



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG (Environmental, Social and Governance) A LA RENTA VARIABLE COTIZADA

Autor: Cristina Prieto Miguel

Director: Ramón Bermejo Climent

APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG A LA RENTA VARIABLE COTIZADA



RESUMEN/ABSTRACT

Resumen

El aumento en el rendimiento de la cartera de inversión al incluir criterios no financieros (ESG) en la toma de decisión ha hecho que la demanda por ese tipo de información crezca considerablemente. Como respuesta a las nuevas exigencias de los inversores, las empresas están empezando a divulgar informes sostenibles de mayor calidad.

Con este trabajo, se busca validar los beneficios de los accionistas vía precios por la influencia de los aclamados factores ESG. Para ello se ha analizado la relación entre la variación porcentual anual en los precios de las acciones de empresas del IBEX 35 y las puntuaciones ESG de Thomson Reuters. Si bien se comprueba que efectivamente han de tenerse en cuenta en el análisis, los inversores no deben ignorar otras muchas variables.

Palabras clave: *ESG, cartera de inversión, rentabilidad, informes, IBEX 35, puntuaciones ESG Thomson Reuters*

Abstract

The enhancement of an investment portfolio by including non-financial criteria (ESG) in the analysis has made market's concern about that kind of data to increase. In response to new investors' requests, companies are reporting higher quality sustainable information.

This essay tries to validate shareholders' benefits in price performance caused by the influence of ESG factors. Therefore, it has been analysed the relation between annual variation rate of IBEX 35 stock prices and Thomson Reuters ESG scores. Despite being necessary to take them into account in the analysis, investors should not ignore many other variables.

Keywords: *ESG, investment portfolio, performance, reporting, IBEX 35, Thomson Reuters ESG scores*

ÍNDICE DE TEMAS

CAPÍTULO I	8
I. INTRODUCCIÓN	9
1.1 Tema de investigación y contextualización del mismo	9
1.2 Justificación del tema	10
1.3 Objetivos.....	10
1.4 Metodología.....	11
1.5 Estructura.....	11
CAPÍTULO II.....	13
II. CRITERIOS ESG Y SU RELACIÓN CON LOS CRITERIOS NO FINANCIEROS	14
2.1 Criterios ESG: evolución del concepto	14
<i>2.1.1 Análisis histórico</i>	<i>14</i>
<i>2.2.2 Definición de los criterios ESG</i>	<i>15</i>
2.2. Factores ESG.....	15
<i>2.2.1 Factores medioambientales: “Environmental” (E)</i>	<i>15</i>
<i>2.2.2 Factores sociales: “Social” (S).....</i>	<i>16</i>
<i>2.2.3 Factores de gobierno corporativo: “Governance” (G)</i>	<i>16</i>
2.3 Relevancia de los diferentes criterios.....	17
2.4 Métodos de incorporación de los criterios ESG.....	19
<i>2.4.1 Examen excluyente (“Exclusionary Screening”)</i>	<i>19</i>
<i>2.4.2 Selección “best-in-class” (“Best-in-class selection”)</i>	<i>21</i>
<i>2.4.3 Participación activa (“Active Ownership”).....</i>	<i>21</i>
<i>2.4.4 Inversión temática (“Thematic Investing”).....</i>	<i>21</i>
<i>2.4.5 Inversión de impacto (“Impact Investing”).....</i>	<i>21</i>
<i>2.4.6 Integración ESG (“ESG Integration”).....</i>	<i>22</i>
2.5 La relación entre la rentabilidad financiera y los factores ESG	25
<i>2.5.1 Eficiencia de los mercados financieros</i>	<i>25</i>
<i>2.5.2 Del modelo CAPM al modelo multifactor</i>	<i>28</i>
<i>2.5.3 Criterios financieros y no financieros</i>	<i>30</i>

2.5.4 Efectos de los criterios ESG sobre la rentabilidad financiera	32
CAPÍTULO III	35
III. PUBLICACIÓN DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA	36
3.1 Organizaciones, fondos de inversión e instituciones. Marco normativo internacional.....	36
3.2 Regulación nacional sobre el <i>reporting</i> de información no financiera.....	37
3.3 <i>Integrated Reporting</i> (IR) y transparencia.....	40
3.4 ESG scores de Thomson Reuters.....	41
CAPÍTULO IV.....	43
IV. APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG AL IBEX 35.....	44
4.1 Planteamiento de la investigación	45
4.2 <i>Large caps</i> v. <i>Small caps</i>	47
4.3 <i>Peers</i>	52
4.3.1 <i>Sector bancario</i>	52
4.3.2 <i>Sector energético</i>	55
4.3.3 <i>Otros sectores</i>	57
4.4 Consideraciones finales	59
CAPÍTULO V	59
V. CONCLUSIÓN	60
5.1 Conclusiones.....	61
5.2 Recomendaciones.....	63
5.3 Limitaciones	63
BIBLIOGRAFÍA	65
ANEXOS.....	69
<u>Anexo I: Capitalización bursátil de las empresas del IBEX 35 analizadas.....</u>	<u>69</u>
<u>Anexo II: Precios y ESG scores de las empresas de la muestra</u>	<u>71</u>

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

TABLAS

Tabla 1. Diferenciales de rentabilidad de ESG,E,S y G para EEUU, Europa y Japón.....18

Tabla 2. Balance de rendimientos de la cartera ACWI.....20

Tabla 3. Crecimiento de las estrategias de inversión (2013-2015).....24

Anexo I

Tabla 4. Capitalización bursátil de las empresas con mayor y menor capitalización (2017).....69

Tabla 5. Empresas con menor capitalización no consideradas.....69

Tabla 6. Capitalización bursátil de las empresas comparables (2017).....70

Anexo II

Tabla 7. Equivalencia numérica de *scores*.....71

Tabla 8. TR ESG *scores* y variación de precios de Inditex (2010-2017).....71

Tabla 9. TR ESG *scores* y variación de precios de Santander (2010-2017).....72

Tabla 10. TR ESG *scores* y variación de precios de Iberdrola (2010-2017).....72

Tabla 11. TR ESG *scores* y variación de precios de Mediaset (2010-2017).....72

Tabla 12. TR ESG *scores* y variación de precios de Indra (2010-2017).....73

Tabla 13. TR ESG *scores* y variación de precios de Técnicas Reunidas (2010-2017)...73

Tabla 14. TR ESG *scores* y variación de precios de BBVA (2010-2017).....73

Tabla 15. TR ESG *scores* y variación de precios de Caixabank (2010-2017).....74

Tabla 16. TR ESG *scores* y variación de precios de Bankinter (2010-2017).....74

Tabla 17. TR ESG *scores* y variación de precios de Bankia (2010-2017).....74

Tabla 18. TR ESG *scores* y variación de precios de Endesa (2010-2017).....75

Tabla 19. TR ESG *scores* y variación de precios de Gas Natural (2010-2017).....75

Tabla 20. TR ESG *scores* y variación de precios de Enagás (2010-2017).....75

Tabla 21. TR ESG *scores* y variación de precios de Telefónica (2010-2017).....76

Tabla 22. TR ESG *scores* y variación de precios de Repsol (2010-2017).....76

GRÁFICOS

Gráfico 1. Rentabilidades anualizadas de ESG,E,S y G en EEUU, Europa y Japón.....	19
Gráfico 2. Crecimiento de las estrategias de inversión sostenible en Europa, 2013-2015.....	23
Gráfico 3. Frecuencia de uso de los métodos por los inversores en 2015.....	24
Gráfico 4. Industria de Diseño Textil, S.A. (ITX.MC).....	48
Gráfico 5. Banco Santander, S.A. (SAN.MC).....	48
Gráfico 6. Iberdrola, S.A. (IBE.MC).....	49
Gráfico 7. Mediaset España Comunicación, S.A. (TL5.MC).....	50
Gráfico 8. Indra Sistemas, S.A. (IDR.MC).....	50
Gráfico 9. Técnicas Reunidas, S.A. (TRE.MC).....	51
Gráfico 10. BBVA, S.A. (BBVA.MC).....	52
Gráfico 11. Caixabank, S.A. (CBK.MC).....	53
Gráfico 12. Bankinter, S.A. (BKT.MC).....	53
Gráfico 13. Bankia, S.A (BKIA.MC).....	54
Gráfico 14. Endesa, S.A. (ELE.MC).....	55
Gráfico 15. Naturgy Energy Group, S.A. (NTGYEUR.MC).....	55
Gráfico 16. Enagás, S.A (ENAG.MC).....	56
Gráfico 17. Telefónica, S.A. (TEF.MC).....	57
Gráfico 18. Repsol, S.A (REP.MC).....	58
Gráfica 19. Técnicas Reunidas, S.A (TRE.MC) con las tres puntuaciones E, S y G.....	58

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

I. INTRODUCCIÓN

1.1 Tema de investigación y contextualización del mismo

En los últimos treinta años del siglo XX, surgió lo que se llamaba “inversión ética”, que no es exactamente lo mismo que “inversión socialmente responsable” (*Socially Responsible Investment* o SRI (Sparkes, 2001)).

Los activos financieros sostenibles han experimentado un rápido crecimiento en la última década. Uno de los picos de crecimiento ha coincidido con la crisis financiera global, que evidenció la necesidad de una buena gestión. Unicredit estimó en 2010 que el análisis ESG podría afectar las valoraciones de las acciones en un rango de entre +22,8% y -13,6%. También predijo que las empresas irían incorporando cada vez más los criterios ESG: algunas mejorarían el valor de su acción y otras experimentarían presiones en los precios por el consiguiente cambio en el análisis de inversión, que incluye ahora más variables (Unicredit, 2010).

En 2011, Eccles et al. (2011) recalcaron el creciente interés del mercado en conocer las políticas y actuación de las empresas en términos medioambientales, sociales y de gobierno (ESG), y no se equivocaron al pensar que ese interés seguiría creciendo exponencialmente. Algunos autores atribuyen esta nueva exigencia del mercado a causas diversas, una de ellas es la globalización de las compañías, que ha hecho emerger la conciencia sobre el crecimiento sostenible. Otras causas que apuntan son la pérdida de confianza en los consejos de administración dados los últimos escándalos en la crisis desencadenada en 2008 y sus repercusiones económicas a nivel global (Dhaliwal et al., 2011; Eccles y Krzus, 2010).

En España el número de publicaciones sobre información no financiera de las empresas ha crecido un 6% en 2017 con respecto al 2018, llegando a suponer el 14% de las publicaciones a nivel global. La ya asentada práctica de elaborar informes sostenibles ha estado motivada sobre todo por la “demanda de información transparente, comparable y precisa por parte de los inversores y de la sociedad”. Aunque la regulación ha sido, en

parte, responsable del aumento de la transparencia (EY, 2018). Thomson Reuters ha reconocido esa creciente importancia de ofrecer información transparente, adecuada y comparable a la industria financiera sobre los factores ESG (Thomson Reuters, 2019).

1.2 Justificación del tema

La información no financiera es considerada hoy en día como una herramienta para “identificar riesgos a largo plazo” por más del 80% de inversores en España, de los cuales el 68% admiten tenerla en consideración a la hora de tomar sus decisiones (EY, 2017).

Sin embargo, la mayoría de los inversores solicita a las empresas que reporten “una mejor información relativa a sus riesgos ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo” (EY, 2017). En este sentido, este trabajo tratará el contexto actual sobre el *reporting* no financiero, dada esa demanda del inversor por una mejor calidad de la información.

Muchos profesionales ponen énfasis en la continuidad de la creciente tendencia a la inversión sostenible, de forma que animan a las corporaciones a presentar planes a largo plazo; en otras palabras, les recomiendan que consigan integrar en su modelo de negocio los criterios ESG. Esto se traducirá en mayores beneficios también económicos gracias a la inversión en innovación y el desarrollo de nuevas ventajas competitivas (EY, 2018).

1.3 Objetivos

A partir de las conclusiones de otros estudios ya realizados sobre el tema, este trabajo de investigación está orientado a validar algunas de sus hipótesis y se planteará el desarrollo de otras nuevas. Los objetivos serán los siguientes:

1. Validar la generalmente aceptada hipótesis sobre la mejora de rentabilidad en la renta variable cotizada con el uso de los criterios ESG en la toma de decisiones de inversión.

2. Estudiar la relación entre la variación porcentual anual en los precios de las acciones del IBEX 35 y las puntuaciones de Thomson Reuters (TR) en criterios ESG. Por un lado, descubrir cuál de los tres criterios es el que marca la tendencia alcista o bajista de los precios históricos. Por otro lado, determinar si el efecto es mayor o menor sobre las empresas con mayor capitalización (“*large caps*”) que sobre las de menor capitalización (“*small caps*”).

3. Comprobar la eficiencia del mercado continuo español con respecto a los criterios ESG, es decir, observar si los inversores están incluyendo los criterios ESG en sus análisis. Si así sucediera, debería reflejarse en los precios de las empresas cotizadas en el IBEX 35.

1.4 Metodología

Para conseguir los objetivos, este trabajo de campo ha empleado el enfoque de investigación inductiva y la metodología utilizada ha sido la cuantitativa aplicada. Primero, se han recogido los datos sobre precios y puntuaciones ESG (“TR ESG scores”) de 15 empresas del IBEX 35 en la base de datos Thomson Reuters. A continuación, se ha analizado la relación entre el cambio porcentual en los precios de 2010 a 2017 (a cierre de 31 de diciembre de cada año) y el cambio de puntuación en criterios ESG. A partir de los datos obtenidos se formularán finalmente las conclusiones en relación a los objetivos marcados.

1.5 Estructura

Este trabajo se organiza en cuatro partes. En la primera, se define la evolución, concepto y relevancia de las variables que engloban los criterios ESG, así como su relación con los tradicionales criterios financieros. Precisamente la relación entre los factores sostenibles y la rentabilidad financiera ha sido la más estudiada hasta el momento. En este sentido, se resalta el concepto de eficiencia de los mercados financieros, que será el marco teórico del análisis aplicado al IBEX 35.

La segunda parte del trabajo explicará el contexto de la publicación sobre información no financiera por parte de las empresas, centrándose en el mercado continuo español. En este capítulo también se expone la forma de cálculo empleada por la herramienta Thomson Reuters para puntuar la actuación corporativa en términos sostenibles.

En la parte siguiente, se aplican los criterios ESG a las empresas seleccionadas mediante la observación de las variaciones en los precios y en las calificaciones de la base de datos respecto a esos factores.

Por último, se exponen las principales conclusiones recogidas en el presente trabajo, acompañadas de una serie de recomendaciones de cara al futuro.

CAPÍTULO II

CRITERIOS ESG Y SU RELACIÓN CON LOS CRITERIOS FINANCIEROS

II. CRITERIOS ESG Y SU RELACIÓN CON LOS CRITERIOS NO FINANCIEROS

2.1 Criterios ESG: evolución del concepto

2.1.1 Análisis histórico

La inversión basada en valores no es un concepto nuevo. A mediados de los 60, surgió en Suecia el primer fondo SRI: “*Aktie Ansvar Myrberg*” (J.P. Morgan, 2016). Con posterioridad, se crearon otros fondos como el “*Friends Provident Stewardship*”, el primero de Reino Unido. El fenómeno de la inversión ética llegó también a Estados Unidos alrededor de los años 70, con “*Pax Fund*” como pionero (Sparkes, 2001).

A principios de los 90, aún no se había investigado con profundidad sobre inversión sostenible. De hecho, ni siquiera existía consenso en torno a la definición de inversión ética. En 1988, Button propuso una vaga definición sobre este tipo de inversión. Se limitaba a describirla como una desaprobación moral de los inversores hacia industrias como las armas, el tabaco o el alcohol. Más adelante, fue Cowton quien perfeccionó la definición incluyendo en la definición los términos “selección” y “gestión” de la cartera de inversión en base a criterios sociales y éticos. Para Cowton y Sparkes no era una campaña moral que limpiara el mercado de valores, sino que se trataba de una inversión que combinara los criterios éticos o medioambientales con los tradicionalmente considerados, es decir, con los financieros (Sparkes, 2001).

En la literatura estadounidense, distinguieron dentro de la “inversión social” dos clases: una era la SRI y la otra, la SDI. Ésta última es la “inversión social directa”, que se asocia con rendimientos por debajo del mercado, aceptados voluntariamente por el inversor porque tienen una repercusión social relevante (Sparkes, 2001). Ahora bien, SRI y ESG no son exactamente lo mismo. Por un lado, la “inversión social” SRI suele realizar más un análisis “*top-down*” a largo plazo y con exclusión de algunos criterios seleccionados para hacer una inversión responsable; mientras que la inversión ESG

incluye todos los criterios, pero los pondera en función del grado de atractivo para el inversor (J.P. Morgan, 2016).

Con el paso del tiempo, se empezó a vislumbrar una visión más comprometida del inversor, que ya no solo se limitaba a excluir los sectores más controvertidos a nivel moral. La inversión sostenible ya es más que una inversión ética, se ha convertido en un sistema de medida con el que capturar potenciales desigualdades. Históricamente, las desigualdades se han dado como resultado de una inadecuada asignación de los recursos económicos dentro de una economía. La distribución de los beneficios al medioambiente y a la sociedad han sido, hasta el momento, distribuidos de forma irregular y desigual. Por tanto, el objetivo de la inversión ESG es ayudar, tanto a los inversores como a las empresas, a minimizar los riesgos operacional y de reputación (J.P. Morgan, 2016).

2.2.2 Definición de los criterios ESG

ESG responde a las siglas en inglés de “*Environmental, Social and Governance*”, de manera que estos tres bloques temáticos encierran un gran número de variables a tener en cuenta. En este apartado se definen cada una de estas áreas y se mencionan algunos de esos criterios, además de tratar la relevancia de unos sobre otros en la valoración de los activos.

2.2. Factores ESG

2.2.1 Factores medioambientales: “Environmental” (E)

Este factor busca medir el impacto directo o indirecto de la actividad de la empresa en el medioambiente. Algunos factores son el nivel de emisiones de carbono, el desarrollo de energías renovables, el grado de eficiencia energética, un consumo responsable de agua (J.P. Morgan, 2016), el cambio climático y la polución; así como la divulgación, medición o informe de las corporaciones sobre todos ellos (CFA, 2008).

2.2.2 Factores sociales: “Social” (S)

Las variables que componen el factor social miden también ese impacto directo o indirecto que produce la actividad empresarial, pero centrándose en los recursos humanos en lugar de en los naturales, sobre los consumidores, los empleados, los grupos de interés, las comunidades locales y la sociedad en general (J.P. Morgan, 2016). Este factor social también tiene en cuenta dimensiones más globales, como el respeto a los derechos humanos y las normas internacionales de trabajo, la prohibición del trabajo infantil, o el riesgo político en mercados y países problemáticos, entre otros (CFA, 2008).

El estudio empírico de Borgers et al. (2015) sobre el impacto de los factores sociales en el comportamiento del inversor y en la rentabilidad intentó esclarecer la literatura anterior. Demostraron que los fondos de inversión, y no solo los individuos concretos, los tienen en consideración¹. El motivo principal para su consideración es la naturaleza de sus clientes, quienes valoraban esa dimensión social por encima de la rentabilidad financiera (Borgers et al., 2015).

De hecho, la mayoría de los fondos procuran tener un pequeño porcentaje de activos controvertidos (conocidos como “*sin stocks*”) con objeto de generar rendimientos más altos. No obstante, los gestores de fondos siguen esa estrategia por razones prácticas (como límites o restricciones de los índices) y no tanto sociales (Borgers et al., 2015).

2.2.3 Factores de gobierno corporativo: “Governance” (G)

Los criterios “*governance*” se refieren a la regulación, los procesos, las leyes y las instituciones con las que una empresa es gestionada. Esto incluye la relación entre los accionistas y los administradores o comité directivo (J.P. Morgan, 2016). Entre estos factores se puede mencionar: el equilibrio de poderes entre esos dos grupos, o la ética en los negocios en contra de las prácticas fraudulentas y anticompetitivas, así como las

¹ El estudio realizado fue un análisis estadístico de 6443 fondos de inversión estadounidenses observados anualmente desde diciembre de 2012 a enero de 2014. La muestra representaba el 89% de la capitalización bursátil contenida en la base de datos STATS (Borgers et al., 2015).

normas estatutarias sobre toma de decisiones (voto acumulativo o por mayoría) y las clases de acciones (ordinarias o privilegiadas), u otros derechos de los accionistas, como “*poison pills*” o derechos de adquisición preferente (CFA, 2008).

El rendimiento obtenido por los accionistas debería ser proporcional al riesgo en que incurren. Sin embargo, algunos autores creen que los “*stakeholders*” (empleados, proveedores y comunidades locales) comparten riesgos en el posible éxito o fracaso del negocio, por lo que también deberían ser compensados por el riesgo que asumen (Sparkes, 2001).

En este sentido, defienden que la buena gestión de una empresa debe producir beneficios incrementales para esos grupos de interés sin que su riesgo asumido suba a un nivel inaceptable. Si las decisiones de los administradores producen el efecto contrario, entonces se estará ante una situación de falta de responsabilidad social corporativa y una gestión deficiente (Sparkes, 2001).

Por otro lado, Sparkes apunta que la “responsabilidad limitada” de algunas empresas es un privilegio que puede desembocar en comportamientos que dañen la reputación corporativa y su política de responsabilidad social, a pesar de que con esas decisiones se haya beneficiado económicamente a todos los accionistas (Sparkes, 2001).

2.3 Relevancia de los diferentes criterios

La relevancia de los criterios ESG ha sido probada por numerosos estudios, pero ninguno parece haber determinado que se traten de “*key performance indicators*” (KIPs), es decir, que puedan llegar a ser los mejores indicadores de la rentabilidad financiera. En este sentido, al menos sí cumplen las características de un KIP para Eccles y Krzus al ser medidas cualitativas no financieras de los resultados, que se calculan a partir de factores operativos, como la calidad del producto o servicio y la rotación de empleados, en lugar de basarse en las normas contables (Eccles y Krzus, 2010).

Los factores medioambientales (E) parecen ser los que ofrecen una mejor relación riesgo – rentabilidad, en comparación con los factores sociales (S) y de gobierno (G). Sin embargo, existen diferencias entre las distintas regiones (J.P. Morgan, 2016), como se observa en la Tabla 1 y en el Gráfico 1. Las mayores rentabilidades (anualizadas) corresponden a los factores de gobierno corporativo en Europa (3,00%), siendo significativamente menores las asociadas a los factores *environmental* (0,90%). Por el contrario, en Estados Unidos y Japón son éstos últimos los factores que conllevan mayores retornos en exceso con respecto a los índices de mercado (4,60% y 4,10% respectivamente) y con mayores “sharpe ratios”² (Tabla 1).

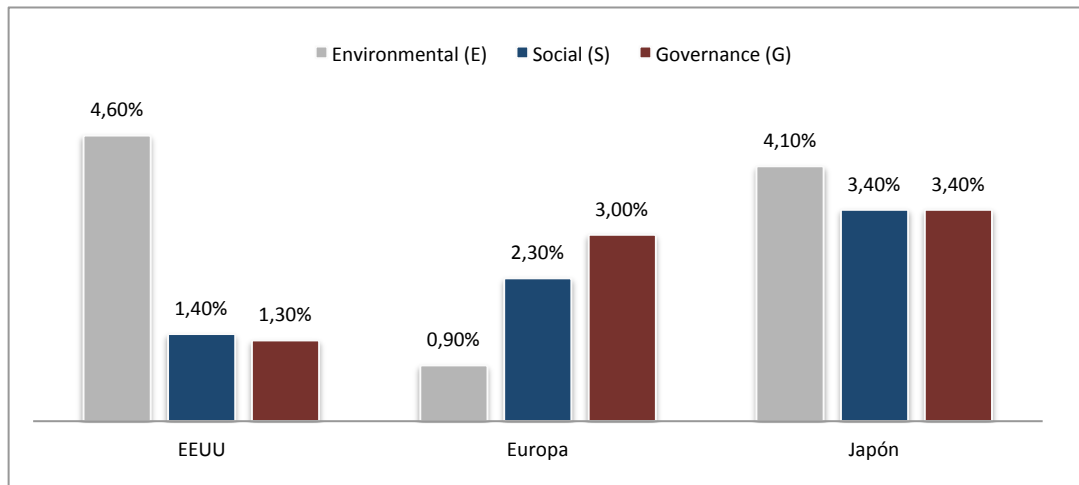
Tabla 1. Diferenciales de rentabilidad de ESG,E,S y G para EEUU, Europa y Japón

Diferencia de rentabilidad sobre los respectivos índices	Sharpe Ratios			Rentabilidades anualizadas		
	EEUU	Europa	Japón	EEUU	Europa	Japón
Puntuación ESG ajustada a la industria	0,49	0,95	0,75	2,50%	4,00%	3,70%
Puntuación "Environmental"	0,77	0,15	0,86	4,60%	0,90%	4,10%
Puntuación "Social"	0,25	0,42	0,7	1,40%	2,30%	3,40%
Puntuación "Governance"	0,19	0,59	0,67	1,30%	3,00%	3,40%

Fuente: J.P. Morgan (2016)

² Es la medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión (Sharpe, 1994: <https://web.stanford.edu/~wfs Sharpe/art/sr/sr.htm>)

Gráfico 1. Rentabilidades anualizadas de ESG,E,S y G en EEUU, Europa y Japón



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, en Europa son los factores sociales y de gobierno los que parecen estar asociados a rentabilidades mayores, aunque sigue siendo preferible combinar los criterios ESG en conjunto a analizar de forma independiente cada uno de sus elementos (J.P. Morgan,2016). En este sentido, para las posteriores observaciones del presente trabajo se analizará si los precios siguen la tendencia de todos los factores en conjunto o si por el contrario, es el factor social o el corporativo el que dirige las variaciones en los precios del IBEX 35.

2.4 Métodos de incorporación de los criterios ESG

De acuerdo con el CFA (2015) y Eurosif (J.P. Morgan, 2016), los métodos o estrategias utilizados por los inversores para incorporar los criterios ESG en su toma de decisiones son los siguientes:

2.4.1 Examen excluyente (“Exclusionary Screening”)

Consiste en descartar aquellas inversiones en corporaciones o en Estados en base a los valores morales tradicionales y normas estandarizadas. Se han estado excluyendo negocios tales como el alcohol, las apuestas, el tabaco (“*sin stocks*”) o el armamento

militar. Por otro lado, los inversores pueden excluir empresas cuyo comportamiento no sea compatible con las normas internacionales de derechos humanos y estándares laborales. El “*exclusionary screening*” es el método más antiguo (CFA, 2015).

J.P. Morgan quiso demostrar si el método de exclusión funcionaba realmente: si se podía evitar un mal rendimiento en una cartera ACWI³ a largo (o a corto) mediante la exclusión de acciones que harían tener una peor (o mejor) puntuación de acuerdo con el comportamiento ético, social y de gobierno (“*ESG performance*”) de las acciones que está manteniendo (o que vendió).

Los resultados no mejoraron la rentabilidad de esas carteras a largo ni a corto, de hecho empeoró ligeramente de un 3% a un 2,7% y de un -4,2% a un -4,8%, respectivamente (Tabla 2). No obstante, la estrategia “*long/short*” sí presentó rentabilidades marginalmente más altas que con la tradicional estrategia de “*P/E long/short*”, al ajustar esas exclusiones ESG con el filtro de las acciones mejor y peor valoradas (J.P. Morgan, 2016).

Tabla 2. Balance de rendimientos de la cartera ACWI
(teniendo en cuenta las acciones mejor y peor valoradas en *ESG performance*)

Exceso de rendimiento	Rendimientos	Volatilidad	Sharpe	Tasa de aciertos
Long (a largo)	3,0%	15,7%	0,19	53,0%
Long ajustado	2,7%	15,7%	0,17	50,4%
Short (a corto)	(4,2%)	17,0%	(0,25)	41,9%
Short ajustado	(4,8%)	16,4%	(0,30)	40,2%
Long/Short	6,6%	12,3%	0,54	65,8%
Long/Short ajustado	7,0%	12,1%	0,58	66,7%

Fuente: adaptado J.P. Morgan (2016)

³ ACWI es el acrónimo de “*All Country World Index*”. EL MSCI ACWI es un índice de capitalización bursátil ponderado que ofrece una medida sobre el rendimiento de los activos de capital a nivel global. (Investopedia, 2019: <https://www.investopedia.com/terms/m/msci-acwi.asp>)

2.4.2 Selección “best-in-class” (“Best-in- class selection”)

Se basa en la elección de empresas con una mejor actuación en criterios ESG en comparación con otras empresas en su mismo sector (CFA, 2015), por lo que es una forma de selección relativa.

2.4.3 Participación activa (“Active Ownership”)

El inversor ejercita sus derechos de voto para hacer que las empresas inviertan en ESG. No debe confundirse esta participación con el activismo, donde prima la agresividad antes que el diálogo. Además de votar en la asamblea general de accionistas, esta participación activa puede darse mediante una carta a la empresa, una queja a las autoridades administrativas, o mediante una reunión con los representantes (CFA, 2015).

2.4.4 Inversión temática (“Thematic Investing”)

Se siguen las modas en materia social o medioambiental, como puede ser la tecnología limpia y la agricultura, la educación, la salud o la inversión inmobiliaria sostenibles (CFA, 2015).

En 2015, esta estrategia creció en un 146%, principalmente en Francia (+881% entre 2013 y 2015) y en España (+264%), sobre todo en los sectores de las energías renovables y eficiencia energética (Eurosif, 2016).

2.4.5 Inversión de impacto (“Impact Investing”)

Se refiere a un tipo de inversión que busca medir los beneficios sociales y medioambientales junto a la rentabilidad financiera. Las rentabilidades están en un rango comprendido entre la rentabilidad por debajo del mercado y la tasa de mercado ajustada por el riesgo. Un claro ejemplo es la firma de inversión británica “Bridges

Ventures”, fundada en 2002, que invirtió en gimnasios de bajo coste respondiendo así a una demanda social (CFA, 2015).

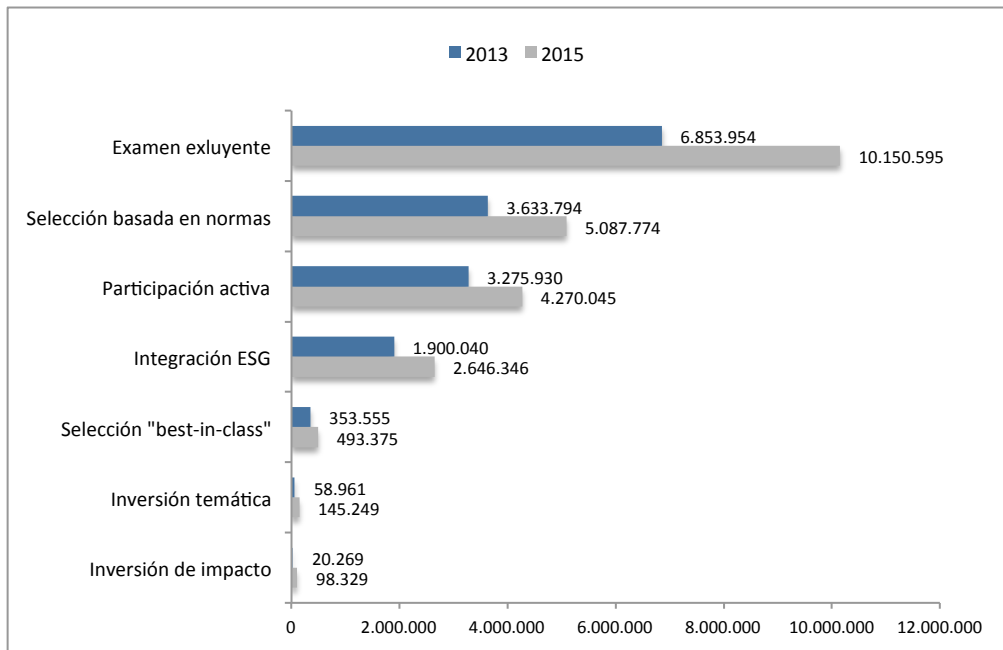
En 2015, la inversión de impacto fue la estrategia con crecimiento más rápido en Europa con una tasa de 385% (Eurosif, 2016). Concretamente, el sector de los “*Green bonds*” aumentó considerablemente en 2015, llegando a una emisión equivalente a 40 mil millones de dólares aproximadamente y con unas expectativas de crecimiento hasta los 100 mil millones, según las estimaciones de “*Climate Bond Initiative*” (Eurosif, 2016).

2.4.6 Integración ESG (“*ESG Integration*”)

En esta estrategia se incluyen directamente en el análisis los riesgos y oportunidades ESG, aumentando así el número de factores. Por ejemplo, la valoración de acciones en el sector de la minería por “*Citi Research*” mostró la relevancia, sobre todo, de indicadores sociales y medioambientales al incluir el ISO 14001⁴ y otros factores en materia de salud y seguridad, como la pérdida de tiempo de producción por la frecuencia de lesiones laborales (CFA, 2015). Con una mejor administración de los riesgos ESG, los analistas consiguieron ajustar la tasa de descuento de 10,7 % a 7,5%, lo que conllevó un aumento del valor intrínseco estimado en un 29%. Por último, se debe señalar que este es el método más utilizado por los inversores (CFA, 2015).

⁴ ISO 14001 (estándares que proporcionan herramientas prácticas para manejar responsabilidades medioambientales).

Gráfico 2. Crecimiento de las estrategias de inversión sostenible en Europa, 2013-2015
(en millones de euros)



Fuente: adaptado J.P. Morgan (2016)

Entre 2013 y 2015, las estrategias de exclusión representaban un 44% del total de activos profesionales (una cifra estimada de 23 billones de euros entre acciones, bonos, institucionales y comerciales). Por eso, J.P. Morgan considera que es la estrategia más corriente en comparación con el resto de métodos: un 20% en participación activa, un 12% integración ESG y tan solo un 3% entre “*best-in-class*”, inversión temática y de impacto (J.P. Morgan, 2016).

El Gráfico 2 recoge el crecimiento en millones de euros de cada uno de los métodos. Aunque el examen excluyente aparece en primera posición, es llamativa la tasa de crecimiento de la inversión de impacto y de la inversión temática en un 385% y un 146% (Tabla 3). El resto han crecido entre un 30 y un 48% entre 2013 y 2015, siendo el examen excluyente el tercero que más ha crecido por detrás de la inversión temática y la de impacto.

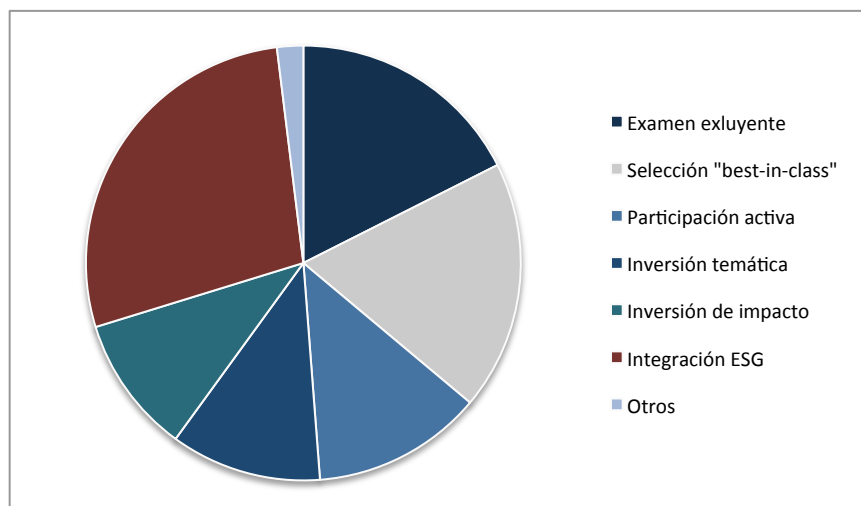
Pero la evolución en los siguientes años ha cambiado el panorama, mostrando una ralentización del examen excluyente hasta un 36% y un aumento en el uso del método de integración por los inversores; siendo este último el más utilizado en un 57% de los casos, junto a la selección “*best-in class*”, en un 38% (CFA, 2015: Gráfico 3).

Tabla 3. Crecimiento de las estrategias de inversión (2013-2015)

	2013 (mill. euros)	2015 (mill. euros)	Crecimiento
Inversión de impacto	20.269	98.329	385%
Inversión temática	58.961	145.249	146%
Selección " <i>best-in-class</i> "	353.555	493.375	40%
Integración ESG	1.900.040	2.646.346	39%
Participación activa	3.275.930	4.270.045	30%
Selección basada en normas	3.633.794	5.087.774	40%
Examen excluyente	6.853.954	10.150.595	48%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3. Frecuencia de uso de los métodos por los inversores en 2015



Fuente: Elaboración propia

2.5 La relación entre la rentabilidad financiera y los factores ESG

Antes de entrar a valorar la relación entre la rentabilidad financiera y los criterios ESG, es importante conocer el concepto de eficiencia en los mercados financieros, así como los factores que se emplean en el análisis de valoración.

2.5.1 Eficiencia de los mercados financieros

El concepto de eficiencia mide en qué grado la información afecta al precio de las acciones. Las condiciones que conllevan dicha eficiencia de los mercados son la racionalidad de los inversores, las desviaciones independientes de esa racionalidad y el arbitraje financiero (Shleifer, 2000). En este sentido, la prima que obtienen los inversores responde al “riesgo sistemático”. Bajo esta hipótesis, el “*size factor*”(S)⁵ (tamaño de la empresa) supone admitir una mayor rentabilidad al invertir en pequeñas empresas debido a su menor liquidez y transparencia, lo que haría “más probable que lleguen a una situación comprometida” (Muro, 2018).

Sin embargo los investigadores, principalmente la escuela de finanzas conductuales (“*behavioral finance*”, en inglés) dudan que estas tres condiciones se den en la realidad porque son los “sesgos conductuales o debilidades emocionales que tienen los inversores” los causantes de las rentabilidades superiores al mercado. Un ejemplo de *behavioral finance* es invertir en empresas porque tienen un “mejor comportamiento” o porque simplemente son “familiares” al inversor (Muro, 2018).

Los expertos han dividido la información en tres grupos diferentes según el efecto que producen: a) información histórica sobre los precios, b) información pública disponible y c) toda la información (Ross et al., 2011). Así, pueden darse los siguientes tipos de eficiencia:

⁵ Las acciones con un valor de mercado más bajo (*mid y small caps*) presentan rentabilidades más altas que aquellas con un una mayor capitalización (*large caps*).

a) *Eficiencia débil*. Es el menor grado de eficiencia que se espera que tengan los mercados porque los inversores pueden acceder fácilmente a la información sobre las tendencias históricas de los precios. En este tipo de mercado las decisiones que se toman únicamente se basan en esa información histórica (Ross et al., 2011).

Pero, generalmente los inversores también van a utilizar otra información, como los beneficios de las empresas que están cotizando o las noticias de prensa. De forma que, en esta clase de mercado más eficiente, las tendencias de los anteriores analistas técnicos van a eliminarse. Por tanto, siguiendo la hipótesis de la eficiencia de los mercados, se espera que los inversiones obtengan rentas normales y no extraordinariamente superiores a la rentabilidad del mercado porque toda la información que puedan utilizar está ya incluida en el precio de la acción.

b) *Eficiencia semifuerte*. Este tipo incluye a inversores en el mercado (aunque no necesariamente todos) más rigurosos en su análisis que además de fijarse en los precios, tienen en cuenta toda la información pública y accesible (Ross et al., 2011). Como esta información está abierta al público significa que cualquier inversor puede utilizarla, entonces los precios se ajustarán por la decisión que pueda tomar un inversor cualquiera en base a esa información. Por ejemplo, si en las cuentas anuales de una empresa cotizada hay un aumento de beneficios, en el momento de publicación se incrementará el precio de sus acciones inmediatamente.

Con este trabajo se quiere comprobar si la publicación sobre la mejora o empeoramiento en el *ESG performance* de las empresas del IBEX 35 está reflejada en los precios. Eso implicaría que los inversores están teniendo en cuenta esa información. En principio, el precio de las acciones de las empresas que mejoran en puntuación ESG debería subir, como en el ejemplo anterior sobre el incremento de los beneficios contables. Por el contrario, su precio bajaría al publicarse que ha empeorado la actuación de la empresa en términos ESG.

c) *Eficiencia fuerte*. En el mercado que siguiera una eficiencia fuerte el precio de las acciones reflejaría toda la información existente (estuviera o no publicada). Mientras

haya un inversor con información relevante, esa información estará representada en el precio, lo que niega la posibilidad de que los “*insiders*”, con información privilegiada a la que nadie más tiene acceso en el mercado, puedan tener rendimientos extraordinariamente superiores. No obstante, las investigaciones han demostrado que este tipo de eficiencia no se da en los mercados de renta variable cotizada (Ross et.al, 2011).

Merece la pena en este punto hacer referencia a los activos intangibles y a la publicación de información no financiera sobre estos activos, así como a su valoración por parte del mercado.

a) Activos intangibles

Los activos intangibles representan entre un 25-35% del valor contable del total de activos (Eccles y Krzus, 2010) y más de la mitad de la capitalización bursátil de las empresas cotizadas (Lev, 2003). Es necesario, por tanto, publicar información no financiera sobre esos activos dada su significativa aportación a la creación de valor. Sin embargo, en las cuentas anuales de las empresas no aparecen las diferencias que pueden ser atribuidas a los activos intangibles (Eccles y Krzus, 2010).

¿Pero valora el mercado realmente los intangibles? La respuesta del estudio de Edmans (2009) fue que no los valora principalmente porque no tiene información suficiente para ello (Edmans, 2009). Pero con el paso del tiempo los criterios ESG han sido cada vez más demandados por los inversores haciendo que las empresas publiquen más información sobre sus intangibles. Esto explicaría que los precios de las acciones variaran en función de criterios sociales, medioambientales o de gobierno.

En este sentido, es importante la capacidad de los mercados para incluir las consecuencias financieras de la política de responsabilidad social corporativa (RSC) de una empresa en el precio de sus acciones. En función de esa capacidad, la influencia de sus políticas será más o menos relevante para el inversor (Derwall et al., 2005). Si, por

ejemplo, el mercado no valora la política RSC, los inversores no verán una mayor rentabilidad vía precios porque éstos no la estarán reflejando.

Para reducir la asimetría de la información en los mercados es necesaria una adecuada política que regule las condiciones de su divulgación. Es aceptado por la comunidad científica que si eso se consigue aumentará la liquidez en el mercado de activos (Welker, 1995). Así se puede entender que la nula publicación de información sostenible puede dañar nuevas oportunidades de inversión (Maniora, 2017).

2.5.2 Del modelo CAPM al modelo multifactor

a) Los primeros modelos de valoración de activos

El modelo de valoración de activos de capital (“*Capital Assets Pricing Model*” o CAPM) de Litner (1965), Sharpe (1964) y Treynor, junto al posterior modelo de valoración por arbitraje (“*Arbitrage Pricing Theory*” o ATP) de Ross (1976) fueron los precursores de los modelos de factores de los años 90.

Fama y French introdujeron el conocido como “*3-factor model*” compuesto por la beta del mercado, el factor “*Size*” (S) y el factor “*Value*” (V). Cada uno de ellos representaba un riesgo: el del mercado, el de tamaño por la diferencia entre grandes y pequeñas empresas y el riesgo del ratio entre el valor contable y el valor de mercado (BV/MV) (Derwall et al., 2005).

Los estudios empíricos habían evidenciado las deficiencias del modelo univariable CAPM, que solo incorporaba el riesgo del mercado (*beta*). Fue Carhart (1997) quien finalmente introdujo un cuarto factor, el MOM (“*Momentum*”). Aunque en sustitución a ese factor, French y Fama han aportado un modelo de 5 factores, añadiendo rentabilidad (“*Profitability*” o P) e inversión (“*Investment*” o I) a su modelo anterior (Robeco, 2018).

La teoría sobre valoración de activos bajo la hipótesis de un mercado eficiente dice que la rentabilidad de la cartera será proporcional al riesgo asumido y que la diversificación

de dicha cartera ayuda a optimizar la rentabilidad buscada (Maniora, 2017). El problema que podrían tener los inversores que emplean criterios ESG es una limitación a esa diversificación tan necesaria, de forma que tendrían rendimientos por debajo de los óptimos. Sin embargo, los defensores de la inversión sostenible creen que, a largo plazo, puede ser exponencialmente rentable porque suponen que los datos sobre RSC reflejan la visión de los administradores sobre la rentabilidad de la empresa en el largo plazo (Derwall et al., 2005).

b) Modelo Multifactor

El modelo “*multifactor*” se ha construido sobre el concepto de diversificación. De hecho, se ha probado que este modelo mejora la diversificación y reduce el riesgo (Robeco, 2018). La combinación de factores (variables que afectan a la rentabilidad) puede ayudar a reducir los efectos de las tendencias bajistas y aumentar las posibilidades de obtener rentabilidades superiores al mercado. En los últimos años, esta estrategia ha crecido considerablemente pasando de 3.800 millones en activos a finales de 2009 a 70.000 millones en marzo de 2018 (Ang y Framsted, 2018).

Los orígenes del *multifactor investing* fueron las anomalías detectadas en el CAPM por los estudios empíricos, como el efecto de las pequeñas empresas (“*size factor*”). Son muchos los factores que actualmente se pueden tener en cuenta en los modelos cuantitativos después de numerosos estudios que han probado sus efectos. No obstante, incluir demasiados factores en el análisis puede no resultar útil. Como sugiere el profesor Schaefer, deberían estudiarse las relaciones que existen entre todos esos factores (por ejemplo el factor “*Momentum*” y el factor “*Value*” se correlacionan negativamente). Otra recomendación de este profesor de finanzas en “*London Business School*” a la comunidad científica es encontrar una “teoría convincente” que explique el por qué de las primas de los distintos factores o siempre se temerá que no puedan ser permanentes y puedan desaparecer (Robeco, 2018).

Otro método muy de moda entre los inversores es el “*Smart beta*”, que replica el comportamiento de los índices ponderando los factores que mejoran la rentabilidad-

riesgo. Ha crecido su utilización por el aumento de la volatilidad en los mercados, dado que suele incluir siempre “mínima o baja volatilidad” como factor (Cinco Días, 2016). Es una combinación de gestión activa y pasiva una vez se ha establecido (Abante Asesores, 2018). Aunque también tiene riesgo porque los mercados eficientes acabarán eliminando cualquier rentabilidad por encima de la rentabilidad normal y que se presente repetidamente (Sefbank,2017).

El hecho de incluir los criterios ESG como factores (método de integración) ampliaría el espectro del *factor investing* al añadir un gran número de variables agrupadas en los tres bloques E, S y G. Por eso, será cada vez más necesario condensar toda esa información para hacerla manejable; una tarea que ya han empezado a realizar grandes instituciones y plataformas de inversión, como se verá más adelante. Con la investigación llevada a cabo en el presente trabajo se intentará verificar si los inversores del IBEX 35 realmente están incluyendo en su análisis esos factores y, por tanto, se ve reflejado en el precio de las acciones de las empresas de la muestra.

2.5.3 Criterios financieros y no financieros

No se trata de excluir los criterios financieros, sino de incluir en el análisis los criterios ESG para hacer un “estudio más completo” (CFA, 2017). En efecto, J.P. Morgan comprobó la correlación que existe entre los “*ESG scores*” (puntuaciones ESG) y los factores financieros “*quant*” tradicionales. A partir de unos análisis de regresión univariable y multivariable vieron que ESG podía explicarse en parte, por el factor “*Quality*” (ROE) y el factor “*Value*” (P/E), además del factor “*Size*” en cierta medida (J.P. Morgan, 2016).

Entre los factores financieros que el inversor puede tener en cuenta se pueden mencionar la rentabilidad recibida en relación al precio de la acción en el mercado (P/E o “*Price-to-earnings*”), la rentabilidad sobre los fondos propios de la empresa (ROE o “*Return on Equity*”), la relación entre el valor de mercado y el valor en libros (P/B o “*Price-to-Book*”), o la rentabilidad por acción (EPS o “*Earnings per share*”), entre

otros. Para el presente trabajo solo se tendrán en cuenta únicamente los factores ESG para ver sus efectos sobre los precios de forma independiente. Se hará una selección de los criterios sobre los que es más fácil encontrar información publicada, de forma que el inversor podría acceder a ella y será más probablemente reflejada en el mercado.

En este sentido, se ha investigado si los “ESG scores” se podían usar como un “*alpha factor*”⁶ para la construcción de la cartera, al igual que el P/E, P/B o el ROE. Efectivamente los factores E, S y G superaron las rentabilidades del índice global en los mercados emergentes (“*Global Emerging Markets*” o GEM), pero no en gran medida sobre los modelos cuantitativos tradicionales de J.P. Morgan. De hecho, en los mercados desarrollados (“*Global Developed Markets*” o GDM) presentan rentabilidades similares, o incluso no superan a esos modelos en algunos casos. Es decir, que efectivamente pueden y deben usarse en el análisis pero conjuntamente con los factores financieros para mejorar en mayor grado el rendimiento de la cartera (J.P. Morgan, 2016).

Añadiéndolos a los modelos cuantitativos antes mencionados creando un modelo de dos factores (con ESG (IAS) y un “*fundamental factor*”), J.P. Morgan ha obtenido conclusiones a favor de los criterios ESG. En general, esos factores reducen la volatilidad, aumentan los ratios “*sharpe*” y tienen descensos menos bruscos que los factores “*quant*” (J.P. Morgan, 2016) fundamentales (V,G,Q,M).

Por último, se estudiará la metodología de las actuales bases de datos para puntuar a las empresas en términos ESG, concretamente la de “*Thomson Reuters*”. Ofrece una de las más completas plataformas sobre información sostenible de alrededor de 7.000 compañías internacionales cotizadas con más de 400 criterios ESG (Thomson Reuters, 2019). Se analizará más adelante la interpretación y forma de cálculo de sus puntuaciones.

⁶ “Alpha” o índice de Jensen es una medida del rendimiento anormal de una cartera de valores sobre el rendimiento teórico esperado en el mercado. Si el valor de “*alpha*” es positivo, supone una rentabilidad mayor al mercado respecto al riesgo tomado y si es negativo, lo contrario. (Enciclopedia financiera, 2010: <https://www.encyclopediainanciera.com/gestioncarteras/indice-de-jensen.htm>).

2.5.4 Efectos de los criterios ESG sobre la rentabilidad financiera

La principal área de estudios en relación con la inversión sostenible ha sido determinar los efectos sobre los resultados financieros (CFA, 2015). Son varios los métodos o modelos que han sido utilizados para determinar los impactos de los criterios ESG sobre la rentabilidad financiera (Derwall et al., 2005). Los estudios pueden clasificarse en las siguientes categorías:

1. *Comparación entre carteras de inversión*. Contrastan las diferencias de rendimientos, en un horizonte de inversión, entre diferentes carteras (generalmente) mutuamente excluyentes y construidas en base a indicadores de RSC (Derwall et al., 2005).

El tamaño óptimo de una cartera de inversión ESG difiere en las distintas regiones. Por ejemplo, en Europa la cartera de 50 valores es la que obtiene mejor ratio de rentabilidad-riesgo, mientras que en Japón el tamaño óptimo está entre 50 y 100. En lo que respecta a Estados Unidos no está tan claro por qué una cartera formada por 30 valores y una de 100 tiene el mismo “*sharpe ratio*” (J.P. Morgan, 2016).

2. *“Event studies”*. Estudian los efectos que produce un acontecimiento concreto sobre el precio de la acción (Derwall et al., 2005). El presente trabajo ha empleado este método de estudio para alcanzar sus objetivos de investigación. El acontecimiento analizado es la publicación de las ESG *scores* por Thomson Reuters anualmente.

3. *Modelos de regresión multivariable*. Examinan si existe una relación duradera entre la RSC y el precio de la acción a través de la construcción de modelos estadísticos con más de una variable (Derwall et al., 2005). La mayoría de ellos han demostrado que la relación entre la evaluación ESG de las empresas y sus rendimientos financieros futuros es positiva, es decir, cuanto más alta es la puntuación mayor es el rendimiento (Maniora, 2017).

Otras investigaciones posteriores han comprobado que efectivamente la gestión y evaluación en base a criterios ESG puede afectar a la rentabilidad financiera a través de las ventas, los costes, la eficiencia operativa, la financiación y el riesgo legal.

- Las ventas pueden incrementarse gracias a la buena reputación por su actuación sostenible (Bebbington et al., 2008).
- La fidelidad y motivación de los empleados puede aumentar con una buena gestión corporativa, lo que también atrae talento. Este refuerzo se traduce en más altas tasas de productividad y eficiencia (Roberts y Dowling, 2002).
- Inversores con una visión a largo plazo e interesados en la sostenibilidad querrán financiar a las empresas con mejores puntuaciones en criterios ESG (Serafeim, 2014). Esto permite acceder a más fuentes de financiación o emitir capital a un coste más bajo (Cheng et al., 2014).

Por último, hay que reseñar el concepto de eco-eficiencia en relación con la inversión sostenible y sus efectos sobre la rentabilidad financiera.

a) Eco-eficiencia

Para determinar los efectos de los criterios ESG sobre la rentabilidad financiera cabe introducir el concepto de eco-eficiencia, que es el valor económico creado por una empresa en relación con el gasto correlacionado para generar dicho valor. El estudio de Derwall et al. (2005), como muchos otros, afirma que invertir de forma sostenible (SRI) incrementa sustancialmente el rendimiento generando un “*premium*”. Por tanto, sería recomendable incluir la dimensión ética al proceso de selección de valores de inversión.

La base de datos utilizada por Derwall et al. (2005) para obtener la puntuación en eco-eficiencia de las empresas se denomina “*Innovest Strategic Value Advisors*”. Lo novedoso con respecto a estudios anteriores es la relatividad de esas puntuaciones “*Innovest*”. Algunas empresas de las industrias tradicionalmente excluidas (como la

minería o la energía nuclear) podían llegar a estar relativamente bien posicionadas con respecto a sus “peers” (competidores). Además, se comprobó que el “premium” de eco-eficiencia no se debía a la estrategia de inversión ni a las diferencias entre industrias.

Aunque la mayoría de académicos atribuían las anomalías del mercado a las variadas formas de riesgo (como Fama y French), el “premium” de eco-eficiencia es difícil de explicar dentro de la relación rentabilidad-riesgo. Podría decirse que es el resultado de la incapacidad del mercado para incluir en el precio a esa eco-eficiencia⁷ (Derwall et al., 2005).

b) Otros estudios

Hay una gran parte de estudios que han demostrado que existe una correlación positiva entre el compromiso empresarial con la responsabilidad social y un coste de capital menor (Stewart, 2015)⁸. Esas empresas que registran mejoras en su compromiso por la sostenibilidad y publican esos datos muestran una reducción en el coste de capital y una subida en el valor de mercado (Dhaliwal et al., 2011).

De acuerdo con todo lo anterior, no se puede creer que el uso de recursos financieros para mejorar la actuación social y medioambiental perjudica la rentabilidad del accionista. Por el contrario, la ventaja competitiva creada por un uso más eficiente de los recursos hace que el coste social y medioambiental sea menor (Derwall et al., 2005).

⁷ Es en los sectores donde los beneficios de la eco-eficiencia son menos obvios donde la información sobre ella es incluida en el precio de forma inapropiada o no incluida por los inversores. Por eso, en sectores especialmente sensibles a la información sostenible el “premium” de eco-eficiencia ha resultado ser menor (Derwall et al., 2005, p.58)

⁸ Esta relación también la comprobó Deutsche Bank en su estudio de 2012: DB Climate Change Advisors, “Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance”.

CAPÍTULO III

PUBLICACIÓN DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA

III. PUBLICACIÓN DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA

Las regulaciones internacionales⁹ no han querido imponer la obligación de invertir de forma sostenible a los inversores, sino que han buscado garantizar una publicación de información no financiera veraz y transparente por parte de las empresas (Sparkes, 2001).

Esta regulación, acompañada de la creciente demanda de información en relación a los criterios ESG por los inversores y la necesidad de establecer parámetros estandarizados han propiciado la proliferación de entidades e instituciones que procesan estos datos (Stewart, 2015). El objetivo es ofrecer al inversor una visión más completa a la hora de tomar sus decisiones.

3.1 Organizaciones, fondos de inversión e instituciones. Marco normativo internacional

Son varias las organizaciones que han proliferado información sostenible en los últimos años a nivel internacional. Se pueden nombrar SASB (“*Sustainability Accounting Standards Board*”), CDP (“*Carbon Disclosure Project*”), CERES o Eurosif (“*European Social Investment Forum*”), entre otras (Stewart, 2015).

- SASB: Desde sus inicios en 2010 esta institución ha desarrollado normas de contabilidad sostenible para más de 80 industrias en los diez sectores más importantes. Se ha centrado en mejorar la utilidad y comparabilidad de los datos ESG para los inversores (Stewart, 2015).
- CDP: Es una organización sin ánimo de lucro con el objetivo de facilitar una información de calidad en la lucha contra el cambio climático, como los riesgos operativos en las empresas y las oportunidades de inversión.

⁹ Debido al “*1995 Pensions Act*”, en julio del 2000, los fondos de pensiones de Reino Unido tuvieron que incluir, de forma obligatoria una declaración de principios de inversión sostenibles (“*Statement of Investment Principles*” o SIP) (Sparkes, 2001). Desde 2010 todas las compañías cotizadas en la bolsa de Johannesburgo (Sudáfrica) están obligadas a publicar un informe integral o explicar por qué no lo hacen (Maniora, 2017).

- Ceres: Es una red nacional de inversores, organizaciones sostenibles y otros grupos públicos de interés que buscan una solución para conseguir un futuro sostenible (CFA, 2008).
- Eurosif: Es una asociación europea puntera en la promoción y el avance de la inversión en sostenibilidad. Este “lobby” de regulación europea ha hecho que la demanda por SRI se haya incrementado en los mercados de valores europeos (Eurosif, 2019), como es el caso del IBEX 35.

Entre los marcos internacionalmente reconocidos que más utilizan las empresas del IBEX 35 (EY, 2018) para publicar sus informes, se tienen en cuenta los siguientes estándares:

- a) *GRI*: Fue lanzada por Ceres en el año 2000 y se ha convertido en el estándar internacional usado por las empresas para informar sobre su actuación en términos ESG (CFA, 2008). Los informes elaborados conforme los estándares GRI “ofrecen una imagen completa y equilibrada”, incluyendo información comparable y clara (EY, 2018).
- b) *Pacto Mundial de Naciones Unidas*: Es una iniciativa formada por principios en torno a los derechos humanos, protección medioambiental, lucha contra la corrupción o las condiciones de trabajo, entre otros. El objetivo del Pacto es afianzar la responsabilidad social corporativa a nivel global (EY, 2018).
- c) *Objetivos de Desarrollo Sostenible (OSD) de Naciones Unidas*: Estos objetivos son más recientes, ya que su implementación se inició en 2016. Las empresas deberían integrar los 17 OSD gradualmente, centrándose en los ámbitos con más relevancia sobre su tipo de negocio (EY, 2018).
- d) *“Integrated Reporting Framework”* o IR: Es un “Marco de Reporte Integrado” para que las organizaciones publiquen conjuntamente sobre la información financiera y la no financiera. El inversor puede acceder al valor creado en cada una de las áreas ESG gracias a informes que sigan ese marco integrado (EY, 2018).

3.2 Regulación nacional sobre el *reporting* de información no financiera

En este apartado se resumirá la principal regulación a nivel europeo y, más concretamente, las últimas novedades de la regulación española. Fue la “Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera y diversidad” la precursora sobre esta materia a nivel europeo. Mediante el “Real Decreto-Ley 18/2017, sobre información no financiera y diversidad, de 24 de noviembre”, España procedió a la transposición de la directiva europea sin introducir casi modificaciones, a diferencia de otros países que la transpusieron añadiendo mayores niveles de exigencia (EY, 2018).

Con anterioridad al decreto de 2017, si bien la mayoría de las corporaciones del IBEX 35 no profundizaban lo suficiente en los criterios no financieros, ya habían empezado a reportar información sobre esos criterios sin necesidad de la presión regulatoria. En el proceso de adaptación a la nueva regulación son las pertenecientes al “sector petrolero y de la energía las más avanzadas en materia de reporte no financiero”; mientras que los sectores industriales y de consumo se encuentran por debajo de esos estándares (EY, 2018).

Con el presente trabajo se comprobará si efectivamente las empresas con mejor actuación en sostenibilidad experimentan variaciones positivas en sus precios o, por el contrario, empeoraran dicha actuación. Sería lógico pensar que las entidades que ofrecen más información, de mejor calidad y correctamente verificada fueran más sensibles a esos cambios en los precios, ya que los inversores se fiarían más de esa información.

La reciente “Ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad” ha marcado un nuevo contexto más exigente. No obstante, en el presente estudio no podré analizar los efectos de esta última ley dado que el marco temporal utilizado en la investigación comprende hasta 2017 debido a la limitación en la información ofrecida por la base de datos.

Con respecto al contenido de las publicaciones, las empresas deben describir el modelo de negocio en cuestión para comprender el contexto en el que opera, así como su organización, mercados objetivos, estrategias y factores que influyan en su evolución. En el mismo sentido, las indicaciones sobre los factores ESG deben acompañarse de sus riesgos a corto, medio y largo plazo, las políticas implementadas para reducir esos riesgos y los resultados de las mismas (EY, 2018).

Es destacable la expresa mención a la “lucha contra la corrupción, el soborno y el blanqueo de capitales” (artículo primero Ley 11/2018), demostrando la relevancia que se da al buen gobierno corporativo. De hecho, en 2017 el 77% de las empresas del IBEX 35 reportaban sobre las políticas contra la corrupción (EY, 2018). En este sentido, el “Código de Buen Gobierno del la CNMV (2015)” obliga a las sociedades cotizadas a cumplir con unos mínimos para poder “generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores” (Gobierno de España, 2019), unos principios que ya venía exigiendo Europa desde el 2001 con el Informe Winter.

En relación con las sociedades anónimas cotizadas objeto de estudio (IBEX 35), hay que tener en cuenta la información adicional que la ley les exige publicar sobre su política de gestión. Como ejemplo, se pueden mencionar las medidas para conseguir una igualdad de trato entre hombres y mujeres (modificaciones a los artículos 49 del Código de Comercio y 529 bis de la Ley de Sociedades de Capital), puesto que éstas últimas están menos presentes entre los miembros de los órganos de gobierno. También hay que especificar si se ha informado a los accionistas sobre esa “política de diversidad”, de forma que si no se facilita la empresa tendrá que “ofrecer una explicación clara y motivada” (artículo segundo, apartado diez de la Ley 11/2018).

Como mayor efectividad tendría la divulgación de esta información no financiera sería si estuviera completamente verificada por un tercero independiente. Al inversor no le cabría duda de su autenticidad y sería más probable que la incluyera en su análisis (EY, 2018). Como novedad en esta tarea de verificación, la plataforma Bloomberg ofrece una puntuación de 1 a 100 sobre la transparencia (“ESG *Disclosure Score*”) en función de

la información no financiera que haya sido efectivamente verificada (Bloomberg, 2019), que excede del análisis realizado en este trabajo.

Se ha podido demostrar que las empresas europeas que publican información sistemáticamente, con mayor transparencia y siguiendo estrategias sostenibles mejor valoradas presentan menor volatilidad en los precios de sus acciones. Pero esos efectos positivos gracias al aumento de transparencia desaparecen a partir de 2010 (Bermejo et al., 2018). En la actualidad, menos de la mitad de las sociedades españolas cotizadas (en torno al 40%) “verifican por un tercero independiente esa información siguiendo estándares internacionales de aseguramiento”¹⁰ (EY, 2018).

Aplicando la misma lógica, si las empresas que publican información están mejor valoradas por el inversor, aquellas que además verifiquen la información tendrán un doble efecto positivo sobre sus precios. En efecto, el estudio de Ernst & Young (2018) demostró ese “vínculo entre la calidad, utilidad y coherencia de los datos aportados” y su verificación por terceros (EY, 2018).

3.3 *Integrated Reporting* (IR) y transparencia

Hasta 2003 no había consenso en torno a la definición de “*integrated reporting*” (IR), pero en diciembre de ese mismo año el IIRC (“*International Integrated Reporting Council*”) lanzó el primer marco internacional. Desde entonces, se entiende por IR al proceso de pensamiento integral mediante el cual las empresas publican informes sobre la creación de valor (Maniora, 2017).

Los investigadores han destacado la importancia de publicar no solo sobre los resultados financieros en las cuentas anuales sino también sobre información no financiera (Eccles et al., 2011), la cual puede dividirse en tres categorías (Maniora, 2017): a) activos intangibles, b) “*key performance indicators*” (KIPs), y c) ESG.

¹⁰ Entres los estándares de verificación se pueden mencionar: “Norma *ISAE 3000, Assurance Engagements Other Than Audits or Reviews of Historical Financial Information* y la Guía de actuación sobre trabajos de revisión de Informes de Responsabilidad Corporativa emitida por el Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España (EY, 2018).

Aunque los informes sobre ESG ofrecen datos relevantes para los inversores y el resto de “*stakeholders*”, varios estudios han demostrado que presentarlos de forma aislada tiene grandes deficiencias en comparación con informes integrales o IR (Eccles y Krzus, 2010). A menudo la información no está actualizada y transcurre demasiado tiempo entre el informe sostenible y las cuentas anuales¹¹ (Maniora, 2017).

No obstante, los resultados no pudieron considerar al IR como el mejor mecanismo de publicación porque para las empresas que hacían un informe sostenible independiente a sus cuentas anuales tenía consecuencias negativas cambiar al formato integrado. Por tanto, aún hay un largo recorrido por investigar en torno a los efectos del IR a largo plazo (Maniora, 2017).

En 2015 la forma más utilizada por las corporaciones era la publicación independiente de su actuación en términos de sostenibilidad (Maniora, 2017). Si bien la Ley 11/2018 permite a las sociedades publicar tanto un informe separado como integrado, “se observa mayor madurez en la información que reportan las empresas del IBEX 35 en informes separados”. Por esa razón los consultores sugieren que todas las empresas se planteen una “visión global e integrada” del *reporting* (EY, 2018).

3.4 ESG scores de Thomson Reuters

La herramienta utilizada en esta investigación ha sido la base datos Thomson Reuters (TR), que graba datos desde 2002. Se está actualizando continuamente con el *reporting* de las empresas, con los nuevos datos publicados sobre productos, ante cambios significativos en las formas de publicación sobre ESG o por la repercusión de determinadas controversias (Thomson Reuters, 2019).

Se pueden diferenciar dos clases principales de calificaciones o “*scores*”. La puntuación “TR ESG” utiliza la información de dominio público sobre la actuación en términos E,

¹¹ En el análisis estadístico de Maniora las compañías estudiadas publicaban sus informes ESG con 148 días de diferencia, de media, desde que finalizaba el ejercicio fiscal. Por el contrario, los informes IR eran publicados 18 días antes del último día del ejercicio.

S, y G para evaluar estos tres pilares. Por otro lado, la “TR ESG *Combined score* (ESGC)” añade los efectos de los escándalos que ponen en duda la sostenibilidad y reputación corporativas (Thomson Reuters, 2019).

En la posterior aplicación a las empresas del IBEX 35 se tendrá en cuenta la puntuación “combinada” (ESGC), ya que los datos objetivos no son los únicos que influyen en el precio de las acciones. Es importante tener en cuenta la imagen que los inversores tienen de la empresa porque siempre existirá un cierto sesgo emocional en el mercado; no todos los accionistas reaccionarán igual ante nuevas informaciones.

Entre los índices en los que se fija TR están “TRBC *Industry Group*” y “*Country of Headquarters*”. El primero para calcular las notas de los grupos E y S dado que son similares dentro de una misma industria, y el segundo para el grupo G porque las prácticas de gobierno corporativo suelen ser más consistentes dentro de un mismo país.

Para interpretar mejor los datos (normalmente agrupados en diez categorías)¹² se emplea el método del rango percentil¹³. Son tres los factores que intervienen en el cálculo del rango percentil: el número de compañías que son peores, el número de compañías con el mismo valor y el número de compañías que tienen algún valor (Thomson Reuters, 2019). Por ejemplo, si una empresa tiene rango percentil de 70, el 70% de sus competidores tendrán una puntuación igual o menor que ella.

Las “TR ESG *scores*” son una mejora de “*ASSET 4 Equal Weighted Ratings (EWR)*”, dado que hacen mínimos los sesgos del tamaño y transparencia de las compañías. Las cuatro novedades principales han sido: incluir la influencia de las polémicas sobre ESG, ajustar los índices a las industrias y zonas geográficas para facilitar un análisis comparativo, ponderar los datos por categorías según su accesibilidad, y el método de percentiles (Thomson Reuters, 2019).

¹² Las diez categorías que emplea TR son E: uso de recursos, emisiones, innovación (E); empleados, derechos humanos, comunidad local, responsabilidad contractual por daños. (S); gestión, accionistas, responsabilidad social corporativa (G). Cada categoría engloba un número de indicadores usados en los índices que TR utiliza como referencia (Thomson Reuters, 2019).

¹³ El rango percentil de una puntuación será el porcentaje de notas en su distribución de frecuencia que son iguales o menores que dicha puntuación.

CAPÍTULO IV

APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG AL IBEX 35

IV. APLICACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG AL IBEX 35

El estudio de Griffin y Sun (2013) concluyó que la publicación de las empresas sobre sus emisiones de gases de efecto invernadero generó beneficios a los accionistas. Además, Cheng et al. (2014) comprobaron que las empresas comprometidas con la sostenibilidad, con un desempeño superior al resto, tenían los capitales menos limitados gracias a la transparencia y compromiso de los grupos inversores.

En base a estos estudios y otros mencionados con anterioridad respecto a la correlación positiva entre criterios ESG y los beneficios de los inversores, la presente propuesta de investigación es comprobar esa supuesta correlación a partir del cambio porcentual anual en los precios de las acciones y la puntuación ESG asociada a cada compañía a final de año. Así también se podrá determinar la actual eficiencia del mercado con respecto a la información no financiera.

Las fluctuaciones en el precio no son inconsistentes con la eficiencia de los mercados: la acción en un mercado eficiente se ajustará a la nueva información cambiando su precio. En este sentido, uno de los objetivos del presente estudio es comprobar si esa información sobre sostenibilidad publicada por las empresas cotizadas en el IBEX 35 se ve reflejada en los respectivos precios de sus acciones.

Cabe decir que el 71% de las sociedades del IBEX 35 informan “sobre el proceso de identificación de los asuntos clave para la compañía y sus grupos de interés”, aunque solamente un 28% explica de forma clara sobre “sus actividades de negocio, los recursos para llevarlas a cabo y los efectos que generan” (EY, 2018). También es pequeño el porcentaje de entidades que añade los “riesgos no financieros”, tan solo un 20% . Y realmente las compañías mejor valoradas en el IBEX 35 son las que hacen una descripción más completa y clara ofreciendo información actualizada y fiable (EY, 2018).

Como los factores medioambientales “son los mejor reportados” por las empresas del IBEX 35 y la información sobre criterios sociales es de menor calidad (EY, 2018), la

investigación se centrará principalmente en los criterios *governance* porque son los que más preocupan a los inversores europeos. Aunque los factores sociales también son relevantes para el accionista europeo, las empresas españolas están ofreciendo menos información, de forma que será menos probable que esté reflejado en los precios.

4.1 Planteamiento de la investigación

El primer criterio de observación ha sido la capitalización bursátil de las corporaciones cotizadas en el IBEX 35 a fecha 31 de diciembre 2017, a partir del cual se han seleccionado las tres con mayor capitalización (*large caps*) y las tres con menor (*small caps*) para proceder a un primer análisis comparativo entre ambos grupos (Anexo I: Tablas 4 y 6).

La razón para seleccionar tres de cada categoría ha sido la falta de información sobre ESG en la base de datos Thomson Reuters acerca de otras *small caps*, concretamente sobre Ence Energía y Celulosa, S.A. y Meliá Hotels International, S.A. (Anexo I: Tabla 5). Otra de las razones es el posterior análisis de distintas industrias, donde se incluyen a las empresas más representativas (con mayor capitalización bursátil) del IBEX 35. Sin embargo, habrá algunas que no tendrán un competidor directo (*peer*).

El marco temporal seleccionado es de 8 años, desde el 2010 hasta el 2017. Por un lado, la base de datos no ofrece aún las puntuaciones ESG del 2018 y, a pesar de que se presume que hay datos sobre información sostenible desde 2002, solo se puede acceder a las puntuaciones desde el 2008. Por otro lado, la propia base de datos corrige los gráficos de precios, proporcionando sólo los datos desde marzo-abril de 2009. Como los precios se están observando en su variación porcentual anual, la primera etapa corresponde a la variación del 2009 al 2010.

A pesar de las anteriores limitaciones, ese intervalo temporal permitirá analizar los efectos de la recuperación de la crisis financiera del 2008, además del cambio normativo con la transposición española de la directiva europea en 2017. Si bien los

efectos de la nueva ley del 2018 no podrán observarse, probablemente habría más correlación entre las puntuaciones y los precios porque la nueva ley exige mayor transparencia y mejor verificación de los datos.

Con respecto a las puntuaciones (*scores*) se ha observado la evolución de la puntuación integrada (ESG *combined score*) porque, a diferencia de la ESG score no integrada, la primera ajusta la nota en función de las polémicas (ESG *controversies*) en las que una empresa concreta se ha visto involucrada. Los últimos escándalos internacionales (Deutsche Bank, Enron o Worldcom, entre otros) han reducido considerablemente la confianza del inversor en la buena gestión de las empresas. Por eso, ahora basan más su proceso de inversión en el comportamiento e impacto corporativo, es decir, en el buen gobierno (J.P. Morgan, 2016). En lo que concierne a España, Bankia estaría entre los casos más polémicos, puesto que sus gerentes han sido condenados por un delito penal económico recientemente¹⁴.

Probablemente las grandes caídas en la nota de *governance* (G) conllevarán bajadas en los precios. Sin embargo, los inversores puede que no confíen tanto en una buena nota de gobierno, bien porque piensen que la información no está verificada o bien por el propio carácter humano (*behavioral finance*). A veces, se producen reacciones exageradas que provoca que los precios suban o bajen más de lo que correspondería de forma racional, o respuestas tardías, ya que no siempre todos los inversores actúan a la vez ante la nueva información publicada (Ross et al., 2011: p.432).

Las *scores* de Thomson Reuters se componen de las diez categorías de variables indicadas previamente. El rango de calificaciones es de A+ a D-, cuya equivalencia numérica está indicada en la Tabla 7 del Anexo II. Es importante resaltar la corrección que hace TR al integrar la variable de *controversies* (despidos de administradores, problemas éticos, prácticas anti-competitivas, fraudes fiscales o quejas de consumidores, entre otras).

¹⁴ Sentencia del Tribunal Supremo (sentencia núm. 438/2018 de 3 de octubre. RJ 2018\4189).

Se han seleccionado 15 empresas del IBEX 35 que publican información sobre su *ESG performance*. Bajo la hipótesis de un mercado eficiente, la información sobre sostenibilidad debería estar incluida en el precio al estar publicada siendo así accesible al inversor. Si no lo estuviera significaría que no la están incluyendo en su análisis o que hay otros factores que influyen de forma más significativa. Por otro lado, el efecto puede ser distinto, incluso menor, si las empresas publican sus informes ESG junto a las cuentas anuales porque inconscientemente y por costumbre (sesgo emocional) los inversores le prestarán más atención a los datos financieros. No obstante, la forma de publicación no será objeto de estudio en esta investigación.

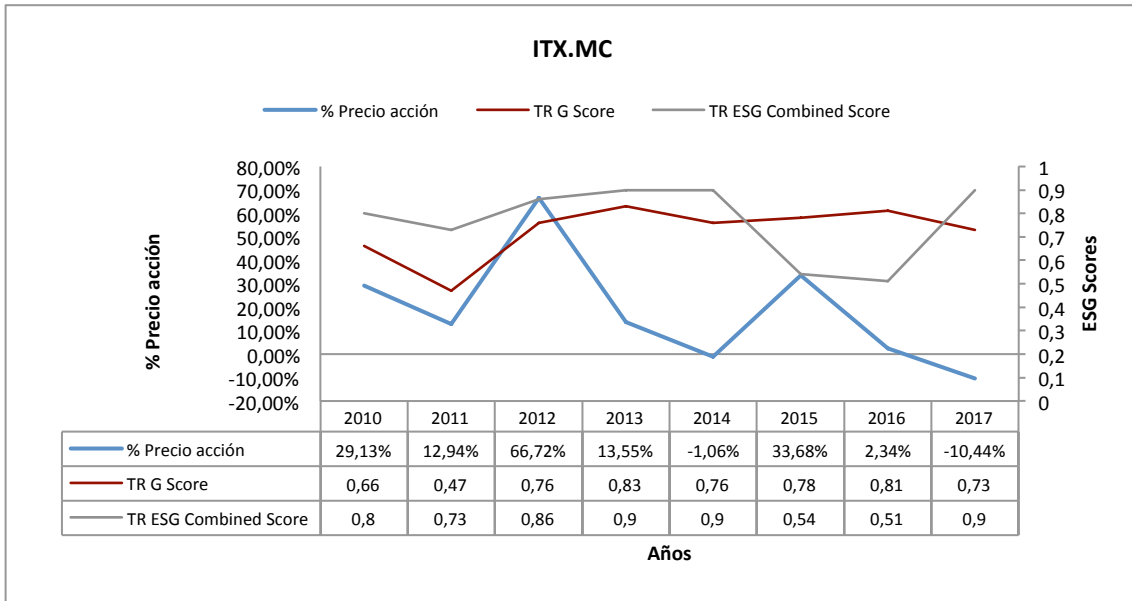
4.2 *Large caps* v. *Small caps*

Aunque el estudio de Maniora (2017) afirmó que los factores ESG no tenían efectos significativamente dispares entre los *large* y los *small caps*, este trabajo estudiará si en el IBEX 35 pueden apreciarse diferencias entre las empresas con mayor y menor capitalización bursátil a partir de la muestra seleccionada.

Entre las corporaciones con mayor *market cap* observadas se han seleccionado Inditex, S.A., Banco Santander, S.A e Iberdrola, S.A, y los *small caps* que se han incluido son Mediaset Comunicaciones España, S.A., Indra Sistemas, S.A. y Técnicas Reunidas, S.A. Si bien BBVA, S.A. y Telefónica, S.A. tenían una capitalización mayor que Iberdrola, S.A. a 31 de diciembre de 2017 (Anexo I), se ha elegido Iberdrola para representar en este primer análisis a un sector más, concretamente el de las energías con un gran peso en el mercado y en términos ESG.

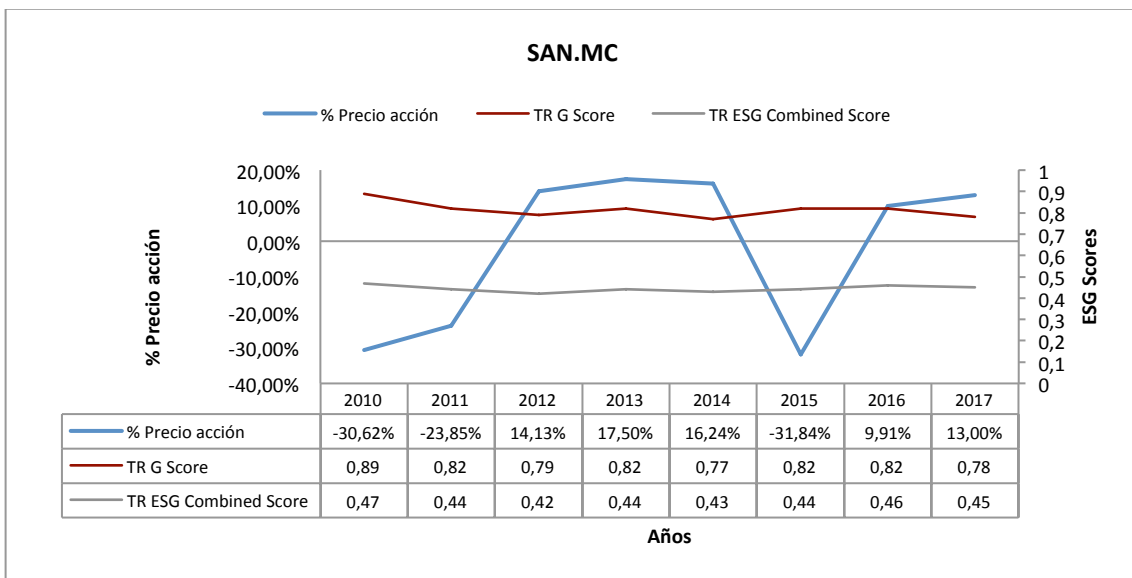
A continuación se presentan una serie de gráficos correspondientes a cada una de las empresas anteriores en los que se analiza la relación entre la variación porcentual anual del precio de la acción de 2010 a 2017 y las puntuaciones anuales ESG calculadas por TR, en términos absolutos.

Gráfico 4. Industria de Diseño Textil, S.A. (ITX.MC)



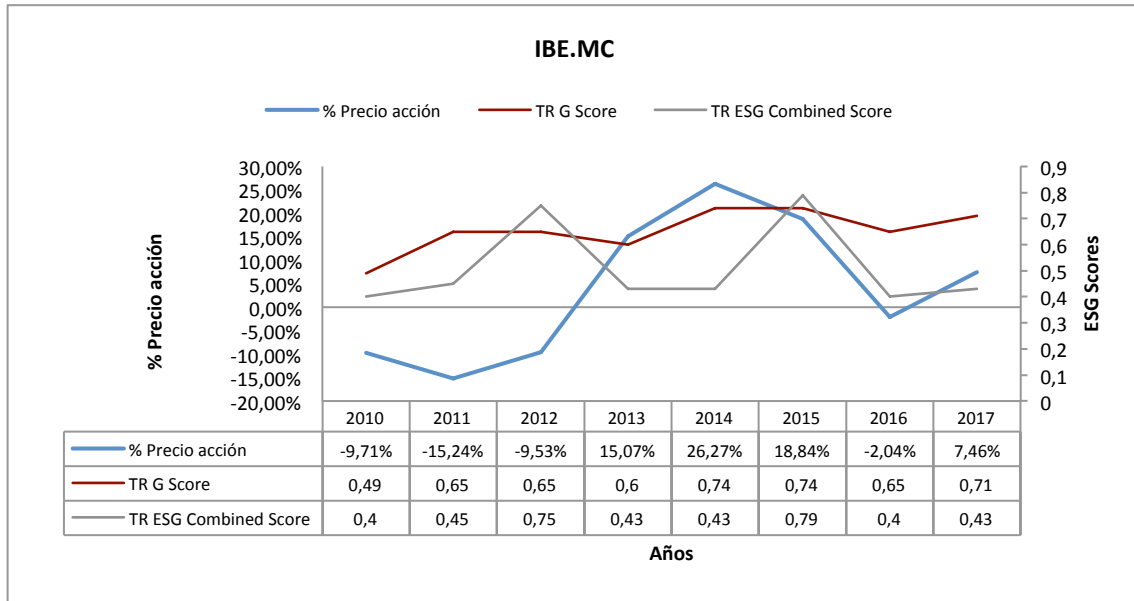
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5. Banco Santander, S.A. (SAN.MC)



Fuente: Elaboración propia

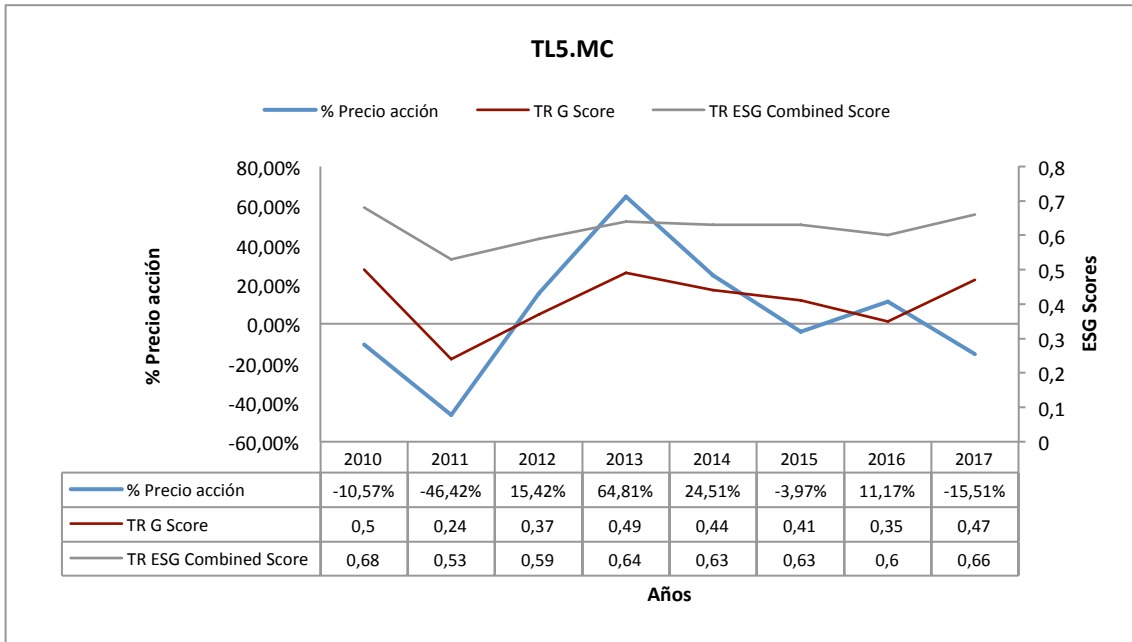
Gráfico 6. Iberdrola, S.A. (IBE.MC)



Fuente: Elaboración propia

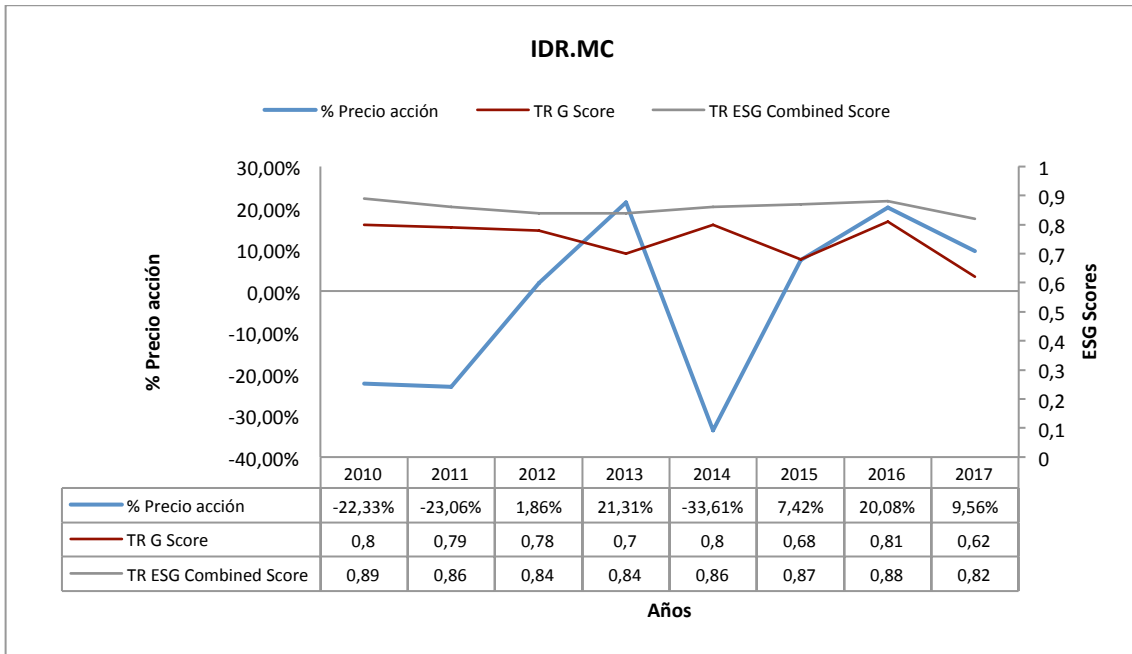
El Banco Santander es al que menos han afectado los factores ESG en este período, no parece que las variaciones en los precios se deban a los cambios en los TR ESG *scores*, habiéndose mantenido la calificación de *governance* (G) en puntuaciones relativamente altas durante todo el marco temporal, entre 0,8 y 0,9 (Gráfico 5; Anexo II: Tabla 9). Por el contrario, los precios de Iberdrola sí han seguido la tendencia de las nuevas puntuaciones anuales de 2013 a 2017, afectando más la calificación *combined* que la de gobierno (Gráfico 6). Sin embargo, de 2010 a 2012 los resultados parecen contradictorios. En lo que respecta a Inditex, precisamente es ese período de 2010 a 2012 el único en el que las dos variables Y del gráfico coinciden (Gráfico 4).

Gráfico 7. Mediaset España Comunicación, S.A. (TL5.MC)



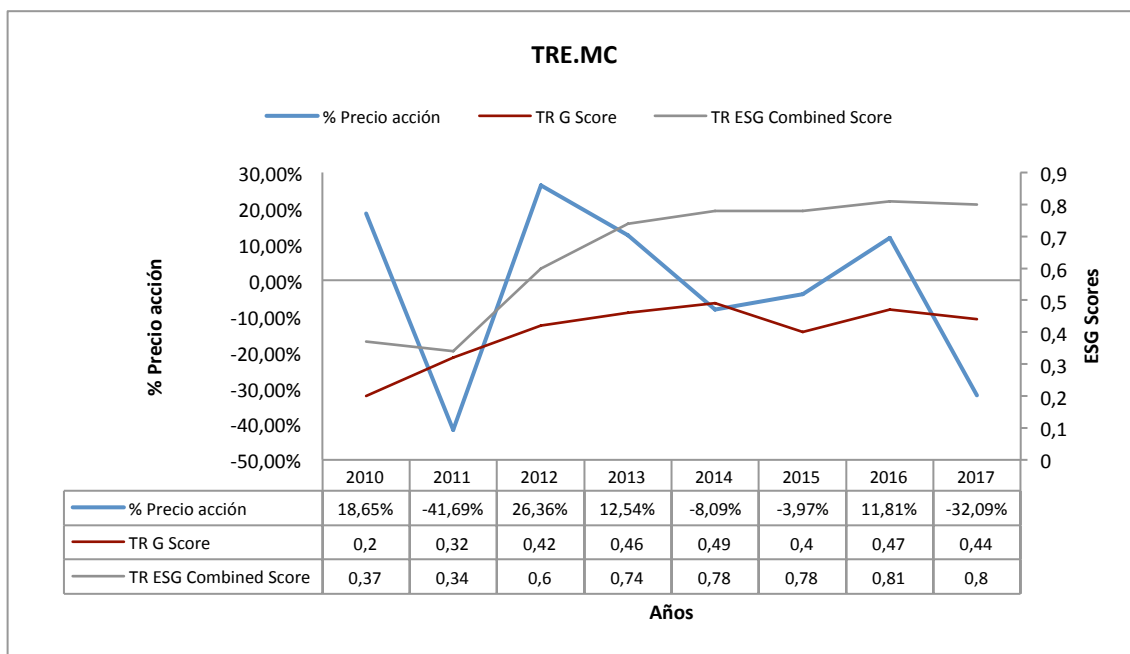
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8. Indra Sistemas, S.A. (IDR.MC)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 9. Técnicas Reunidas ,S.A. (TRE.MC)



Fuente: Elaboración propia

Indra presenta bruscos cambios en el precio que además no siguen la tendencia de los criterios sostenibles hasta 2015 (Gráfico 8), probablemente sea por el sector en el que opera donde la innovación tecnológica es fundamental para seguir en la industria, siendo ese el factor que más afecte a su *performance*. Del mismo modo, Técnicas Reunidas parece experimentar extremas variaciones de un año a otro, si bien la subida más drástica en 2012 (26,36%) coincide con su mejora a nivel global en términos sociales (la *combined score* pasa de estar por debajo del 0,5 al 0,8, en Gráfico 9; Anexo II: Tabla 13), pero su gobierno corporativo no parece estar en una buena situación (por debajo del 0,5 en todo el período analizado). Por su parte, es la calificación de *governance* (G) la que ha marcado la tendencia en los precios a lo largo de todo el período, a excepción del último año (Gráfico 7).

La diferencia que se puede observar entre *large* y *small caps* es que los primeros tienen menos volatilidad en los precios, así como gobiernos corporativos más estables. Pero los factores ESG parecen afectar de forma muy diferente a unos y a otros, de manera que será necesario ampliar el análisis entre los competidores de una misma industria. También es común a varias (Inditex, Técnicas Reunidas y Mediaset) una baja actuación en términos de gestión durante el 2011, por debajo del 0,5.

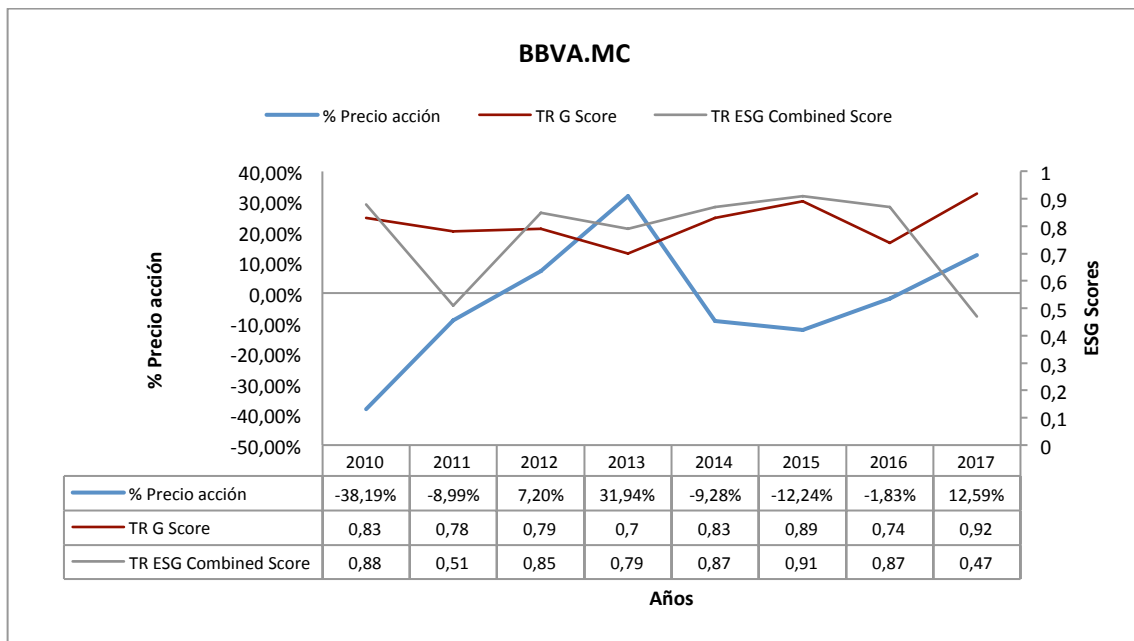
4.3 Peers

Puede que haya resultado más difícil encontrar una tendencia dado que hay factores que afectan más a una determinada industria que a otras. Se analizan entonces los sectores bancario y de las energías renovables y eléctricas ya que son los más grandes en el mercado español. A mayores, se incluirá la observación de otras dos empresas pertenecientes a las industrias de las telecomunicaciones y de las petroleras para comparar su actuación con algunas de las anteriores *small caps*.

4.3.1 Sector bancario

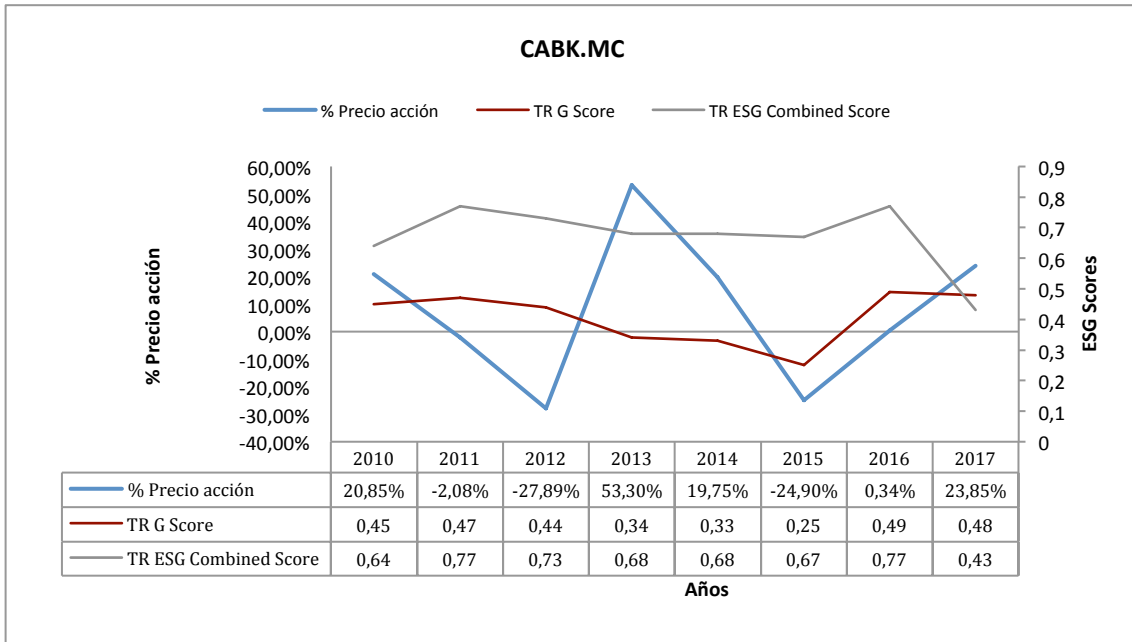
Los *peers* del Banco Santander, S.A. en el IBEX 35 son los siguientes: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., CaixaBank, S.A., Bankinter, S.A., y Bankia, S.A. (BKIA.MC), cotiza ésta última en el Mercado Continuo desde el 19 de julio de 2011.

Gráfico 10. BBVA, S.A (BBVA.MC)



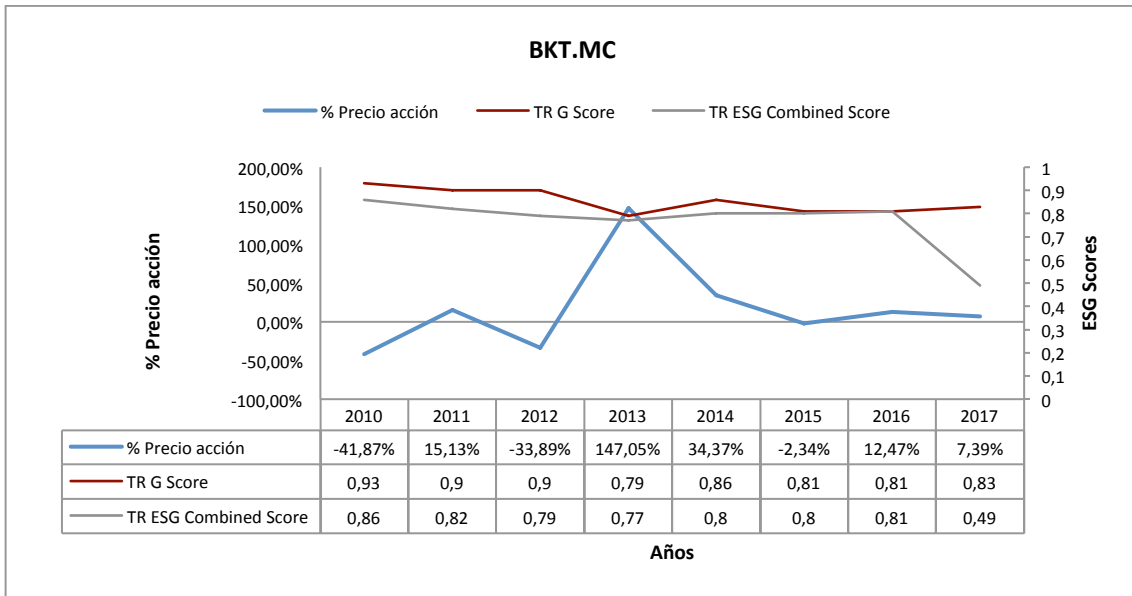
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 11. Caixabank, S.A. (CABK.MC)



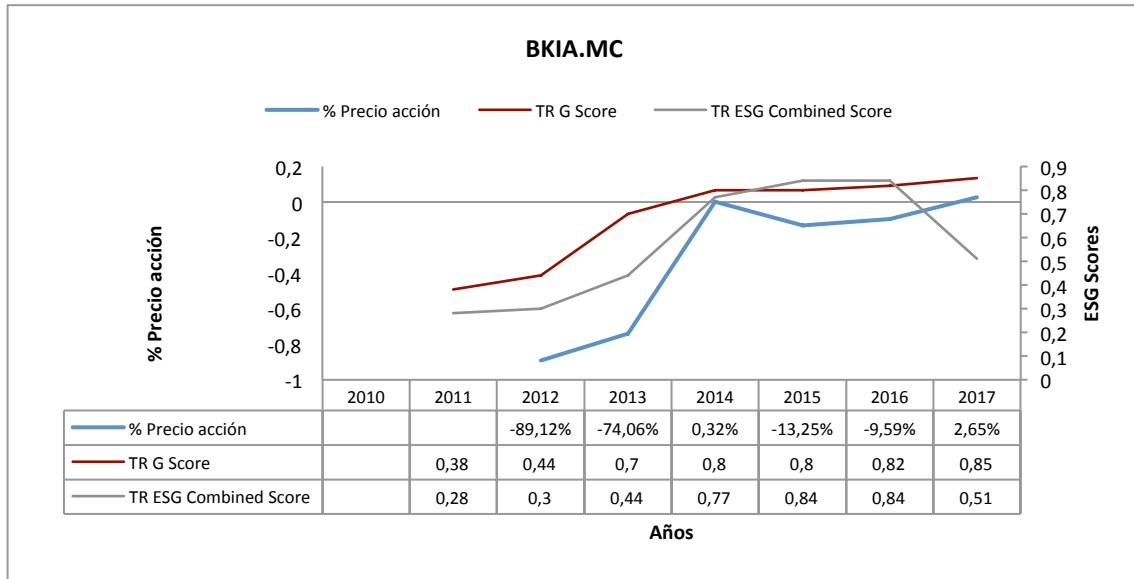
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 12. Bankinter, S.A. (BKT.MC)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 13. Bankia, S.A. (BKIA.MC)



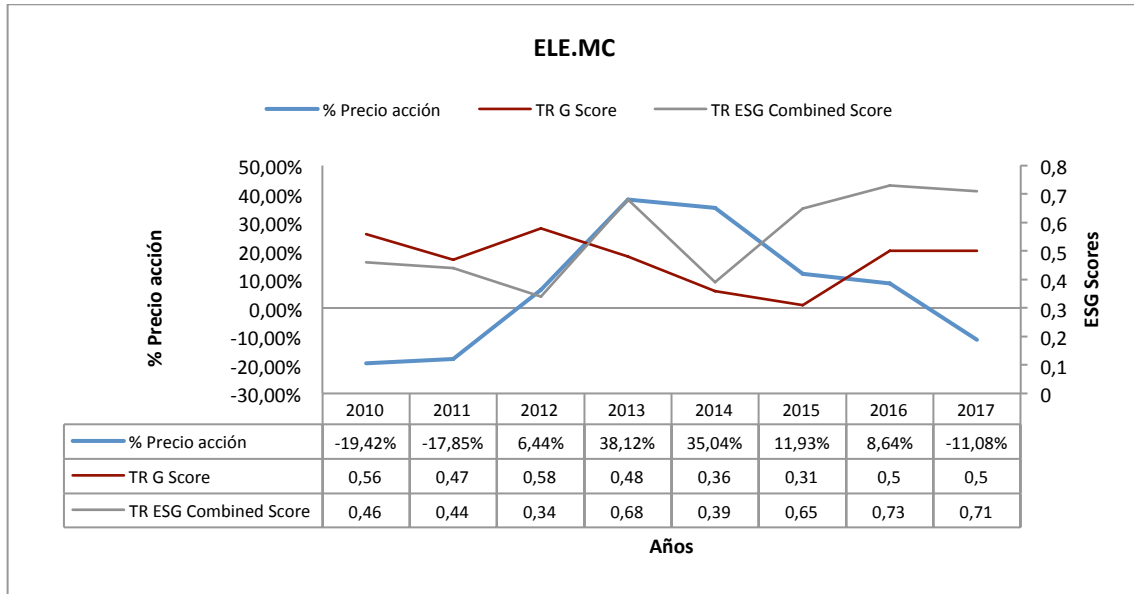
Fuente: Elaboración propia

Mientras que entre 2013 y 2016 ni BBVA, ni Caixabank ni Bankinter siguen la tendencia de los ESG *scores*, de hecho sus precios se mueven en sentido contrario (Gráficos 10,11 y 12), la información no financiera está reflejada en los precios de Bankia durante todo el período de análisis. Es llamativa la considerable mejora en los factores ESG hasta 2014, estando bajo mínimos en los comienzos de su salida a bolsa, desde ese año se ha mantenido entre las puntuaciones más altas, sorprendentemente en *governance* mientras que el resto de factores han empeorado en 2017 (Gráfico 13; Anexo II: Tabla 17). Como Bankia es la que menos tiempo ha cotizado en el mercado continuo y se ha visto envuelta en una reciente polémica podría decirse que es un caso puntual y afirmar que, por lo general, los criterios sostenibles afectan en menor medida al sector bancario que al resto.

4.3.2 Sector energético

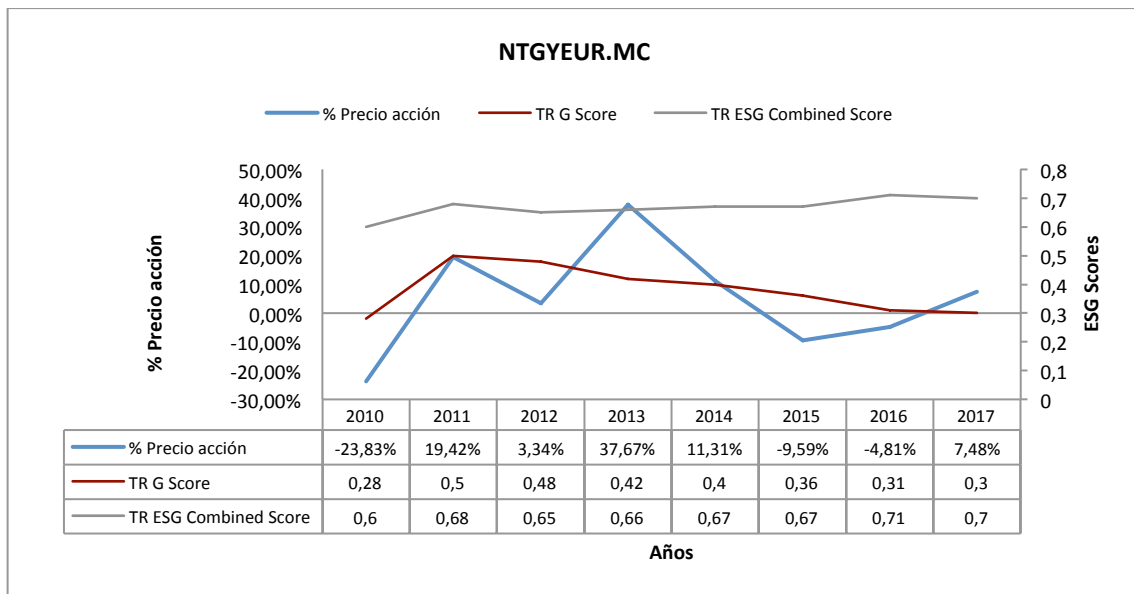
Entre los *peers* de Iberdrola, S.A. cotizando en el IBEX 35 están Endesa, S.A., Naturgy Energy Group, S.A. (Gas Natural) y Enagás, S.A.

Gráfico 14. Endesa, S.A. (ELE.MC)



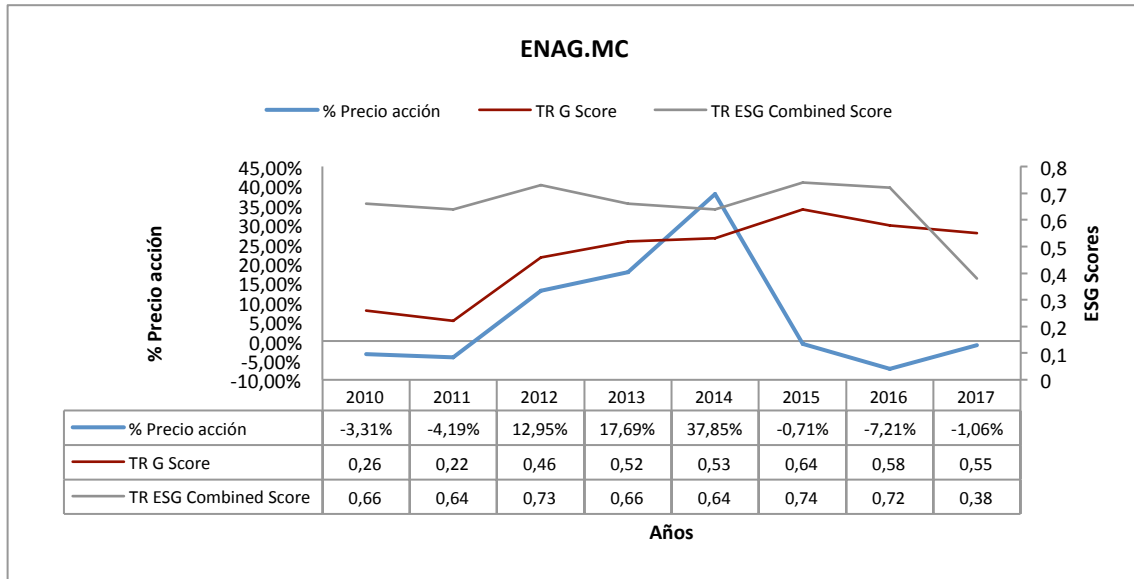
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 15. Naturgy Energy Group, S.A. (NTGYEUR.MC)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. Enagás, S.A. (ENAG.MC)



Fuente: Elaboración propia

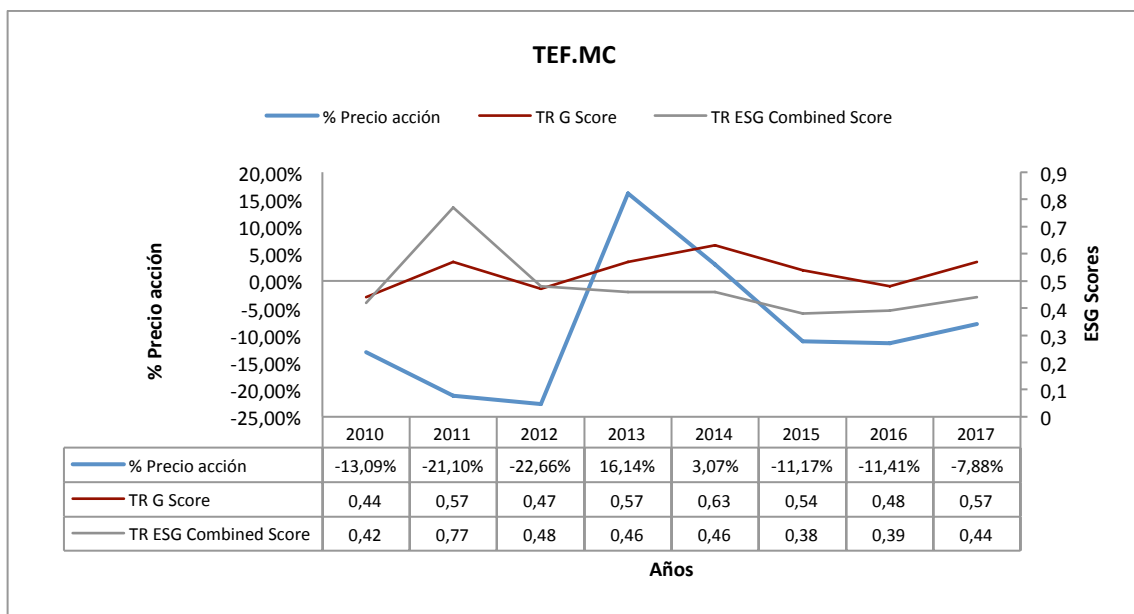
Parece que la información sostenible afecta más al sector energético que al bancario. Es esta una conclusión lógica dado que su modelo de negocio está muy relacionado con los factores medioambientales (E), razón por la cual la *combined score*, que incluye todos los factores, es la tendencia predominante sobre los precios. No obstante, las *scores* de *governance* no son muy dispares en cuanto a su comportamiento a lo largo del período y son más bajas que las puntuaciones integrales (Gráficos 14, 15, 16). De forma que las mejoras en la gestión corporativa influyen más en los precios que las del resto de factores donde el margen de mejora es menor.

En este sentido, se puede observar que Enagás ha sido la más afectada por las informaciones ESG entre 2010 y 2014 (Gráfico 16). Y al contrario que Iberdrola (Gráfico 6), a partir del 2013 la información no afecta a los precios para sus *peers*. Ante este escenario, podrían caber distintas explicaciones. Puede ser debido al efecto de las otras variables, como la política de distribución de dividendos o los resultados contables, que difieren de una entidad a otra. O por ejemplo, debido a que la información no esté verificada en los últimos años, como exige la nueva normativa, y los inversores no la estén teniendo en consideración.

4.3.3 Otros sectores

Para apoyar las anteriores conclusiones en relación con los *large* y *small caps*, se han observado a dos empresas más del IBEX 35, que podrían ser comparables con Indra y con Técnicas Reunidas, y además presentan una capitalización bursátil considerablemente superior (Anexo I). Se tratan de Telefónica, S.A. y Repsol, S.A. respectivamente.

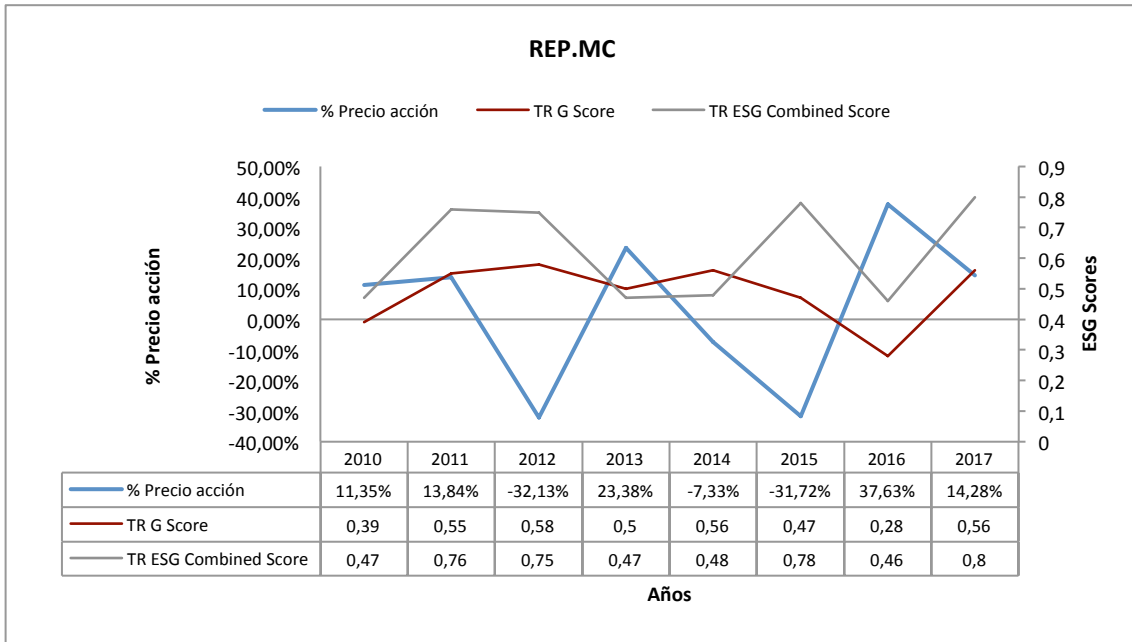
Gráfico 17. Telefónica, S.A. (TEF.MC)



Fuente: Elaboración propia

Tanto Indra como Telefónica siguen la tendencia de los criterios ESG solo en los últimos años, de 2015 a 2017. Por tanto, las anteriores suposiciones se podrían seguir sustentando con respecto a la peculiaridad del sector tecnológico. De hecho, sus precios tienen comportamientos contrapuestos durante las subidas y bajadas más bruscas (Gráficos 8 y 17).

Gráfico 18. Repsol, S.A. (REP.MC)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 19. Técnicas Reunidas, S.A. (TRE.MC) con las tres puntuaciones E, S y G



Fuente: Elaboración propia

Es curioso el caso de Repsol, S.A., cuya nota en gestión es la única que parece influir en los precios y tan solo en 2010, 2017 y 2014. Casualmente éstos dos últimos coinciden con la promulgación de la directiva europea y su transposición al derecho español. Además, es bastante volátil a pesar de ser un *large cap*, posiblemente debido a la volatilidad que caracteriza a los hidrocarburos fósiles, como el gas o el petróleo.

Realmente Repsol no es un *peer* de Técnicas Reunidas. El primero pertenece al sector energético, a pesar de no que seguir las mismas tendencias que el resto de comparables. Por otro lado, Técnicas Reunidas se dedica a la construcción especializada de las plantas para extracción de petróleo y gas.

De alguna forma sí le afectan algunas de las mismas variables que al primer sector, pero es su caso también excepcional dado que los precios no responden a los factores ESG la mayor parte del período a pesar de tener grandes variaciones, como sucede entre 2010 y 2012, incluso altas subidas a pesar de la mejorable política de gobierno, que de media no ha superado el 0,3 (Gráfico 19). Por ello, se ha observado el efecto de todas las puntuaciones E, S, y G, aunque sin encontrar una predisposición de los precios por ninguna de ellas.

4.4 Consideraciones finales

Bankia (2010-2017) y Enagás (hasta 2014) han sido las más afectadas por las calificaciones ESG de Thomson Reuters. El resto presentan grandes fluctuaciones en sus precios, pero causados por otra clase de informaciones. Por tanto, se comprueba que los criterios ESG están reflejados pero que no es lo único que determina las variaciones en los precios.

La mayoría de las empresas analizadas ha mejorado sus puntuaciones desde el 2010, sobre todo en la última etapa. Se puede concluir que el Real Decreto del 2017 ha podido influir en un mejor *reporting* de las empresas del IBEX 35. En este sentido, aunque excede de los límites de este análisis, es predecible que en el futuro las sociedades mejorarán aún más su ESG *performance* con la nueva y más exigente regulación.

CAPÍTULO V

CONCLUSIÓN

V. CONCLUSIÓN

En los últimos años, los criterios ESG han sido cada vez más demandados por los inversores haciendo que las empresas publiquen más información sobre sus activos intangibles. Esto explica que los precios de las acciones en ocasiones hayan variado en función de criterios sociales, medioambientales o de gobierno corporativo.

La mayor parte de la literatura ha secundado la positiva relación entre las calificaciones ESG de las empresas y sus rendimientos financieros futuros (a mayor puntuación, mayor rendimiento). Por ejemplo, Derwall et al. (2005) hablaba del “*premium*” de recoeficiencia. Se ha comprobado también que los ESG *scores* podían usarse como factores “*alpha*” para la construcción de la cartera, al igual que el P/E, P/B o el ROE. Por tanto, deberían incluirse en el análisis de selección de inversiones junto a criterios financieros para obtener un rendimiento óptimo de la cartera, ya que los factores ESG reducen la volatilidad y aumentan los ratios “*sharpe*” (J.P. Morgan, 2016).

El presente estudio ha observado las puntuaciones ESG, proporcionadas por la base de datos Thomson Reuters, con el objeto de determinar cómo afectan a los precios de las empresas españolas que cotizan en el IBEX 35. Los criterios seleccionados han sido los de gobierno corporativo (G) por dos razones principales. Una es que los factores sociales son los peor reportados (EY, 2018), de forma que era probable que la información sobre ellos no estuviera reflejada en los precios dado que el inversor tiene un acceso más difícil a la misma. La otra es la relevancia de una buena política corporativa en todas las industrias sin excepción, soliendo ser esas prácticas de gobierno consistentes dentro de un mismo país.

5.1 Conclusiones

A partir de la observación de 15 empresas del IBEX 35 (de 2010 a 2017) que publican información sobre su *ESG performance*, se ha llegado a las siguientes conclusiones:

- Los *large caps* presentan menor volatilidad en sus precios que los *small caps* observados, teniendo además unas políticas de gobierno de mejor calidad y más estables en el marco temporal estudiado. No obstante, el 2011 parece ser un período convulso para ambos grupos en términos de gestión, con puntuaciones que no superan el umbral del 0,5.
- Destacan los sectores bancario y energético, muy presentes en el mercado continuo español, puesto que han sido Bankia (de 2010 a 2017) y Enagás (de 2010 a 2014) las sociedades más afectadas por las calificaciones ESG de Thomson Reuters. Las demás presentan grandes fluctuaciones en sus precios sin seguir una tendencia clara con respecto a los ESG *scores*, de forma que habrán sido otras causas las que hayan provocado esas variaciones.

Por lo general, los criterios sostenibles afectan en menor medida al sector bancario que al sector energético. Se confirma así la lógica relación del modelo de negocio de éste último con los factores *environmental* (E) y los informes de Ernst & Young (2018) que describían al sector energético como el más avanzado en el *reporting* no financiero. Por otro lado, las variaciones de los precios en el sector de las telecomunicaciones parece que, del mismo modo que en el bancario, son bastante independientes en relación con el comportamiento de la *combined score* (TRESGC).

- Los progresos en las calificaciones de gestión corporativa (G) influyen más en los precios que las subidas en la nota del resto de factores (*combined score*). Además, las empresas con puntuaciones estables y relativamente buenas no se ven afectadas porque el margen de mejora es muy pequeño.
- Efectivamente se ha comprobado que los criterios ESG están reflejados en los precios, pero no son las únicas variables que causan sus variaciones anuales. Lo más probable es que se deba a criterios financieros, que siguen siendo los más utilizados en los análisis por los principales fondos de inversión mediante los modelos *multifactor*. Otra explicación alternativa es que la información no esté siendo

adecuadamente verificada para dar una completa confianza a los inversores o que las empresas no estén ofreciendo la información de forma lo suficientemente clara.

5.2 Recomendaciones

En vista a las anteriores conclusiones, el presente trabajo ofrece las siguientes recomendaciones a tener en cuenta por las sociedades españolas:

- a) Invertir en una buena política de gestión y de diversidad. Se ha observado un margen de mejora en términos de gobierno corporativo dado que en la mayoría de las entidades observadas las calificaciones de *governance* (G) han sido menores que las puntuaciones integrales o *combined*.
- b) Verificar “más y mejor” . Aún menos de la mitad de las sociedades cotizadas españolas verifican por un tercero independiente la información no financiera (EY 2018). No sirve para tanto publicarla si luego esa información no es verificada, ya que el inversor no querrá incluirla en su análisis.
- c) Desarrollar una visión más integrada y global del *reporting*, ofreciendo la máxima transparencia. En línea con el proceso de verificación, son aún más bajos los porcentajes de empresas que identifican claramente cuáles son los riesgos no financieros y cómo controlarlos, no llegando si quiera a la tercera parte, concretamente un 20% según el informe Ernst & Young (2018).

5.3 Limitaciones

Con respecto a las limitaciones de este estudio, cabe mencionar el grado de transparencia, que no ha sido analizado de forma independiente. No obstante, Thomson Reuters asegura tenerla en cuenta en los cálculos de sus ESG *scores* (Thomson Reuters, 2019). Además, a favor del presente trabajo, cabe decir que los resultados contradictorios entre 2010 y 2012 coinciden con la desaparición, a partir del 2010, de los efectos positivos por el aumento de transparencia en el estudio de Bermejo et al. (2018). Por otro lado, la falta de unos resultados consistentes durante todo el período seleccionado pueden explicarse por la escuela de *behavioral finance*.

Bajo la hipótesis de un mercado eficiente, la información no financiera debería estar incluida en los precios porque está publicada y es accesible al inversor. Pero puede ser que los accionistas no la estén teniendo en cuenta o que sus efectos se contrarresten con otras variables que exceden de los límites de este análisis. De todas formas, esas hipótesis tampoco podrían haberse validado de forma significativa con un tamaño muestral de 15 empresas.

Por tanto, con una adecuada regulación sobre divulgación de información no financiera y que fuera aplicada de forma rigurosa por la mayoría de sociedades cotizadas, se reduciría la asimetría de la información y aumentaría la liquidez en el mercado de activos. Este trabajo podrá servir de base para futuros estudios en relación con la mejora de la regulación y la aplicación de la misma por parte de las empresas.

BIBLIOGRAFÍA

Artículos y revistas

Abanta Asesores (2018). *Estrategias 'Smart Beta': la revolución de los índices*. En <https://www.abanteasesores.com/blog/estrategias-smart-beta-la-revolucion-de-los-indices/> (acceso a 20 de enero de 2019).

Ang, A. y Framsted, H. (2018). *Multifactor Strategies*. BlackRock. En <https://www.blackrock.com/us/individual/investment-ideas/what-is-factor-investing/factor-commentary/factor-perspectives/multi-factor-strategies> (acceso a 15 de enero de 2019).

Bebbington, J., Larrinaga, C., y Mariano Moneva, J.M. (2008). *Corporate social reporting and reputation risk managemet*. *Accounting, Auditing and Accountability*, 21(3), 337-361.

Bermejo, R., Figuerola-Ferretti, I.C. y Santos, A. (2018). *ESG Transparency and investment: signaling and the power of social responsibility on performance for Europe*.

Bloomberg (2019). *Bloomberg for Sustainable Finance Analysis*.

Borgers, A., Derwall, J.M., Keoedijk, K. y ter Horst, J. (2015). *Do social factors influence investment behavior and performance? Evidence from mutua fund holdings*. *Journal of Banking & Finance*, 60, 112-126.

Cheng, B., Iannou, I., y Serafeim, G. (2014). *Corporate social responsibility and access to finance*. *Strategic Management Jorunal*, 35 (1), 1-23.

Churet, C., y Eccles, R.G. (2014). *Integrated reporting, quality of management, and financial performance*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 56-64.

Cinco Días, 2016. *Fondos 'Smart-beta', la última moda en inversión*. En https://cincodias.elpais.com/cincodias/2016/05/20/mercados/1463773329_178810.html (acceso a 15 de enero de 2019).

CFA Institute (2015). *Environmental, Social, and Governance Issues in Investing (A Guide for Investment Professionals)*.

CFA Institute (2008). *Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies (A Manual for Investors)*.

Dhaliwal, D.S., Li, O. Z., Tsang, A., y Yang, Y.G. (2011). *Voluntary non financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting*. *The Accounting Review*, 86 (1), 59-100.

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., y Koedijk, K. (2005). *The Eco-Efficiency Premium Puzzle*. *Financial Analysts Journal*, 61 (2), 51-63.

Deutsche Bank (2012). *Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance*. DB Climate Change Advisors.

Edmans, E. (2009). *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*. Wharton School, University of Pennsylvania.

Eccles, R.G., y Krzus, M. (2010). *One report: Integrated reporting for a sustainable strategy*. New York, NY: Willey, 1-224.

Eccles, R.G., Serafeim, G., y Krzus, M. (2011). *Market interest in nonfinancial information*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23 (4), 113-127.

Ernst & Young, EY (2017). *Tomorrow's Investor Rules: Is your non- financial performance revealing the true value of your business to investors?*

Ernst & Young, EY (2018). *Novedades sobre información no financiera y diversidad. Todo lo que necesitas saber sobre la nueva Ley 11/2018 en materia de información no financiera y diversidad*.

Ernst & Young, EY (2018). *Información no financiera y el IBEX 35: ¿Cómo han aplicado las empresas el Real Decreto Ley 18/2017?*

Eurosif (2016). *European SRI Study 2016*.

Eurosif (2019). *Promoting Sustainability Through European Financial Markets. About us*. En <http://www.eurosif.org/about-us/> (acceso a 15 de octubre de 2018).

Griffin, P.A. y Sun, Y. (2013). *Going Green: Market reaction to CSR newsire releases*. Working Paper, Davis, CA: University of California.

J.P. Morgan (2016). *ESG- Environmental, Social & Governance Investing. A Quantotative perspective of how ESG can Enhance your Portfolio*.

Lev, B. (2003). *Remarks on the measurement, valuation, and reporting of intangible assets*. *Economic Policy Review*, 9 (3), 17-22.

Maniora, J. (2017). *Is Integrated Reporting Really the Superior Mechanism for the Integration of Ethics into the Core Business Model? An Empirical Analysis*. *Journal Business Ethics*, 140 (4):755-786.

Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Gobierno de España (2019). *Código de Buen Gobierno de la CNMV*. El portal de la Responsabilidad Social. En http://www.mitramiss.gob.es/es/rse/buengobierno_cnmv/index.htm (acceso a 20 de febrero de 2019).

Muro Esteban, C., (2018). *Del modelo CAPM al factor investing*. En <https://es.fundspeople.com/fundsacademia/del-modelo-capm-al-factor-investing> (acceso a 15 de febrero de 2019).

Robeco (2018). *Stephen Schaefer. On the origins of factor investing*. Robeco Quaterly (7), 28-33.

Robeco (2018). *Alcance sus objetivos de inversión empleando factores: mejorar la diversificación*. En <https://www.robeco.com/es/vision-del-mercado/2018/06/alcance-sus-objetivos-de-inversion-empleando-factores-mejorar-la-diversificacion.html> (acceso a 18 de octubre de 2018).

Robeco (2018). *Fama-French 5-factor model: five major concerns*. En <https://www.robeco.com/es/vision-del-mercado/2018/03/concerns-regarding-the-new-fama-french-5-factor-model.html> (acceso a 23 de enero de 2018).

Roberts, P.W. y Dowling, G.R. (2002). *Corporate reputation and sustained superior financial performance*. Strategic Management Journal, 23(12), 1077-1093.

Sparkes, R. (2001). *Ethical Investment: whose ethics, which investment?* Business Ethics: A European Review, 10(3), 194-205.

Selfbank (2017). *Ventajas e inconvenientes de ETFs Smart Beta*. En <https://blog.selfbank.es/ventajas-e-inconvenientes-de-etfs-smart-beta/> (acceso a 15 de enero de 2019).

Serafeim, G. (2014). *Integrated Reporting and Investor Clientele*, Working Paper, Cambridge, M: Harvard Business School.

Stewart (2015). *Growing Demand for ESG Information and Standards: Understanding Corporate Opportunities as Well as Risks*.

Thomson Reuters (2019). *Thomson Reuters ESG Scores*.

Unicredit (2010). *Environmental, Social & Governance Research*. Equity Research.

Welker, M. (1995). *Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets*. Contemporary Accounting Research, 11 (2), 801-827.

Legislación

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos (DOUE a 15 de noviembre de 2014).

Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad (BOE a 25 de noviembre de 2017).

Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. sobre información no financiera y diversidad (BOE a 29 de diciembre de 2018).

Sentencia del Tribunal Supremo (sentencia núm. 438/2018 de 3 de octubre. RJ 2018\4189).

Libros

Ross, A.S, Westerfield, W.R., Jaffe, J.F., Jordan, B.D. (2011). *Core principles and Applications of Corporate Finance* (3rd Edition). New York: McGraw-Hill/Irwin.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford (UK): Oxford University Press.

ANEXOS

Anexo I: Capitalización bursátil¹⁵ de las empresas del IBEX 35 analizadas

Tabla 4. Capitalización bursátil de las empresas con mayor y menor capitalización (2017)

IBEX 35	Market Cap 31-12-2017 <small>(en millones de euros)</small>	Nº. acciones 31-12-2017 <small>(en miles)</small>	Precio 31-12-2017 <small>(en euros)</small>	Peers
Large Caps				
Industria de Diseño Textil, S.A.	90.523	3.116.652	29,05	N/C ¹⁶
Banco Santander, S.A.	87.863	16.136.154	5,45	Bancos
Iberdrola, S.A.	38.650	6.371.515	6,07	Energías
Small Caps				
Mediaset España Comunicación, S.A.	3.114	336.717	9,25	N/C
Indra Sistemas, S.A.	2.015	176.654	11,41	Telecomunicaciones
Técnicas Reunidas, S.A.	1.479	55.896	26,46	Petroleras

Fuente: Elaboración propia

Tabla 5. Empresas con menor capitalización no consideradas

IBEX 35 <small>(Small caps sin TR ESG data)</small>	Market Cap 31-12-2017 <small>(en millones de euros)</small>
Ence Energía y Celulosa, S.A.	1.355
Meliá Hotels International, S.A.	2.642

Fuente: Elaboración propia

¹⁵ Market Capitalization (Market Cap), en inglés.

¹⁶ NC: No comparable con otra empresa de la misma industria en el IBEX 35.

Tabla 6. Capitalización bursátil de las empresas comparables (2017)

IBEX 35	Market Cap 31-12-2017 <small>(en millones de euros)</small>	Nº. acciones 31-12-2017 <small>(en miles)</small>	Precio 31-12-2017 <small>(en euros)</small>
Bancos			
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	47.422	6.667.887	7,11
Caixabank, S.A.	23.262	5.981.438	3,89
Bankinter, S.A.	7.105	898.866	7,90
Bankia, S.A.	11.480	2.879.332	3,99
Energías			
Endesa, S.A.	18.946	1.058.752	17,90
Naturgy Energy Group, S.A.	19.263	1.000.689	19,25
Enagás, S.A.	5.699	238.734	23,87
Telecomunicaciones			
Telefónica, S.A.	42.186	5.192.132	8,13
Petroleras			
Repsol, S.A.	21.518	1.527.396	14,09

Fuente: Elaboración propia

Anexo II: Precios y ESG scores de las empresas de la muestra

Tabla 7. Equivalencia numérica de scores

Rango	TR Score
0-0,083333	D-
0,083333-0,166666	D
0,166666 -0,250000	D+
0,250000-0,333333	C-
0,333333-0,416666	C
0,416666-0,500000	C+
0,500000-0,583333	B-
0,583333-0,666666	B
0,666666-0,750000	B+
0,750000-0,833333	A-
0,833333-0,916666	A
0,916666-1	A+

Fuente: Thomson Reuters (2019)

Tabla 8. TR ESG scores y variación de precios de Inditex (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G S.	Score
2010	A-	0,8	29,13%	B	0,66
2011	B+	0,73	12,94%	C+	0,47
2012	A	0,86	66,72%	A-	0,76
2013	A	0,9	13,55%	A-	0,83
2014	A	0,9	-1,06%	A-	0,76
2015	B-	0,54	33,68%	A-	0,78
2016	B-	0,51	2,34%	A-	0,81
2017	A	0,9	-10,44%	B+	0,73

Fuente: Elaboración propia

Tabla 9. TR ESG scores y variación de precios de Santander (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	C+	0,47	-30,62%	A	0,89
2011	C+	0,44	-23,85%	A-	0,82
2012	C+	0,42	14,13%	A-	0,79
2013	C+	0,44	17,50%	A-	0,82
2014	C+	0,43	16,24%	A-	0,77
2015	C+	0,44	-31,84%	A-	0,82
2016	C+	0,46	9,91%	A-	0,82
2017	C+	0,45	13,00%	A-	0,78

Fuente: Elaboración propia

Tabla 10. TR ESG scores y variación de precios de Iberdrola (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	C	0,4	-9,71%	C+	0,49
2011	C+	0,45	-15,24%	B	0,65
2012	A-	0,75	-9,53%	B	0,65
2013	C+	0,43	15,07%	B	0,6
2014	C+	0,43	26,27%	B+	0,74
2015	A-	0,79	18,84%	B+	0,74
2016	C	0,4	-2,04%	B	0,65
2017	C+	0,43	7,46%	B+	0,71

Fuente: Elaboración propia

Tabla 11. TR ESG scores y variación de precios de Mediaset (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	B+	0,68	-10,57%	C+	0,5
2011	B-	0,53	-46,42%	D+	0,24
2012	B	0,59	15,42%	C	0,37
2013	B	0,64	64,81%	C+	0,49
2014	B	0,63	24,51%	C+	0,44
2015	B	0,63	-3,97%	C	0,41
2016	B	0,6	11,17%	C	0,35
2017	B	0,66	-15,51%	C+	0,47

Fuente: Elaboración propia

Tabla 12. TR ESG scores y variación de precios de Indra (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	A	0,89	-22,33%	A-	0,8
2011	A	0,86	-23,06%	A-	0,79
2012	A	0,84	1,86%	A-	0,78
2013	A	0,84	21,31%	B+	0,7
2014	A	0,86	-33,61%	A-	0,8
2015	A	0,87	7,42%	B+	0,68
2016	A	0,88	20,08%	A-	0,81
2017	A-	0,82	9,56%	B	0,62

Fuente: Elaboración propia

Tabla 13. TR ESG scores y variación de precios de Técnicas Reunidas (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score	TR S Score	Score	TR E Score	Score
2010	C	0,37	18,65%	D+	0,2	B-	0,53	C	0,36
2011	C	0,34	-41,69%	C-	0,32	C	0,36	C-	0,33
2012	B	0,6	26,36%	C+	0,42	B+	0,75	B	0,6
2013	B+	0,74	12,54%	C+	0,46	A	0,85	A	0,89
2014	A-	0,78	-8,09%	C+	0,49	A	0,86	A+	0,96
2015	A-	0,78	-3,97%	C	0,4	A	0,91	A+	0,97
2016	A-	0,81	11,81%	C+	0,47	A+	0,93	A+	0,98
2017	A-	0,8	-32,09%	C+	0,44	A+	0,95	A+	0,97

Fuente: Elaboración propia

Tabla 14. TR ESG scores y variación de precios de BBVA (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	A	0,88	-38,19%	A	0,83
2011	B-	0,51	-8,99%	A-	0,78
2012	A	0,85	7,20%	A-	0,79
2013	A-	0,79	31,94%	B+	0,7
2014	A	0,87	-9,28%	A-	0,83
2015	A	0,91	-12,24%	A	0,89
2016	A	0,87	-1,83%	B+	0,74
2017	C+	0,47	12,59%	A	0,92

Fuente: Elaboración propia

Tabla 15. TR ESG scores y variación de precios de CaixaBank (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	B	0,64	20,85%	C+	0,45
2011	A-	0,77	-2,08%	C+	0,47
2012	B+	0,73	-27,89%	C+	0,44
2013	B+	0,68	53,30%	C	0,34
2014	B+	0,68	19,75%	C	0,33
2015	B+	0,67	-24,90%	D+	0,25
2016	A-	0,77	0,34%	C+	0,49
2017	C+	0,43	23,85%	C+	0,48

Fuente: Elaboración propia

Tabla 16. TR ESG scores y variación de precios de Bankinter (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	A	0,86	-41,87%	A+	0,93
2011	A-	0,82	15,13%	A	0,9
2012	A-	0,79	-33,89%	A	0,9
2013	A-	0,77	147,05%	A-	0,79
2014	A-	0,8	34,37%	A	0,86
2015	A-	0,8	-2,34%	A-	0,81
2016	A-	0,81	12,47%	A-	0,81
2017	C+	0,49	7,39%	A-	0,83

Fuente: Elaboración propia

Tabla 17. TR ESG scores y variación de precios de Bankia (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010					
2011	C-	0,28		C	0,38
2012	C-	0,3	-89,12%	C+	0,44
2013	C+	0,44	-74,06%	B+	0,7
2014	A-	0,77	0,32%	A-	0,8
2015	A	0,84	-13,25%	A-	0,8
2016	A	0,84	-9,59%	A-	0,82
2017	B-	0,51	2,65%	A	0,85

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18. TR ESG scores y variación de precios de Endesa (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	C+	0,46	-19,42%	B-	0,56
2011	C+	0,44	-17,85%	C+	0,47
2012	C	0,34	6,44%	B-	0,58
2013	B+	0,68	38,12%	C+	0,48
2014	C	0,39	35,04%	C	0,36
2015	B	0,65	11,93%	C-	0,31
2016	B+	0,73	8,64%	C+	0,5
2017	B+	0,71	-11,08%	C+	0,5

Fuente: Elaboración propia

Tabla 19. TR ESG scores y variación de precios de Gas Natural (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	B	0,6	-23,83%	C-	0,28
2011	B+	0,68	19,42%	B-	0,5
2012	B	0,65	3,34%	C+	0,48
2013	B	0,66	37,67%	C+	0,42
2014	B+	0,67	11,31%	C	0,4
2015	B+	0,67	-9,59%	C	0,36
2016	B+	0,71	-4,81%	C-	0,31
2017	B+	0,7	7,48%	C-	0,3

Fuente: Elaboración propia

Tabla 20. TR ESG scores y variación de precios de Enagás (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	B	0,66	-3,31%	C-	0,26
2011	B	0,64	-4,19%	D+	0,22
2012	B+	0,73	12,95%	C+	0,46
2013	B	0,66	17,69%	B-	0,52
2014	B	0,64	37,85%	B-	0,53
2015	B+	0,74	-0,71%	B	0,64
2016	B+	0,72	-7,21%	B-	0,58
2017	C	0,38	-1,06%	B-	0,55

Fuente: Elaboración propia

Tabla 21. TR ESG scores y variación de precios de Telefónica (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	C+	0,42	-13,09%	C+	0,44
2011	A-	0,77	-21,10%	B-	0,57
2012	C+	0,48	-22,66%	C+	0,47
2013	C+	0,46	16,14%	B-	0,57
2014	C+	0,46	3,07%	B	0,63
2015	C	0,38	-11,17%	B-	0,54
2016	C	0,39	-11,41%	C+	0,48
2017	C+	0,44	-7,88%	B-	0,57

Fuente: Elaboración propia

Tabla 22. TR ESG scores y variación de precios de Repsol (2010-2017)

Años	TR ESG Combined S.	Score	% Precio acción	TR G Score	Score
2010	C+	0,47	11,35%	C	0,39
2011	A-	0,76	13,84%	B-	0,55
2012	B+	0,75	-32,13%	B-	0,58
2013	C+	0,47	23,38%	C+	0,5
2014	C+	0,48	-7,33%	B-	0,56
2015	A-	0,78	-31,72%	C+	0,47
2016	C+	0,46	37,63%	C-	0,28
2017	A-	0,8	14,28%	B-	0,56

Fuente: Elaboración propia