

Deloitte.



El impacto del ESG score en el valor de las compañías

Febrero 2024

the fact that the \mathbb{R}^n -valued function \mathbf{f} is continuous at \mathbf{a} if and only if each of its components f_i is continuous at \mathbf{a} . This is a useful result because it allows us to reduce the study of the continuity of a vector-valued function to the study of the continuity of its components.

Another important result is the Intermediate Value Theorem for vector-valued functions. It states that if \mathbf{f} is a continuous function from a closed interval $[a, b]$ to \mathbb{R}^n , then the image of $[a, b]$ under \mathbf{f} is a connected subset of \mathbb{R}^n . This means that the image of $[a, b]$ under \mathbf{f} is a single path in \mathbb{R}^n that does not have any gaps or jumps.

Finally, we mention the concept of a vector-valued function being differentiable at a point. A function \mathbf{f} is differentiable at a point \mathbf{a} if there exists a linear map $D\mathbf{f}(\mathbf{a})$ such that

$$\mathbf{f}(\mathbf{a} + \mathbf{h}) = \mathbf{f}(\mathbf{a}) + D\mathbf{f}(\mathbf{a})\mathbf{h} + o(\|\mathbf{h}\|)$$

as $\mathbf{h} \rightarrow \mathbf{0}$. The linear map $D\mathbf{f}(\mathbf{a})$ is called the differential of \mathbf{f} at \mathbf{a} . It is a linear map from \mathbb{R}^n to \mathbb{R}^m that approximates the change in \mathbf{f} as \mathbf{h} changes.

There are many other results and concepts related to vector-valued functions, but these are some of the most important ones. We hope this introduction has been helpful and that you will continue to explore the rich world of vector-valued functions.

As a final note, we mention that the study of vector-valued functions is closely related to the study of differential equations. In fact, many differential equations can be written in the form of a vector-valued function, and the theory of vector-valued functions provides the tools needed to solve these equations.

We hope you have enjoyed this introduction to vector-valued functions. If you have any questions or comments, please feel free to contact us. We are always happy to help and to hear from our readers.

Thank you for reading this introduction to vector-valued functions. We hope it has been helpful and that you will continue to explore the rich world of vector-valued functions.

We are always happy to help and to hear from our readers. If you have any questions or comments, please feel free to contact us. We are always happy to help and to hear from our readers.

Thank you for reading this introduction to vector-valued functions. We hope it has been helpful and that you will continue to explore the rich world of vector-valued functions.



Índice

1. Abstract	1
2. Objetivo y alcance del documento	2
3. Cómo impacta el ESG en valoración	6
4. Principales conclusiones	8
5. Próximos pasos	9

1. Abstract

Desde hace más de una década, se están sucediendo cambios sociales y empresariales que están transformando el mundo económico. Entre los principales cambios se encuentran los relacionados con temas ambientales, sociales y de gobernanza (ASG o ESG por sus siglas en inglés). Son cambios que demanda la sociedad civil en general, y que tienen traslación a los inversores en particular, las empresas están adaptándose para cumplir con los estándares que se están promulgando institucionalmente y en materia de regulación, y comienza a haber evidencias de que aquellas empresas que inviertan en mejorar en estos términos podrán lograr una ventaja competitiva futura, única y sostenible que afectará positivamente a su valoración. En este sentido, en el presente documento hemos analizado si la calificación en materia de ESG de las compañías ha tenido algún impacto y correlación en su valoración. Para ello, nos hemos focalizado en las 600 empresas que componen el índice Stoxx 600, correspondientes a las empresas con mayor capitalización bursátil de Europa, realizando el análisis en base a una regresión de panel de efectos fijos, que permite examinar cómo las variaciones en las calificaciones ESG (ESG score o scoring ESG) afectan a la valoración de las empresas (en términos de múltiplo Enterprise Value / EBITDA), controlando los efectos individuales constantes a lo largo del tiempo. De este modo, y añadiendo variables de control, podemos aislar el efecto del ESG score sobre el múltiplo EV/EBITDA, evitando asignarle efectos que podrían deberse a otras causas. Los resultados que se obtienen de los análisis demuestran la correlación positiva existente entre el ESG score y la valoración de una empresa, ya que por cada 10 puntos que crezca el ESG score, el EV/EBITDA crece entre un 3% y un 5% para el total de la muestra.



2. Objetivo y alcance del documento

Los cambios sociales y económicos que se están produciendo en las últimas décadas están transformando la forma en que los agentes privados y públicos de la economía se relacionan entre sí. Una de las mayores disrupciones es todo lo relacionado con el cambio climático y sus impactos en la economía y el mundo empresarial, lo que está suponiendo un incremento de gastos y costes de oportunidad para las empresas. También las demandas de la sociedad, principalmente de los inversores, van en la línea de exigir mayor transparencia, mayor orientación a aspectos sociales y mejor toma de decisiones de los órganos de administración. Todo ello va ligado a lograr una ventaja competitiva en el futuro para aquellas organizaciones que inviertan en el desarrollo de iniciativas que incidan en unos flujos de caja futuros mayores, pero también más sostenibles en el tiempo.

En este sentido, tal y como explicó Michael Porter, la ventaja competitiva es un concepto referido a disponer de una característica única y sostenible en el transcurso del tiempo. No es nada nuevo; pero sí que ha tomado protagonismo para la sociedad y para los inversores, sobre todo a partir de la pandemia, incentivando a los gestores a que tengan una visión de maximización del valor empresarial más a largo plazo y buscando otras externalidades positivas de su operativa sacrificando en algún caso parte de la rentabilidad presente en pos de una rentabilidad y competitividad futura y más sostenible.

Sobre esta base, la tendencia observada en los últimos años del sector empresarial es ir adoptando una estrategia que considere la mitigación de los riesgos relacionados con el

ESG a medio/largo plazo, lo que ha supuesto y supondrá cambios en la gestión empresarial hacia una mayor innovación, colaboración y co-creación con competidores, sociedad civil o los gobiernos. A la vez, lanza al mercado el mensaje de que las organizaciones tienen presente en su estrategia estos temas, lo que redundará en aspectos de índole reputacional desde el punto de vista del consumidor y de los inversores. Además, dicha orientación está siendo acompañada desde los órganos reguladores europeos, a través de la publicación de normas que contemplan diferentes exigencias en materia de ESG, que suponen otro impulso claro para que la mayoría de las empresas consideren estos aspectos en su planificación futura.

Ligado a lo anterior, el verdadero interés por mejorar las actividades empresariales para que contribuyan positivamente a aspectos ESG se afianza a lo largo de la década de 2010, en la que la Unión Europea, con el objetivo de llegar a una economía mundial sostenible y más eficiente, publica la Directiva de información no financiera (“NFRD”), trasponiéndose al ordenamiento español a finales del año 2018 con la Ley de Información no Financiera 11/2018, que requiere a las empresas la divulgación de la información sobre su modelo



de negocio, políticas e indicadores relativos a retos medioambientales, sociales y de gobernanza. En esa línea, a finales de 2022 se aprobó la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (“CSRD”) que amplía el rango de acción de la directiva tratada anteriormente y que deberá trasponerse en los ordenamientos de cada uno de los países de la UE. Cabe reseñar que las empresas para las que esta normativa sea de aplicación, deberán divulgar lo que se recoge en el CSRD así como la publicación de los informes de sostenibilidad bajo los nuevos estándares a partir de 2024.

Sin embargo, no es hasta la publicación de la Regulación de la Taxonomía de la Comisión Europea en julio de 2020 cuando este interés toma un mayor protagonismo para el sector empresarial europeo, ya que se crea una regulación para definir qué prácticas son medioambientalmente sostenibles. En este sentido, se establecen seis objetivos medioambientales:

- i. mitigar los efectos del cambio climático;
- ii. adaptarse al cambio climático;
- iii. el uso sostenible y la protección de los recursos del agua y el mar;
- iv. la transición a una economía circular;
- v. prevención y control de la contaminación; y
- vi. la protección y restauración de los ecosistemas y la biodiversidad.

Más allá de la regulación, cabe reseñar que es tanto una demanda de los reguladores y supervisores como una demanda social, accionarial y del resto de stakeholders, que lleva tiempo integrándose en las inversiones que realizan los principales fondos de inversión del mundo. En esa movilización de recursos, el coste es alto, tanto en términos tangibles como intangibles y, por lo tanto, tiene un impacto

sustancial en las proyecciones y en el propio valor de las empresas, además de que las empresas minimicen el riesgo inherente a estos factores, convirtiéndolas en empresas más resilientes a los cambios.

En este sentido, las empresas no tomarían sólo estas decisiones por cuestiones internas o de imagen, pues existen inversores que buscan generar impacto positivo a través de sus inversiones, como los inversores de impacto. Estos inversores tienen una intencionalidad clara de generar impacto positivo y medible. Las expectativas de los inversores varían en cuanto a riesgo, rentabilidad e impacto según su posicionamiento interno. Por ello, dentro de este tipo de inversiones encontramos las “finance-first” donde encontramos principalmente a bancos, fondos de pensiones, fondos soberanos e instituciones de financiación del desarrollo que tratan de obtener rendimientos financieros competitivos en el mercado a partir de inversiones que ofrecen la perspectiva de un impacto social y medioambiental positivo (Freireich y Fulton 2009). En cambio, muchas fundaciones y family offices prefieren posicionarse como inversores de “impact-first”, que buscan maximizar el rendimiento social o medioambiental con el mínima rentabilidad financiera (Freireich y Fulton 2009; Harji y Jackson 2012), alineándolo con los valores o principios propios. En este sentido, en los informes realizados por el Global Impact Investing Network (GIIN), se recoge, como por ejemplo, la importancia de dichas inversiones en métricas en la mejora de la calidad de trabajo y la aceleración hacia objetivos globales de mitigación del cambio climático.

Cornell y Damodaran (2020) redundan en la misma idea, ya que ratifican que hay inversores que prefieren una orientación hacia aspectos relacionados con el ESG marcados en sus estrategias, incluso sacrificando parte de la

rentabilidad hoy por una ventaja competitiva, un menor riesgo y unos mayores flujos de caja en el futuro. Dicho de otro modo, para las empresas con una clara orientación hacia estos aspectos deberían redundar en unos menores costes financieros o en una menor percepción del riesgo a través de la tasa de descuento, pero también en mayores flujos de caja. En este sentido, tener una orientación ESG debería tener una influencia en el retorno que exige el accionista o en los flujos que exigiría el inversor de deuda que emitiera la entidad.

La gran dificultad en la actualidad es utilizar una variable que nos permita cuantificar los impactos. En este sentido, numerosas casas de análisis están publicando el denominado ESG score desde 2017. Estos ratings recogen características de las compañías sobre los tres principales aspectos a valorar, es decir, sobre el medio ambiente (como emisiones de gases de efectos invernadero, contaminación y generación de residuos, utilización del agua o de la tierra), social (como la diversidad en el ámbito laboral, seguridad en la gestión, derechos humanos en la cadena de suministros, compromiso con el cliente y labores que mejoren las comunidades donde la

empresa tiene exposición) y la gobernanza (como la estructura y tamaño, código ético y valores, transparencia y reporting, y los riesgos financieros y operacionales que asume).

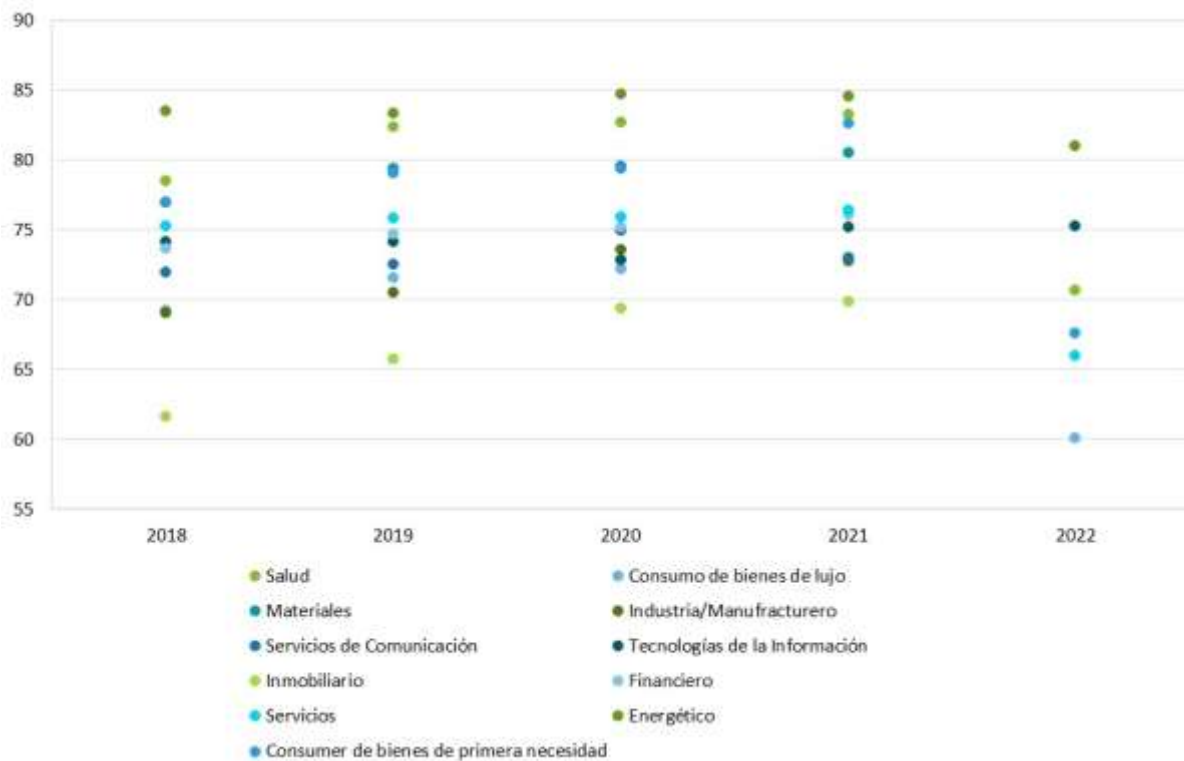
En el siguiente gráfico relacionamos el ESG score obtenido de Refinitiv/Reuters para las compañías componen el Stoxx 600 agrupadas en 11¹ sectores, con el objetivo de comprobar cuál ha sido la evolución del score por sector y tiempo. Se observa que prácticamente todos los sectores han experimentado un crecimiento de su ESG Score en los primeros cuatro años de publicación del score, evidenciando una mejora y una mayor orientación hacia estrategias que incluyan componentes o riesgos ESG en Europa. Cabe reseñar la evolución en el año 2022, que experimenta una caída respecto a 2021, derivado de los acontecimientos acaecidos en el contexto geopolítico y su influencia sobre los precios energéticos. En este sentido, numerosas empresas a nivel europeo tuvieron que diversificar sus fuentes energéticas para contrarrestar las restricciones acontecidas de ciertas materias primas energéticas, lo que ha provocado una ligera caída de los ESG score.



¹ La división de los sectores que hemos realizado son los siguientes: Financiero, Industrial, Inmobiliario, Salud, Energético,

TIC, Consumo discrecional, Consumo primera necesidad, Servicios, Servicios de comunicación, materiales.

Gráfico 1: Relación entre el ESG score medio ponderado por sectores 2018-2022



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Reuters, Bloomberg y S&P Capital IQ

Utilizando esta variable, en el presente documento nos proponemos analizar si presentar un mayor nivel o una mejora del ESG score y, en definitiva, una orientación estratégica que tenga en consideración los aspectos ESG tiene algún impacto en el valor de las compañías. Para ello, realizamos un análisis transversal por sectores europeos,

seleccionando las 600 compañías que cotizan en el Stoxx 600, además de temporal, con un análisis que comenzará en 2018 desde que la mayoría de las empresas del mismo índice obtiene un nivel de ESG Score. El objetivo final es determinar si la evolución o el reflejo de dicho scoring tiene algún impacto en el valor de una entidad.

3. Cómo impacta el ESG en valoración

En este punto evidenciamos los resultados del ejercicio econométrico que hemos realizado para conocer si hay relación entre el rating/score ESG y la valoración de las empresas.

En primer lugar, como afirman Bua, G. et al., (2022) o Aybars et al. (2019), las empresas que incorporen aspectos ESG en su organización tendrán impactos positivos en sus valoraciones. En este sentido, a través del ESG score recogeríamos qué empresas están invirtiendo más en ESG en comparación con otras.



En este sentido, vemos que el impacto del ESG score es individualmente significativo y que las variables del modelo son significativas de forma conjunta. En concreto, por cada 10 puntos que incrementamos el ESG score en una compañía, su EV/EBITDA se incrementa entre 0,4 y 0,7 puntos, que, para la empresa promedio en nuestra muestra, supondría incrementar su EV/EBITDA² entre un 2,7 % y un 4,7 %.

Por otro lado, tal y como mencionan Henizer, I. y Mezzanica, A. (2022) separando el impacto por industrias se pueden captar mejor los impactos que tendría el ESG score en la valoración de la muestra.

Por este motivo, si analizamos este impacto por sectores, vemos que para el sector servicios la influencia del ESG score sería mayor, suponiendo un aumento de entre 0,6 y 1.1 puntos de EV/EBITDA por cada aumento del ESG score de 10 puntos. La mejora de ESG Score vendría de la mano de inversiones por parte de la compañía o mejoras en la taxonomía que requiere la regulación, principalmente. Esto puede deberse a dos motivos: por un lado, a que la inversión en ESG tiene mayores retornos sobre las empresas del sector servicios; o, por otro, a que la ratio EV/EBITDA promedio es mayor en el sector servicios que en el resto. Esta segunda tesis es relevante, ya que, en la muestra analizada, la ratio EV/EBITDA promedio de los servicios está por encima de la media del total de empresas. Aun así, el impacto sobre la empresa promedio del sector servicios podría ser ligeramente mayor, entre el 3,6 % y el 6,6 %.

² EV/EBITDA promedio total: 15,00; sector servicios: 16,67; e industria: 12,06

En segundo lugar, si vemos los resultados del análisis para el sector industrial, observamos un impacto de entre 0,1 y 0,3 puntos en el EV/EBITDA por cada 10 puntos de aumento del ESG score. Del mismo modo que ocurre con el sector servicios, vemos que en términos relativos al EV/EBITDA promedio del sector, el impacto es similar al del conjunto de los sectores, siendo el impacto sobre la empresa promedio de un aumento de entre 1 % y 4 % por cada 10 puntos de aumento de ESG score, estando la industria en la parte más baja de este rango y los servicios en la más alta.

Por último, con el objetivo de descomponer los impactos que podría producir las inversiones en mejorar el ESG score empresarial, hemos intentado descomponer el denominador en ingresos y gastos tratando de discernir de forma más aproximada cuál es el canal de impacto.

De este modo, vemos que un aumento de 10 puntos en el ESG score supone un aumento en los ingresos de las empresas de entre el 1 % y el 2 %, mientras que supondría un incremento de los costes de entre el 0 % y el 1 %, es decir, que la rentabilidad de la empresa es mayor a medida que invierte más en ESG, lo que va en línea con lo visto en Giese et al. (2019), que propone que las empresas con un perfil fuerte en ESG son más competitivas y que, por tanto, pueden utilizar esta ventaja comparativa para obtener retornos mayores.



4. Principales conclusiones

El ESG va más allá de ser una tendencia pasajera. Es una de las variables principales que van a condicionar la estrategia de las empresas en el presente y futuro, en pos de generar una ventaja competitiva sostenible. Todo ello incentivado por la normativa originada por reguladores y supervisores, por la demanda de la sociedad y también por las exigencias de los accionistas e inversores que orientan su capital hacia las empresas que desarrollan dichas prácticas. Es evidente que hay ciertos inversores que prefieren sacrificar parte del valor en el corto plazo para que crezcan los flujos de caja futuros.

Por otro lado, del análisis que hemos realizado de comparar el ESG score con diferentes métricas de negocio o valoración, la principal conclusión que se extrae es que el ESG score tiene una relación positiva con la valoración empresarial, lo que refuerza la idea de que el mercado valora más aquellas empresas con una mayor orientación hacia desarrollar una ventaja competitiva sostenible en el futuro.

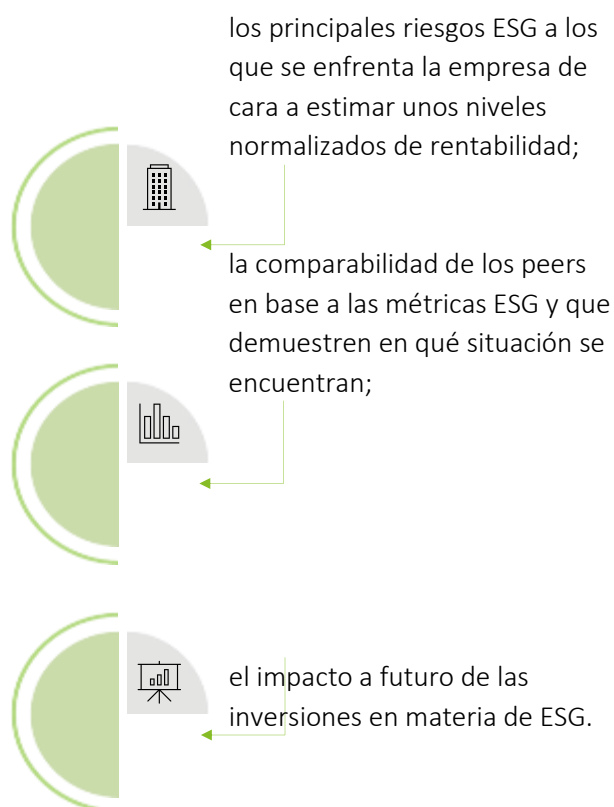
Esto se pone de manifiesto en nuestro estudio por las siguientes conclusiones principales:

- en primer lugar, se evidencia el impacto positivo del ESG score en la ratio EV/EBITDA de las entidades que componen el Stoxx 600;
- esta relación positiva y significativa se mantiene para los distintos sectores económicos analizados;
- este impacto es similar en términos relativos para los distintos sectores;
- se observa que el impacto del ESG es mayor sobre los ingresos que sobre los gastos de

las empresas, lo que podría evidenciar un impacto positivo en EBITDA;

- siendo así, el impacto es positivo sobre la ratio EV/EBITDA, ya que inciden de manera positiva tanto el numerador, en mayor proporción, como en el denominador, tal y como apuntan otros estudios mencionados.

Nuestro análisis pone de manifiesto la relación que existe entre ESG score y la valoración de las empresas. En este sentido, será cada vez más relevante que en los ejercicios de valoración se tengan en cuenta, entre otros, los siguientes aspectos:



5. Próximos pasos

Como en cualquier análisis empírico, existen limitaciones al alcance de los análisis realizados. Las limitaciones que hemos considerado en nuestro estudio son:

- El ESG score es una métrica que se va a ir refinando con el paso del tiempo. En este sentido, aunque ya tiene en cuenta las diferencias en función de la industria, determinar cuál de los tres componentes (medioambiental, social o gobernanza), puntúa más es determinante a la hora de hacer distinciones. Tanto en cuanto se vayan refinando las métricas, mejor serán los análisis que se puedan realizar;
- Cada ESG score toma KPIs y valores de los mismos distintos, lo cual dificulta mucho la toma de decisiones en base a estos ratings. Una medida más homogénea a nivel europeo, iniciativa que está cogiendo forma actualmente, ayudaría a la toma de decisiones por parte de los gestores e inversores;
- El ESG score es una métrica que tiene una limitación temporal importante, ya que sólo se publica de manera anual y el periodo muestral es escaso debido a su publicación desde los últimos cinco años. Por este motivo, los análisis pueden ser limitados. Tanto en cuanto se vayan publicando con mayor frecuencia y cuando se disponga de un mayor horizonte temporal, los análisis serán más robustos;
- En materia de valoración, el desglose de las partidas de gastos e ingresos que provienen de las inversiones en ESG es muy limitado y no se puede asignar qué partidas corresponden a la influencia de ESG y cuáles

no. En función de lo que prime la regulación en relación con la transparencia en materia de ESG, se podrá aumentar la profundidad de los análisis.

Por lo tanto, este análisis es evolutivo, y es susceptible de futuras actualizaciones en función de los datos que se vayan publicando. Cabe destacar que la incorporación de estas métricas en términos de un análisis geográfico en función de cómo vayan mejorando las empresas en temas relacionados con el ESG, principalmente en negocios de primer mundo, enriquecerá las regresiones de paneles de datos que se han realizado en el presente documento, y nos permitirán extraer más conclusiones relacionadas con las mejoras de ESG en materia de mayores flujos de caja y, en definitiva, una mayor ventaja competitiva.





Concha Iglesias

Socia | Líder de Cambio Climático y Sostenibilidad
coiglesias@deloitte.es



Emilio Zurilla

Socio | Responsable de Economics, Valuation & Modeling de Financial Advisory
ezurilla@deloitte.es



Mario Ortega

Socio | Responsable de ESG de Financial Advisory
marortega@deloitte.es



Alfonso Redondo

Socio | Economics, Valuation & Modeling de Financial Advisory
aredondo@deloitte.es



Olga de Berge

Senior Manager | Financial Advisory - ESG
odebergepineo@deloitte.es



Fernando Rojas

Manager | Financial Advisory
crojatraverso@deloitte.es

Deloitte hace referencia a Deloitte Touche Tohmatsu Limited («DTTL») y a su red global de firmas miembro y sus entidades vinculadas, ya sea a una o a varias de ellas. DTTL (también denominada «Deloitte Global») y cada una de sus firmas miembro son entidades jurídicamente separadas e independientes. DTTL no presta servicios a clientes. Para obtener más información, consulte la página

Deloitte presta servicios de auditoría, consultoría, legal, asesoramiento financiero, gestión del riesgo, tributación y otros servicios relacionados, a clientes públicos y privados en un amplio número de sectores. Con una red de firmas miembro interconectadas a escala global que se extiende por más de 169 países y territorios, Deloitte aporta las mejores capacidades y un servicio de máxima calidad a sus clientes, ofreciéndoles la ayuda que necesitan para abordar los complejos desafíos a los que se enfrentan. Los más de 412.000 profesionales de Deloitte han asumido el compromiso de crear un verdadero impacto.

Esta publicación contiene exclusivamente información de carácter general, y ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited, ni sus firmas miembro o entidades asociadas (conjuntamente, la “Red Deloitte”), pretenden, por medio de esta publicación, prestar un servicio o asesoramiento profesional. Antes de tomar cualquier decisión o adoptar cualquier medida que pueda afectar a su situación financiera o a su negocio, debe consultar con un asesor profesional cualificado. Ninguna entidad de la Red Deloitte será responsable de las pérdidas sufridas por cualquier persona que actúe basándose en esta publicación.