*, 6 títulos solo suman el 12% del total, ya que todas las compañías tienen el mismo peso.

Dicho esto, la pregunta fundamental no es tanto si la volatilidad incrementa o se reduce, sino si los criterios ASG generan una mayor

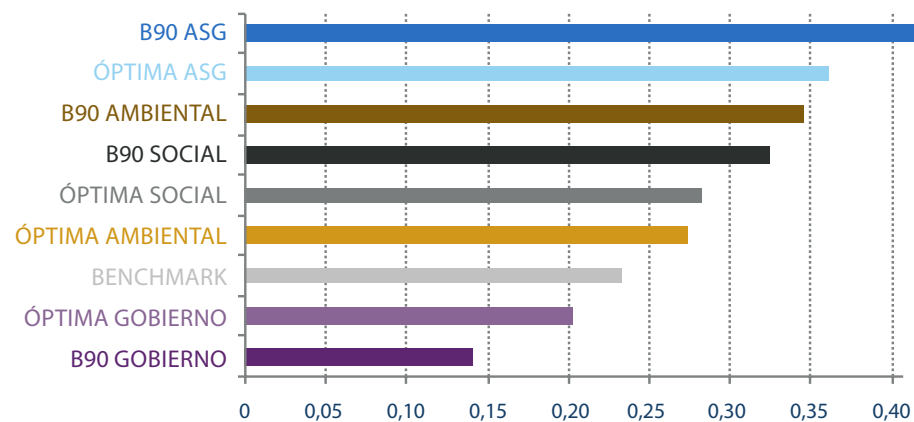
eficiencia de la inversión. Desde este punto de vista, podemos concluir que las carteras ASG generan una mayor eficiencia financiera respecto al benchmark ya que, el incremento en rentabilidad compensa con creces un mayor nivel de volatilidad soportada. Como puede apreciarse en la gráfica 22, aquellas carteras que se sitúan por encima de la línea gris presentan una mejor relación entre la rentabilidad y el riesgo soportado. En esa sección de la gráfica están presentes todas las carteras menos las que se basan únicamente en el gobierno corporativo. En la gráfica [ZZZ](#), podemos observar que las carteras que combinan los tres factores ASG son las que mayor incrementan la relación rentabilidad riesgo. Otro resultado de este análisis es que las estrategias B90, a pesar de ser las que más riesgo absoluto soportan – son las carteras más al extremo derecho del gráfico– son las que más retribuyen por ese riesgo incremental, comparado con las estrategias óptima.

Las carteras sostenibles son más eficientes



Fuente: Forética.

Relación entre el retorno y el riesgo asumido





¿Merece la pena invertir en gobierno corporativo?

El objetivo principal de este estudio es precisamente poner en valor la gobernanza global. Algún lector puede pensar que los resultados de las carteras de variable española parecen contradecir este objetivo, ya que las dos estrategias de gobierno corporativo en el periodo analizado, generan retornos inferiores al *Benchmark* y, pese a que son las carteras menos volátiles, la menor volatilidad no compensa por la menor rentabilidad obtenida. Sin embargo, esta conclusión es precipitada y equívoca.

En primer lugar, partamos de una pequeña aclaración. El objeto de este estudio es la Gobernanza con “G” mayúscula, es decir, la adecuada gestión de los aspectos extra financieros. Los ratings de la G, corresponden con las prácticas de gobierno corporativo tradicionales, por lo que las carteras que mejor reflejan el objetivo de este análisis son las ASG, ya que combinan todos los aspectos extra financieros.

El segundo factor importante es que el gobierno corporativo, en este caso, puede tener papel “defensivo” y de preservación de valor, más que de potenciación del mismo. Esto explicaría por qué en la fase bajista del mercado (hasta mediados de 2012) las estrategias de gobierno corporativo están muy pegadas al *Benchmark*, mientras que en la subida de mercado posterior las diferencias son mucho más pronunciadas. Esto puede tener que ver con un cambio en el apetito por el riesgo de los inversores que, ante un mercado más boyante, relajan los aspectos más conservadores como el gobierno corporativo.



47



¿Merece la pena invertir en gobierno corporativo?

Dicho todo lo anterior, los hallazgos de este análisis ponen de manifiesto que un foco único y exclusivo en el gobierno corporativo no mejora las carteras de inversión. Pero esto no significa que reste valor. Precisamente, cuando añadimos el análisis de gobierno corporativo al análisis Ambiental y Social, los atributos de las carteras mejoran. Explicaremos esto de manera intuitiva y después numérica. Si la dimensión G restara valor, las carteras ASG, por lógica, deberían ser siempre inferiores a las carteras que no tienen en cuenta la G. Sin embargo, esto no es así. La cartera B90 ASG es muy superior en rentabilidad a la siguiente cartera más rentable dentro de su estrategia –en este caso la B90 Ambiental (8,9% frente a 7,15%)-. Lo mismo ocurre con las carteras Óptima en las

que vemos que Óptima ASG es nuevamente superior a las carteras Óptima Ambiental y Óptima Social (6,9% frente a 5,2% y 5,1%). Una explicación matemática de este fenómeno se deriva de un análisis de correlaciones. Las correlaciones más bajas entre las distintas dimensiones ASG, siempre aparecen en las estrategias de gobierno corporativo (señaladas en azul con distinta intensidad). Esto es más patente cuanto más restrictiva es la estrategia, como vemos en el caso de las carteras B90. Como conclusión, podemos afirmar que la dimensión de gobierno corporativo es mutuamente más complementaria a las otras dos, lo que resulta en un incremento de valor analítico y financiero.

	Benchmark	B90 ASG	B90 A	B90 S	B90 G	Óptima ASG	Óptima A	Óptima S	Óptima G
Benchmark	1								
B90 ASG	0,9246656	1							
B90 A	0,9470403	0,96719634	1						
B90 S	0,93482484	0,9878094	0,96883646	1					
B90 G	0,95223599	0,80108751	0,85386282	0,83423587	1				
Óptima ASG	0,96255865	0,993108	0,97786045	0,9878293	0,86129156	1			
Óptima A	0,98475705	0,95614973	0,98806874	0,96372185	0,91395367	0,98097809	1		
Óptima S	0,9780549	0,97489891	0,97581533	0,98790332	0,90068581	0,99177282	0,98898601	1	
Óptima G	0,9910842	0,88495171	0,91926559	0,90658171	0,9839409	0,93215375	0,96646745	0,95869575	1

Fuente: Forética.



La gobernanza extra financiera, la mejor opción de inversión

Como resultado final de este análisis, se observa que la incorporación de aspectos ASG a la toma de decisiones de inversión, genera una inversión más responsable y sostenible con una mayor eficiencia financiera. Cada punto porcentual de incremento en el rating ASG

contribuye a mejorar la eficiencia financiera (rentabilidad dividida por riesgo) por un factor de 1,43 veces. Es tiempo de monetizar la Gobernanza con "G" mayúscula.



Conclusiones

La puesta en valor
de la gobernanza
maximiza la *utilidad*
para las compañías y
sus grupos de interés



A lo largo de este estudio hemos podido analizar la oportunidad, el riesgo y cómo monetizar la gestión de los riesgos extra financieros. Al igual que los estudiosos de la economía describen el punto de equilibrio de un mercado como aquel en cuyo precio hace máxima la utilidad de compradores y vendedores, podemos concluir que incrementar los atributos ASG hacen máxima la utilidad para la mayoría de los grupos de interés. La sociedad –mejorando el impacto positivo de las empresas en términos sociales, ambientales o en aspectos de integridad-, para las compañías – que refuerzan su negocio capturando oportunidades y reduciendo los riesgos – y para los inversores- que son capaces de monetizar este valor añadido en el mercado. En este sentido, la transparencia y la puesta en valor de los atributos ASG se convierte en un factor de elegibilidad para las compañías.

No obstante, el gran crecimiento del ecosistema ASG, tanto por la oferta –cada más emisores compiten por la

puesta en valor de su calidad extra financiera, incluso emitiendo instrumentos con etiqueta sostenible- como por la demanda – el elevado grado de sofisticación de los inversores institucionales en este ámbito- hace cada vez más difícil la diferenciación en el mercado. En este sentido, la próxima batalla probablemente se librará en términos de calidad y frecuencia de la información ASG. Calidad, entendida como una mayor homogeneidad de la información, y una mayor materialidad desde el punto de vista del contexto de inversión. La frecuencia, a través de una reducción de ciclos de reporte sobre los aspectos extra financieros -pasar de ciclos anuales a trimestrales, por ejemplo-, algo que el Clúster TGI denomina *Reporte de Sostenibilidad de Alta Frecuencia (High Frequency Sustainability Reporting)*. Esto definirá el futuro de la transparencia, el buen gobierno e la integridad de compañías e inversores. Como nos recuerda el genio, “al buen hacer nunca le falta premio”. En los mercados también.

ANEXOS



Relación entre los ratings ASG y el comportamiento financiero por estrategias de inversión

Valores extrafinancieros (Rating medio)

	ASG	A	S	G
B90	9,30	9,53	7,45	7,74
Óptima	7,81	7,96	6,16	6,59
B90	5,79	6,05	4,80	5,49

Valores financieros (Rentabilidad/Riesgo)

	ASG	A	S	G
B90	0,42	0,35	0,32	0,14
Óptima	0,36	0,27	0,28	0,20
B90	0,23	0,23	0,23	0,23

Sector	Nombre del shock	Año	Continente	Categoría	Pérdida (millones)
Aeroespacial	Caso de corrupción	2017	Europa	Gobierno corporativo	-2.867,50 USD
Alimentación	Caso de corrupción y fraude	2016	Asia	Gobierno Corporativo	-1.177,22 USD
Automóvil	Falsificación de las emisiones de los vehículos	2015	Europa	Ambiental	-30.113,47 USD
Bancario	Cuentas falsas	2016	América del Norte	Gobierno corporativo	-31.524,80 USD
Bancario	Papeles de Panamá	2016	América Central	Gobierno corporativo	-4.448,59 USD
Bancario	Manipulación del LIBOR	2016	Europa	Gobierno corporativo	-4.075,27 USD
Bancario	Manipulación del LIBOR	2016	Europa	Gobierno corporativo	-3.892,90 USD
Bancario	Manipulación del LIBOR	2016	Europa	Gobierno corporativo	-3.666,17 USD
Bancario	Manipulación del LIBOR	2016	Europa	Gobierno corporativo	-795,80 USD
Energía	Vertido tóxico	2018	América del Sur	Ambiental	-3.087,74 USD



Relación entre los ratings ASG y el comportamiento financiero por estrategias de inversión

Sector	Nombre del shock	Año	Continente	Categoría	Pérdida (millones)
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2012	América del Norte	Gobierno corporativo	-3.463,83 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2009	América del Norte	Gobierno corporativo	-2.853,52 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2013	América del Norte	Gobierno corporativo	-2.480,00 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2009	América del Norte	Gobierno corporativo	-1.736,93 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2012	América del Norte	Gobierno corporativo	-1.731,92 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2001	América del Norte	Gobierno corporativo	-1.314,95 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2005	América del Norte	Gobierno corporativo	-961,28 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2010	América del Norte	Gobierno corporativo	-908,47 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2012	América del Norte	Gobierno corporativo	-879,81 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2008	América del Norte	Gobierno corporativo	-825,99 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2007	América del Norte	Gobierno corporativo	-782,24 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2002	América del Norte	Gobierno corporativo	-733,61 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2010	América del Norte	Gobierno corporativo	-726,77 USD



Relación entre los ratings ASG y el comportamiento financiero por estrategias de inversión

Sector	Nombre del shock	Año	Continente	Categoría	Pérdida (millones)
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2007	América del Norte	Gobierno corporativo	-670,31 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2010	América del Norte	Gobierno corporativo	-629,87 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2006	América del Norte	Gobierno corporativo	-619,90 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2004	América del Norte	Gobierno corporativo	-601,38 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2006	América del Norte	Gobierno corporativo	-579,91 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2008	América del Norte	Gobierno corporativo	-540,07 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2010	América del Norte	Gobierno corporativo	-512,38 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2003	América del Norte	Gobierno corporativo	-508,53 USD
Farmacéutico	Acceso a medicamentos (pricing)	2004	América del Norte	Gobierno corporativo	-482,51 USD
Reasegurador*	Pérdidas con motivo de la ocurrencia de huracanes.	2017	América del Norte	Social	-306.000,00 USD
Industria armamentística	Productos nocivos	2018	América del Norte	Social	- 72,53 USD
Ingeniería	Fraude	2016	Asia	Gobierno corporativo	- 1.893,71 USD
Manufacturing	Venta de piezas falsificadas	2016	Asia	Gobierno corporativo	- 2.169,87 USD

* Este shock engloba una muestra de 5 compañías.



Relación entre los ratings ASG y el comportamiento financiero por estrategias de inversión

Sector	Nombre del shock	Año	Continente	Categoría	Pérdida (millones)
Manufacturing	Venta de piezas falsificadas	2017	Asia	Gobierno corporativo	- 2.051,35 USD
Manufacturing	Venta de piezas falsificadas	2017	Asia	Gobierno corporativo	- 1.163,69 USD
Media	Filtración de datos de los usuarios	2018	América del Norte	Social	-78.888,00 USD
Minería	Vertidos tóxicos	2015	América del Sur	Ambiental	- 8.976,00 USD
Minería	Vertidos tóxicos	2015	América del Sur	Ambiental	- 7.406,00 USD
Petróleo	Vertidos tóxicos	2010	América del Norte	Ambiental	-61.600,00 USD
Petróleo	Escándalo de corrupción entre la compañía y el gobierno.	2014	América del Sur	Gobierno	- 16.499,51 USD
Textil	Derrumbe de una fábrica textil en Bangladesh	2013	Asia	Social	- 4.891,00 USD
Textil	Derrumbe de una fábrica textil en Bangladesh	2013	Asia	Social	- 3.180,54 USD
Transporte	Cancelaciones masivas de vuelos	2017	Europa	Gobierno corporativo	- 3.160,02 USD
Transporte	Maltrato a un pasajero en un vuelo con <i>overbooking</i>	2017	América del Norte	Social	- 1.580,09 USD



CLÚSTER TRANSPARENCIA,
BUEN GOBIERNO E INTEGRIDAD

Líderes del Clúster de Transparencia, Buen Gobierno e Integridad



aena

Bankia



GRUPO
COOPERATIVO
CAJAMAR

