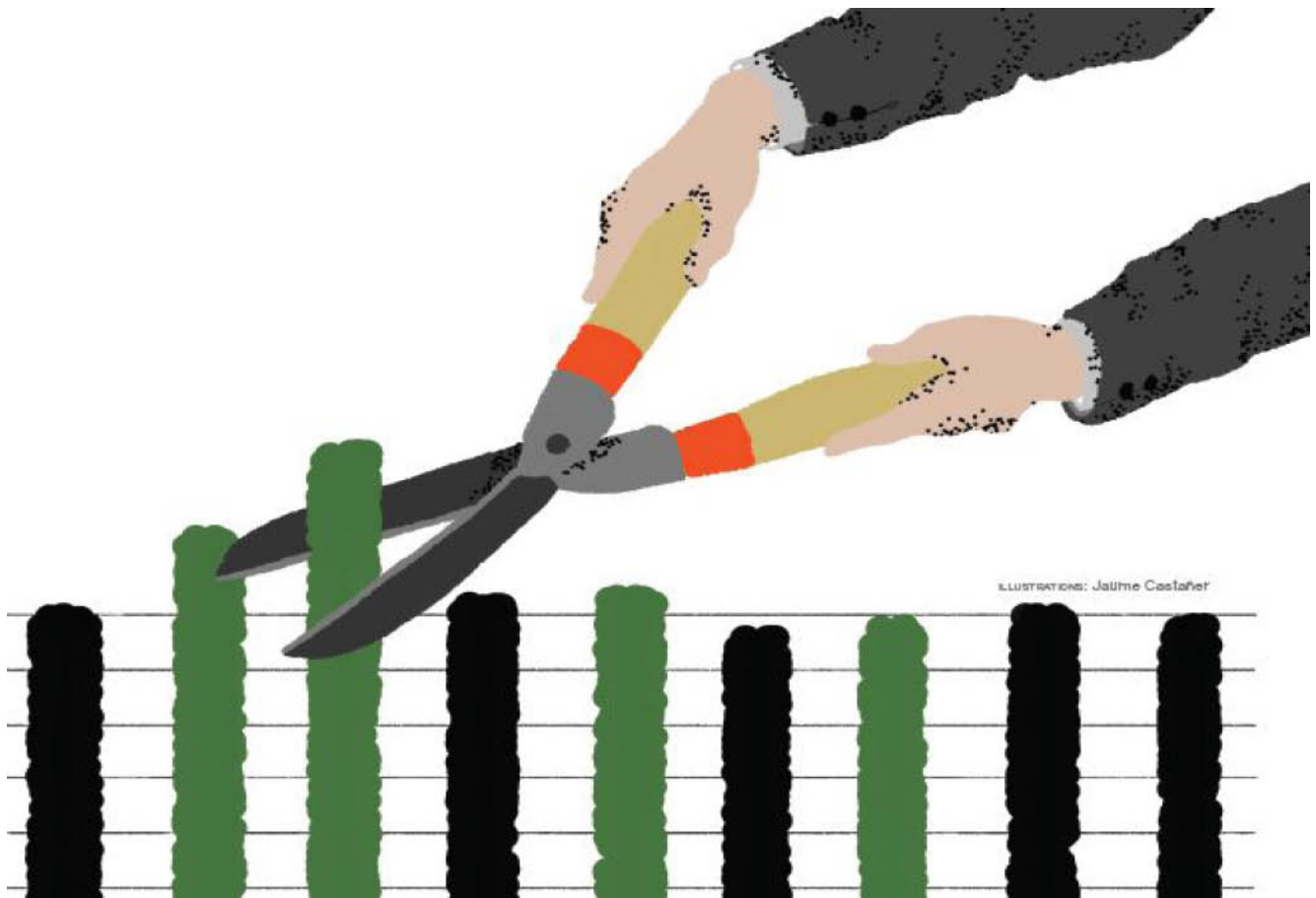


El ESG ha muerto, viva el ESG

Los factores ESG son cruciales para el valor a largo plazo de una empresa, pero no por ello más especiales que otros activos intangibles. Fabrizio Ferraro conversa con Alex Edmans sobre esta dicotomía.



16 de enero de 2023

Entrevista del profesor del IESE [Fabrizio Ferraro](#) a [Alex Edmans](#)

Hace diez años, en su artículo de *IESE Insight* "[Por qué crece la inversión responsable](#)", el profesor del IESE Fabrizio Ferraro dejaba constancia de la incorporación de los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) a las prácticas de inversión. En aquel entonces crecía el interés por este campo, sobre todo en la Europa sacudida por la crisis financiera global. Ferraro instaba a los directivos a "preguntarse cómo afectará a sus empresas la inversión responsable" y aseveraba que aún "queda mucho por hacer para que las instituciones puedan gestionar este giro histórico".

Por eso a Ferraro le intrigó una nueva investigación de Alex Edmans, profesor de la London Business School y conocido defensor del ESG, titulada explícitamente "[The end of ESG](#)" (El fin del ESG). Aprovechando la asistencia de Edmans a la [Conferencia de Gobierno Corporativo del IESE-ECGI](#) el pasado mes de octubre, Ferraro habló con él sobre su sorprendente afirmación.

Fabrizio Ferraro: Asegura que el ESG "no es nada especial" y que "no se debería elogiar más a las empresas por mejorar su rendimiento ESG". ¿A qué se refiere?

Alex Edmans: Lo que me inspiró a escribir "[The end of ESG](#)" fue un artículo del premio Nobel de Economía Richard Thaler titulado "The end of behavioral finance" (El fin de las finanzas conductuales). Su tesis es que deberíamos dejar de ver las finanzas conductuales como un nicho y, en cambio, saber de psicología, no solo de flujos de caja y tasas de descuento, para entender en toda su magnitud las clases de activos. En la misma línea, lo que digo es que el ESG no necesita un término específico, porque eso implica que es un nicho, y no un elemento tan crucial para el valor a largo plazo de una empresa que cualquier gestora de fondos o directivo debería tomárselo muy en serio, independientemente de si el ESG aparece en su cargo o no.

El reverso de la importancia del ESG es que no debería ser tratado como un activo especial. Empresas e inversores lo han puesto en un pedestal y, tal y como están las cosas, ganas más puntos por mejorar tu huella de carbono que, por ejemplo, por trabajar por la innovación, la productividad, la retención de clientes o la estrategia. Se podría alegar que el CO2 tiene un efecto tremendo en la sociedad. Pero, si una empresa no es innovadora, eso también puede tener un grandísimo impacto en la sociedad, como cuando quebró Kodak y 150.000 empleados perdieron su trabajo. Así que diría que el ESG no es ni más ni menos especial que otros activos intangibles que impulsan el valor a largo plazo y generan externalidades positivas para la sociedad.

FF: ¿Pero no sería prematuro dar por finiquitado el ESG? Si miramos los datos,

aunque algunos inversores y gestoras de activos están descarbonizando e integrando el ESG, sigue habiendo muchos que, evidentemente, no lo están haciendo. ¿No es peligroso decirle ya a la gente que hable de la creación de valor a largo plazo en general y no del ESG?

AE: Yo lo veo de otra manera. La gente señalará a los inversores que no apoyan las propuestas ESG para hacer visible que no las están cumpliendo. Por ejemplo, en Reino Unido hubo una fuerte reacción en contra de los inversores que no habían respaldado la campaña por un salario digno en la cadena de supermercados Sainsbury's. No obstante, la gente no tiene en cuenta las contrapartidas que eso implica. En un entorno recesivo con márgenes estrechos, el aumento de los sueldos podría obligarte a incrementar los precios a tus clientes en un momento de crisis del coste de la vida. Hacer lo que, a primera vista, parece ESG, a la larga, podría no serlo.

Muchos también señalarán a inversores y gestoras de activos que siguen teniendo empresas de combustibles fósiles en su cartera para dejar patente que aún queda mucho por hacer en el ESG. Pero hay estudios que indican que la mejor manera de descarbonizar la economía es quedarse e implicarse en esas empresas. En el artículo "[Socially responsible divestment](#)", que he escrito con otros autores, planteo que no es bueno excluir completamente a un sector, porque dejas a las empresas de gas y petróleo sin incentivos para que se reformen. Proponemos una estrategia mejor, llamada *tilting* (inclinación).

FF: ¿Puede explicar en qué consiste?

AE: Desde luego. Si eres un inversor interesado en la descarbonización, habrá quien diga que la mejor manera de lograrlo es hacer caer las acciones de las empresas contaminantes para que, así, les cueste más captar capital y expandirse. Pero, si adoptas la estrategia de eliminar para siempre todas las empresas de combustibles fósiles de tu cartera, ¿cómo vas a incentivar a sus CEO para que las reformen? Nosotros proponemos una estrategia más flexible, que es precisamente la idea del *tilting*: apartarse de la industria de los combustibles fósiles, pero no excluirla. ¿Por qué? Porque si eres una de las mejores empresas del sector, tienes un plan de transición creíble y hay pruebas de que lo estás poniendo en práctica, continuaremos invirtiendo en tu compañía y te animaremos a seguir por ese camino.

¿Significa eso que todo el mundo está haciendo bien el ESG? Por supuesto que no. Pero sí creo que una manera de hacerlo mejor es no verlo como algo especial, sino tenerlo en cuenta junto con otros factores igualmente importantes a largo plazo.

FF: Coincido en que las críticas a algunos inversores pueden ser injustas -por implicarse en lugar de desinvertir-, pero también vemos una creciente politización del ESG, sobre todo en Estados Unidos. Así, algo que no debería ser particularmente controvertido para los inversores comienza a formar parte de una guerra cultural más amplia.

AE: Por desgracia, está sucediendo, igual que con el cambio climático y los gases de efecto invernadero, que empezaron como cuestiones exclusivamente científicas y ahora están relacionadas con una identidad política.

Algunos activistas tildan a los republicanos –a quienes ridiculizan– de negacionistas del cambio climático para ganar puntos. Pero es contraproducente. Una investigación del [Cultural Cognition Project](#) de la Universidad de Yale muestra que, cuanto más asocias algo con una identidad cultural, menos convincente eres. Burlarse de los republicanos tachándolos de negacionistas sugiere que, para ser un verdadero republicano, has de ser un escéptico con el cambio climático, por lo que incluso si les das pruebas sólidas, las ignorarán. Está pasando lo mismo con el ESG. Un profesor muy conocido ha tildado a los escépticos del cambio climático de “talibanes” y “terraplanistas”.

Creo firmemente que el cambio climático es una amenaza grave, pero el escepticismo con el ESG es sano. No todos los factores ESG mejoran el rendimiento a largo plazo de la empresa. Algunos activos intangibles, como la innovación y un gran liderazgo, pueden tener un mayor impacto en la sociedad que el ESG. Deberíamos poder tener un debate sano sobre qué factores son relevantes, o materiales, tanto para el valor financiero como para el social sin cerrarse en banda. Esa es otra de las razones por las que escribí “[The end of ESG](#)”, para recalcar que todos deberíamos querer que las empresas creen valor a largo plazo, independientemente de nuestras creencias políticas, así como considerar e intentar aprender de las distintas opiniones sobre cuál es la mejor manera de lograrlo.

FF: Ha hablado de materialidad. Puede que algunos factores ESG no sean materiales para una empresa desde el punto de vista financiero, pero tengan un gran impacto social, el cual podría ser material en cuanto a que supone un riesgo sistémico para la compañía. Esa es la esencia de las nuevas normas sobre información corporativa de la EU, que entran en vigor en 2023 y obligan a las empresas a divulgar, no solo los impactos financieros directos, sino también los posibles impactos no financieros en las personas, la sociedad y el medioambiente. ¿Podría hablarnos de este concepto de “doble materialidad”?

AE: Sí, el principio de “doble materialidad” sirve para que las empresas piensen de un modo más amplio en sus responsabilidades. Imaginemos una tecnológica en la que sus relaciones públicas se anotan un buen tanto prohibiendo todos los vuelos de negocios para reducir su huella de carbono. Sin embargo, la desinformación, la ciberseguridad o el ciberacoso pueden ser factores más materiales tanto para su éxito financiero como para su impacto en la sociedad. Con respecto a la materialidad, hemos de pensar en lo que es material para cada empresa en lugar de aplicarles a todas las mismas reglas, como decía antes.

FF: En su libro *Grow the pie*, de 2020, aborda esta mentalidad de ellos contra nosotros, que cada vez más afecta a las empresas y la sociedad, y pide un enfoque más matizado. ¿Cómo podemos cambiar nuestra manera de pensar?

AE: Cuando tienes una mentalidad de dividir el pastel, piensas que la única manera de estar mejor es que el otro esté peor. Así, piensas que la única manera de defender el medioambiente es regular fuertemente la actividad de las empresas, o que la única manera de que tu empresa gane dinero es explotar el medioambiente.

En cambio, la mentalidad de hacer más grande el pastel consiste en valorar las dos partes de una disputa y buscar una posición que apoye a ambas, en lugar de enfocarlo todo como un juego de suma cero y avivar la indignación de los ciudadanos de a pie. Es una cuestión que trasciende el debate actual sobre el ESG.

También lo aplicaría a la formación de directivos. Hay quien dice que deberíamos enseñar “soluciones climáticas” en todas las clases, pero, si imparto un curso sobre dinámicas de equipo, el clima no es material, mientras que las dinámicas de equipo son enormemente materiales para la sociedad. La gente dice: “¡Pero es que el clima es muy importante!”. Estoy de acuerdo. De hecho, me parece tan importante que debería dejarse en manos de los expertos y no de un profesor que tenga que consultar Wikipedia para cumplir una arbitrariedad educativa.

FF: Como educadores, ¿qué deberíamos enseñar a los alumnos de MBA y a los directivos para que estén lo más preparados posible para incorporar el ESG?

AE: En primer lugar, diría que nuestra función como profesores no es enseñar el ESG, sino enseñar bien nuestras materias. Necesitamos una docencia excelente, no solamente enseñar el ESG, basada en una investigación académica sólida y relevante para el mundo real.

En segundo lugar, en la medida en que enseñamos el ESG, tenemos que entender que los factores ESG, al igual que la cultura corporativa, no se pueden medir fácilmente, y que

intentar reducirlos a métricas cuantitativas es problemático. Deberíamos adoptar cierto grado de subjetividad con el ESG y sentirnos cómodos con eso, así como evaluarlo mediante encuestas, conversaciones con los empleados y otros métodos de valoración cualitativa. Reconocer este hecho no solo no perjudica a este campo de estudio, sino que, de hecho, resulta bastante útil.

FF: En su artículo de 2021 sobre la retribución de los CEO afirma algo parecido al sostener que no todo lo importante se puede cuantificar fácilmente, por lo que tenemos que profundizar más.

AE: Exactamente. Un economista racional diría que un CEO debe esforzarse para aumentar el valor de su empresa y que la única manera de conseguir que lo haga es pagándole más. Hablamos de compensación ejecutiva cuando compensamos a alguien por hacer algo que, de lo contrario, no haría. Pero ¿siempre es así? Primero, puede que el CEO ya tenga mucho dinero y no necesite más. Segundo, se da por hecho que no hay una motivación intrínseca ni una razón reputacional para esforzarse.

[Lo que hicimos en el artículo](#) –algo inusual en un documento académico– no fue procesar datos en una torre de marfil, sino encuestar a directivos e inversores para saber por qué hacen lo que hacen. Vimos que hablaban de la retribución en términos de recompensa. Imaginémoslo así: si encontrara a un niño perdido por el que dan una recompensa de 5.000 dólares, no es que no me hubiera molestado en salvarlo a no ser que me pagaran; habría querido encontrarlo de todos modos. Pero, por mucho que no necesitara un incentivo, seguiría siendo justo recompensarme como muestra de agradecimiento. Del mismo modo, si un CEO ha creado mucho valor, a la mayoría de las personas les parece justo reconocerle el mérito y recompensarle, como una forma de compartir parte del valor que ha creado.

Lo interesante es que esta lógica de la justicia también se aplica en el lado negativo. Supongamos que sucede algo que escapa al control del CEO, como la pandemia, y no le recortan el sueldo porque, después de todo, no fue culpa suya. Para la mayoría, eso no sería justo. Si los trabajadores están en ERTE, los inversores pierden dinero y las acciones bajan, el CEO debería sufrir igual que todos los demás.

Por eso, se trate tanto de la retribución como de hasta qué punto se cumplen los estándares ESG, conviene recordar que es más complicado de lo que parece. ¿Cumplimos las normas de información ESG solo porque nos obligan a hacer algo que de lo contrario no haríamos? ¿O hay otras dinámicas empresariales en juego? Los intangibles complejos no se pueden reducir a simples métricas cuantitativas.

Una compañera del departamento de Administración se va y voy a regalarle una botella de champán del bueno. ¿Por qué? Tal vez no vuelva a trabajar con ella o verla siquiera, así que ¿para qué molestarme? Diga lo que diga la economía racional, algunas cosas simplemente sienta bien hacerlas.

+INFO:

[“The end of ESG”](#), SSRN Working Paper (2022).

[“Socially Responsible Divestment”](#), SSRN Working Paper (2022).

[“CEO compensation: evidence from the field”](#), SSRN Working Paper (2021).

[Grow the pie: how great companies deliver both purpose and profit](#) (Cambridge University Press, 2020).

Una versión de este artículo se publica en la revista IESE Business School Insight 163.

Puedes adquirir las copias que necesites de la [revista completa en formato PDF](#), para utilizarla en clase, mediante IESE Publishing.

Gracias por leer  **IESE** insight
Para descargar el contenido haz clic en el botón de abajo



Fabrizio Ferraro

Profesor Ordinario y director del departamento de Dirección Estratégica en el IESE Business School. Su investigación actual explora el surgimiento de inversiones responsables y de impacto en el sector financiero.

www.iese.edu/es/insight