

LA OTRA CARA DE LA MONEDA: ENGAGEMENT VS. DESINVERSIÓN

Uno de los principales objetivos de la inversión responsable es mejorar el retorno ajustado por riesgo, incorporando para eso aquellos riesgos y oportunidades relacionadas a factores ESG que están siendo pasado por alto por el mercado. En este artículo se analizan dos enfoques distintos, el de desinversión y el de propiedad activa para lograr cambios reales en los modelos de negocios de los emisores con evaluaciones negativas en materias medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG).

Por Shantal Lavanchy, CFA

¿Cómo lograr mejores prácticas ESG?

En los últimos años ha habido un amplio debate entre académicos y expertos de la industria respecto a qué estrategia es más efectiva, propiedad activa (engagement) o desinversión, para lograr cambios reales en los modelos de negocios de los emisores con evaluaciones negativas en materias medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG). La evidencia, sin embargo, indica que engagement, entendido como el diálogo continuo y activo con los emisores, es más efectiva que la desinversión para lograr esos objetivos.

La inversión responsable, definida como la inclusión de factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones de inversión y el ejercicio de la propiedad activa, se ha transformado en una práctica relativamente convencional entre los asset managers. Esto se refleja, por ejemplo, en la importante evolución de signatarios de los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas. Actualmente hay 4.375 inversionistas adheridos a estos principios que acumulan cerca de US\$ 120 billones en activos administrados, mientras que cuando comenzó la iniciativa, en el año 2006, había sólo 67 inversionistas que administraban menos de US\$ 10 billones.

Como menciona Alex Edmands en su artículo “Socially Responsible Divestment”¹, uno de los principales objetivos de la inversión responsable es mejorar el retorno ajustado por riesgo, incorporando para eso aquellos riesgos y oportunidades relacionados a

factores ESG que están siendo pasados por alto por el mercado. Del mismo modo, busca impulsar una mejora en el performance ESG de las compañías por medio del engagement o la desinversión de activos que no cumplan con ciertos estándares.

En el último tiempo ha habido un fuerte debate entre académicos y expertos de la industria respecto a cuál acercamiento, engagement o desinversión, es el más adecuado para conseguir cambios reales en los modelos de negocios de los emisores con una mala evaluación en materias de sostenibilidad.

¿Desinversión o Engagement?

La estrategia de desinversión, por una parte, consiste en la venta de acciones de una compañía (normalmente llamadas en inglés dirty companies) en respuesta a preocupaciones sobre temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, buscando con eso presionar los precios de mercado y así hacer más difícil y costoso para esas compañías levantar capital o, dicho de otro modo, aumentando de esta forma el costo de capital. No se trata para nada de una estrategia nueva ni una que haya quedado en desuso. Ya en la década de los 80, el movimiento anti-apartheid promovió la desinversión en compañías sudafricanas y actualmente, según el PRI, más de 1500 compañías con casi USD \$40.000 millones de activos administrados se han comprometido públicamente a deshacerse de sus inversiones en combustibles fósiles.

¹ Edmands, Alex and Levit, Doron and Schneemeier, Jan, Socially Responsible Divestment (November 11, 2022). European Corporate © 2023 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

Governance Institute – Finance Working Paper No. 823/2022, Proceedings of the EUROFIDAI-ESSEC Paris December Finance

Sin embargo, la evidencia ha mostrado que el principal desafío bajo esta estrategia es que la desinversión no logra generar cambios reales y relevantes en la forma de hacer el negocio en las compañías con mal desempeño ESG. Uno de los motivos detrás de esto es que el financiamiento no ha dejado de existir. Si el inversionista, que busca deshacerse de este activo (“dirty company”), logra su objetivo es porque hubo un comprador con un perfil de riesgo distinto que consideró el precio de venta lo suficientemente atractivo y, probablemente, sus decisiones de inversión no tengan restricciones de exclusión de ningún tipo e incluso quizás no tenga ningún interés en temas relacionados a ESG. En ese escenario, se hace aún menos probable que se logren cambios reales en la forma en que la compañía funciona.

Compromisos de largo plazo

Específicamente, el cambio climático y el acuerdo de París junto con el compromiso de Net Zero Emission al 2050, han promovido que muchos inversionistas a lo largo de todo el mundo anuncien públicamente objetivos de desinversión de activos relacionados a combustibles fósiles. Sin embargo, una parte de esos activos al parecer no están desapareciendo, sino más bien sólo cambiando de mano. Según el artículo de The Economist “The True about Dirty Asset” publicado en febrero 2022, compañías de private equity han invertido en los últimos dos años cerca de US\$ 60.000 millones en activos asociados a combustibles fósiles que han sido vendidos por compañías petroleras europeas que buscaban “bajar” sus niveles de emisiones.

Hay bastante evidencia académica que avala este punto, entre ellos un estudio realizado por los profesores Berk y H. Van Binsbergen de la Universidad de Stanford y la Universidad de Wharton ², respectivamente, donde demuestran que el impacto de la desinversión es muy limitado sobre el costo de capital como para generar un efecto real en las decisiones estratégicas corporativas. Tomando EE.UU. como mercado de estudio, Berk y H. Van Binsbergen

llegaron a la conclusión que para un aumento de sólo un 1% en el costo de capital se requiere una tasa de participación de los inversionistas responsables de 80% sobre el total de la riqueza invertida mientras que, en ese país, actualmente, estos representan solo un 2%.

Por otra parte, la estrategia de engagement o propiedad activa, definida por el PRI como el uso de influencia por parte de los inversionistas con el objetivo de maximizar la generación de valor de largo plazo del emisor, incluyendo el valor económico, social y medioambiental, cuenta con innumerables ejemplos exitosos y mucha evidencia académica que respalda su efectividad en conseguir cambios reales en la conducta de las compañías.

En el estudio “Socially Responsible Divestment”, Alex Edmans, Doron Levit y Jan Schneemeier³ muestran que en las estrategias de exclusión o desinversión no se encuentra evidencia de acciones correctivas posteriores a la desinversión por parte de las compañías afectadas y sólo hacen sentido en aquellos sectores donde las acciones correctivas no son efectivas en reducir las externalidades, como por ejemplo la industria de armas nucleares. No así en la industria de los combustibles fósiles, donde las acciones correctivas si logran reducir en alguna medida el daño que generan a la sociedad. En esos casos, el estudio demuestra que en la estrategia de inversión y posterior engagement si se observa evidencia de acciones correctivas por parte de las compañías y debería ser el acercamiento preferido por parte de los inversionistas si el objetivo es reducir las externalidades negativas.

Combinación de estrategias para aumentar el engagement

Hay distintas maneras de influenciar la conducta de las compañías, entre ellas todas las interacciones o

² Berk, Jonathan B. y Van Binsbergen Jules H (agosto 2021). The Impact of Impact Investing. <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/impact-impact-investing>

³ Edmans, Alex and Levit, Doron and Schneemeier, Jan, Socially Responsible Divestment (November 11, 2022). European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 823/2022,

Proceedings of the EUROFIDAI-ESSEC Paris December Finance Meeting 2022, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4093518>

diálogos entre los inversionistas institucionales y los emisores, tanto en forma individual como colaborativamente con otros inversionistas, donde se levanten riesgos ESG que puedan estar afectando la generación de valor futura de la compañía y que no estén siendo bien manejados por el emisor. En esta estrategia es muy importante que el inversionista defina expectativas respecto a lo esperado con el objetivo de cambiar la conducta de la compañía. Evidentemente el objetivo no se logrará en forma inmediata, pero en la medida que estos temas se discutan con una mayor recurrencia y sean impulsados por un mayor número de inversionistas, se irán incorporando en las discusiones estratégicas de las compañías y habrá un progreso continuo hacia mejores prácticas ESG.

Otra forma de engagement se realiza a través del ejercicio de votación por parte de los inversionistas en las juntas de accionistas, por ejemplo, votando a favor de propuestas que promuevan un mayor disclosure de información en temáticas ESG relevantes para el emisor/industria o en contra de iniciativas que no se enmarquen dentro de las buenas prácticas ESG.

A pesar de lo anterior, y si bien hay mejor evidencia académica que apoya una estrategia sobre otra respecto a su efectividad en lograr acciones correctivas en materias relacionadas a ESG, no tienen por qué ser excluyentes. Hay algunos expertos de la industria que sostienen que la combinación de ambas estrategias podría llegar a ser más efectiva en conseguir los objetivos de engagement. De esta forma la desinversión forma parte integral del proceso de engagement y es usada cuando todas las otras formas de engagement no han tenido éxito. Sin embargo, para que esta estrategia combinada sea más efectiva que las anteriores, el emisor debe estar en conocimiento desde un comienzo que el inversionista podría comenzar un proceso de desinversión si el objetivo de engagement no se cumple.

corporativo. Por lo mismo, es muy importante que estos temas se empiecen a discutir con mayor frecuencia y se genere más información sobre el funcionamiento de ambas estrategias en nuestro mercado.

¿En qué estamos en LatAm?

En LatAm, la inversión sostenible es una práctica relativamente nueva respecto a países europeos, aun cuando, la región está expuesta a innumerables riesgos medioambientales, sociales y de gobierno

