Cuadernos de investigación • Inversión responsable

#1
marzo 2021

ISR Y RENTABILIDAD

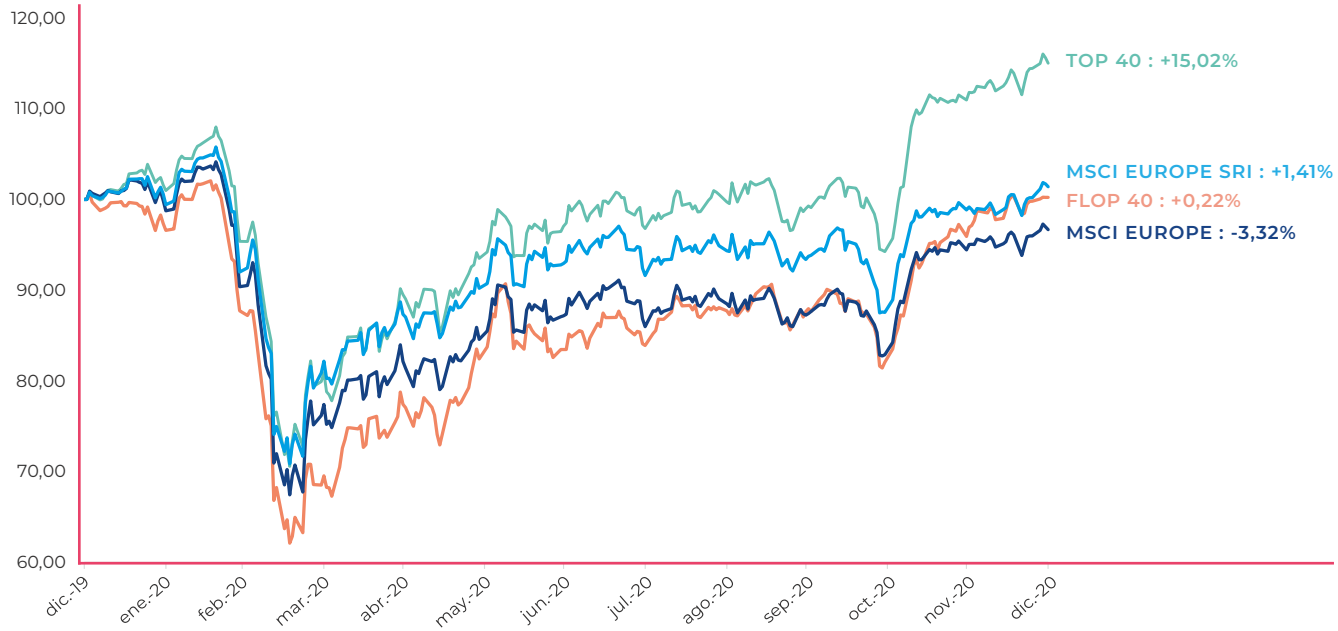
BALANCE 2020

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

¿Cuál es el balance de un año tan singular como 2020?

2020 también se recordará como un año histórico para los mercados financieros, que con la crisis sanitaria mundial desencadenada en el primer trimestre, sufrieron uno de los desplomes más rápidos de su historia. Una caída que será también de la que más rápido se hayan recuperado. El año 2020 fue también único en la historia de nuestro estudio sobre la compatibilidad entre la ISR y la rentabilidad, ya que nos permitió observar los resultados bursátiles de nuestras diferentes carteras en tiempos de crisis y fuerte volatilidad. Los resultados empíricos obtenidos refuerzan nuestra convicción en la importancia de los criterios ASG en la evaluación de las empresas.

Comparación de las rentabilidades de las carteras compuestas por los mejores y peores perfiles ASG en 2020.



1ª observación

Los criterios ASG son un claro factor de rentabilidad superior

Durante este año tan particular, la cartera compuesta con las mejores calificaciones ASG (Top 40) registró una rentabilidad del 15%, frente al 0,2% de la compuesta por las peores calificaciones (Flop 40), lo que supone 68 veces más. Asimismo, cabe destacar la rentabilidad de MSCI Europe SRI (1,4%), superior a la de la cartera Flop 40 (0,2%) y a la de MSCI Europe (-3,32%).

2ª observación

Los criterios ASG son un factor de resiliencia

Con el fin de analizar la resiliencia de las carteras, hemos examinado la rentabilidad y la pérdida máxima (*maximum drawdown*[1]) en el año 2020. Desde la espectacular caída del primer trimestre[2], la cartera Top 40 ha sido la que mejor ha resistido, con una rentabilidad del -19,1% y una pérdida máxima del -34,6%, mientras que la Flop 40 ha registrado una rentabilidad del -30,5% y una pérdida máxima del -39,1%. Los criterios ASG aparecen en este estudio como un factor de resiliencia de las empresas en fases de movimientos extremos a la baja en los mercados.

3ª observación

La resiliencia no excluye la capacidad de recuperación

Mientras que los valores de la cartera Flop necesitaron 323 días para recuperar los niveles anteriores a la crisis, a los de la cartera Top 40 solo les llevó 264, es decir, ¡59 días menos! Los mejores perfiles ASG demostraron también una mayor capacidad de recuperación que la de los peores perfiles.

[1] La pérdida máxima o *maximum drawdown* es un indicador de la gestión del riesgo, expresado en porcentaje del capital invertido, que valora la pérdida máxima histórica que habría podido sufrir un inversor si hubiese

[2] Del 1/1/2020 a 31/3/2020

¿Qué explicaciones podemos dar para entender estas observaciones?

Observamos que los mejores perfiles ASG son mayoritariamente empresas de calidad, con balances sólidos. Esta solidez financiera es aún más buscada por los inversores en periodos de crisis para limitar el riesgo de liquidez.

Las empresas más responsables demuestran una mayor capacidad para identificar y gestionar los riesgos extra financieros. Suelen prestar más atención a la protección de sus empleados y su grado de compromiso. Algunas de ellas ya habían adoptado soluciones de teletrabajo antes de la crisis, ofreciendo así a sus empleados un marco de trabajo propicio para un mayor equilibrio entre vida laboral y vida personal. Estas buenas prácticas adoptadas con anterioridad, en respuesta a los riesgos identificados en la gestión de talento, así como de las relaciones con sus clientes o proveedores, les permitieron ser más ágiles y adaptarse con diligencia al contexto de crisis.

Además, los valores que muestran los mejores perfiles ASG atraen cada vez más suscripciones a medida que la temática de inversión responsable va en aumento. Según Morningstar, los fondos ASG europeos recaudaron 233.000 millones de euros en 2020, es decir, casi el doble que en 2019, hasta alcanzar un saldo total de 1,1 billones euros[1]. Unas cifras que demuestran el creciente interés de los clientes institucionales y finales, cuyo capital sostiene las cotizaciones bursátiles de las empresas responsables.

Por último, ante estos flujos de compra, las salidas de inversores son relativamente inusuales. En efecto, los inversores que dan importancia a los criterios ASG tienden más a ser accionistas a largo plazo, lo que es fundamental para respaldar a las empresas en la adopción de sus proyectos a largo plazo[2].

[1] https://www.morningstar.fr/fr/news/209278/investissement-durable--forte-croissance-de-la-collecte.aspx

[2] *Taking the long view, A toolkit for long-term, sustainable investment mandates* – Universidad de Cambridge

Los cuatro valores que más contribuyeron a la rentabilidad de la cartera Top 40

A pesar de ser ejercicios muy diferentes, ASML y SARTORIUS STEDIM BIOTECH continúan estando, al igual que en 2019, entre los valores que más contribuyeron a la rentabilidad. Estas empresas de calidad confirman su rentabilidad a largo plazo, así como su resiliencia en diferentes fases del mercado. También destacaron THULE GROUP y LONZA.

ASML

calificación ASG 8,1/10

Este productor de máquinas de litografía para la industria de los semiconductores cuenta con contrapoderes sólidos, gracias a un consejo compuesto por consejeros independientes con competencias técnicas adecuadas (semiconductores, electrónica, académica, etc.). La cultura empresarial es muy fuerte y la política medioambiental del grupo incluye ambiciosos objetivos cuantificados a largo plazo. El ciclo de vida útil de los productos se gestiona a la perfección, ya que el 98% de las máquinas producidas desde sus inicios en 1984 siguen activas.

Rentabilidad
2020 : +51,9% | 2019 : +95,3%

sartorius stedim biotech

calificación ASG 7,6/10

Este fabricante de productos destinados a la producción de biomedicamentos (filtros, membranas, bolsas desechables) tiene un buen gobierno corporativo. Destaca por sus excelentes resultados en parámetros medioambientales clave, principalmente el consumo de agua, y gestiona perfectamente la atracción y fidelización de empleados, dos desafíos importantes en este sector en fuerte crecimiento. El grupo trabaja asimismo en la elaboración de productos a partir de bioplásticos con el fin de paliar el aumento de residuos que genera su actividad.

Rentabilidad
2020 : +97,3% | 2019 : +69,9%

Thule Group

calificación ASG 7,8/10

El líder mundial en soluciones de transporte – bastidores y portaequipajes, portabicicletas, cochecitos, etc. – es dirigido por un excelente gobierno corporativo, que destaca por un equipo directivo que ha demostrado su competencia a largo plazo, así como un buen nivel de contrapoderes por parte de un consejo de administración independiente y cualificado. El grupo destaca asimismo por su compromiso de diseñar productos sostenibles y por un excelente análisis de sus riesgos extra financieros, junto con un plan de acción claro para limitar cada riesgo identificado. Por ejemplo, la empresa ha adoptado unas exigentes normas de calidad y sostenibilidad para sus operaciones y las de sus proveedores, asegurando un seguimiento periódico. También desarrolla un plan de formación continua de sus empleados, con el fin de conservar sus talentos y mantenerlos en un alto nivel de experiencia en el mercado.

Rentabilidad
2020 : +41% | 2019 : +38,1%

Lonza

calificación ASG 7,7/10

El grupo diseña productos químicos destinados al sector sanitario, para su uso en la producción de medicamentos, y al sector agroalimentario, por ejemplo, para poder reducir el uso de pesticidas. La empresa destaca por una gran convergencia de intereses con sus accionistas y una exigente remuneración variable del director general. Este grupo suizo se preocupa especialmente por la reducción de su huella medioambiental, así como por la satisfacción y el compromiso de sus empleados, lo que se traduce en una tasa de rotación de personal muy inferior a la media del sector.

Rentabilidad
2020 : +60,1% | 2019 : +36,4%

El vínculo entre inversión responsable y rentabilidad se refuerza

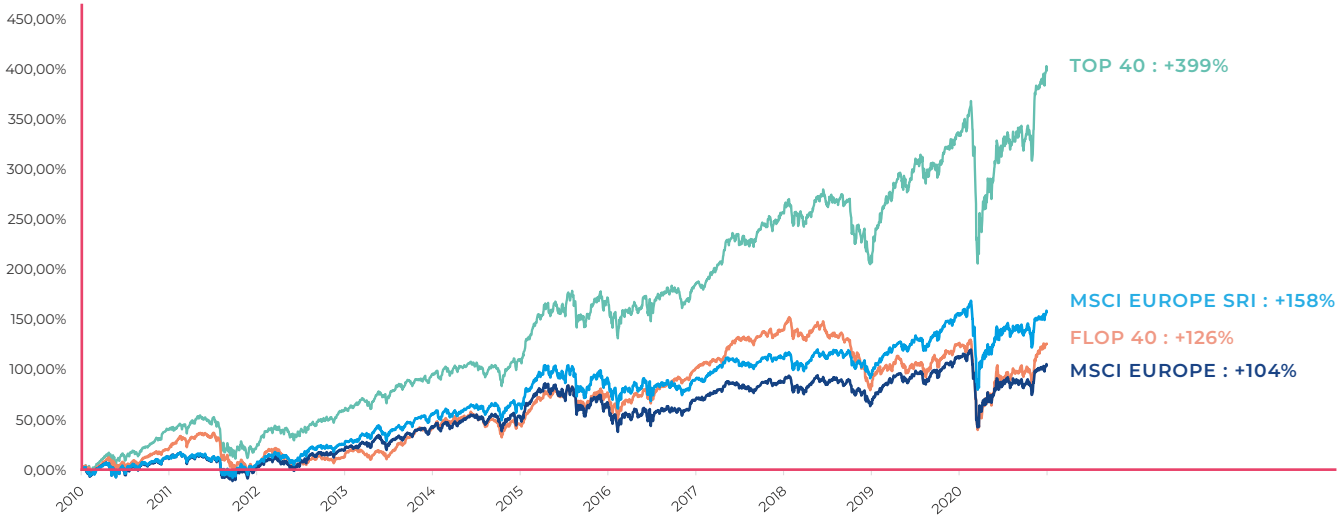
La primera edición del estudio de ISR y rentabilidad by LFDE, publicada a principios de 2019, demostró la estrecha relación que existe entre la consideración de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) y la rentabilidad financiera a largo plazo. El estudio cumple hoy una nueva edición y vuelve a demostrar la rentabilidad superior de los mejores perfiles ASG frente a la de los peores perfiles. En once años, la cartera con los mejores perfiles ASG de nuestro universo (Top 40) ha generado una rentabilidad 3,2 veces superior a la de la cartera con los peores perfiles ASG (Flop 40). La rentabilidad superior vuelve a aumentar este año, tras haber sido de 2,3 veces superior en nueve años[1] y de 2,6 veces superior en diez años[2].

[1] Estudio « ISR y rentabilidad *by* LFDE » - 2019

[2] Estudio « ISR y rentabilidad *by* LFDE un año después... » - 2020

En once años, el ratio rentabilidad-riesgo de la cartera compuesta por las mejores calificaciones ASG es 1,9 veces superior a la de la cartera compuesta con las peores calificaciones, cuando en 9 años era 1,6 veces superior. Por tanto, el aumento de la rentabilidad superior no vino acompañado de una mayor volatilidad.

Comparación de las rentabilidades de las carteras compuestas por los mejores y peores perfiles ASG entre 2010 y 2020



Reafirmación de las conclusiones de años anteriores

Los criterios medioambientales (A), sociales (S) y de gobierno corporativo (G) son todos ellos, de forma individual, fuentes de rentabilidad a largo plazo. En efecto, en once años, las rentabilidades de las carteras con mejores calificaciones sociales (362%), de gobierno corporativo (262%) y medioambientales (233%) superan las rentabilidades de las carteras compuestas por las peores calificaciones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, de las cuales, la mejor registró un 185%.

Sin embargo, de todas las carteras simuladas, la que generó más valor en once años sigue siendo la Top 40 (399%). Y es la cartera compuesta por las peores calificaciones de gobierno corporativo la que generó la peor rentabilidad durante el periodo (120%).

Por tanto, la ponderación única de La Financière de l'Échiquier, que asigna en torno al 60% de la calificación ASG al criterio de gobierno corporativo y el 40% restante a los criterios medioambiental y social, así como mantenerse al margen de las empresas con peor gobierno corporativo, genera mucho valor a largo plazo.

El hecho de que una metodología diferente arroje resultados similares refuerza nuestra convicción sobre los criterios ASG: en efecto, el índice MSCI Europe SRI (154%), con los mejores perfiles ASG, supera la rentabilidad del MSCI Europe (112%).

En 2020, LFDE reforzó su compromiso a favor de la inversión responsable

A finales de diciembre de 2020, el 92% de nuestro patrimonio gestionado de manera activa integra los criterios ASG.

Más de la mitad de los activos (51%) son de ISR o Impact: tres fondos adicionales han obtenido el sello de ISR francés, con lo que ya son nueve los fondos de nuestra gama que cuentan con éste

Nuestros dos fondos históricos de ISR, Echiquier Major SRI Growth Europe y Echiquier Positive Impact Europe, han vuelto a recibir el sello de sostenibilidad belga (Towards Sustainability) y alemán (FNG con tres estrellas). Por su parte, Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe obtuvo el sello belga (Towards Sustainability) por primera vez en 2020.

- Un compromiso que va más allá de nuestra empresa:

Desde su lanzamiento en 2019, L'Ecole de l'ISR *by* LFDE, innovación pedagógica de LFDE que integra los resultados del estudio, ha formado a más de 1.331 profesionales financieros.

Un pied devant l'autre, podcast pedagógico en varios episodios, dedicado a la inversión responsable y lanzado por LFDE en septiembre 2020, acumula ya más de 3.000 reproducciones.

Notebook ◆ Responsible Investment

#2

June 2021

SRI & PERFORMANCE

ESG SIGNAL

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

Research by La Financière de l'Échiquier (LFDE) is intended to constantly refine its understanding of extra-financial issues and how they influence businesses' financial performance.

In 2019, La Financière de l'Échiquier published its proprietary study "SRI & Performance by LFDE" for the first time. Its results show that portfolios made up of companies with the highest ESG ratings, using the methodology developed by LFDE, outperform portfolios made up of companies with the worst ESG ratings over the long term.

After three consecutive years of updating the study, and confirming the results over time, we have expanded its scope using a different methodology from the main study in order to confirm the validity of the results and test the impact of weighting companies in the portfolio based on their ESG rating.

Framework of the study

In addition to selecting securities, the portfolio's construction is an important factor in generating performance. Thus, within the context of this ad hoc study, we have evolved our methodology in two major ways:

1. The use of the Top 40 and Flop 40 portfolios entails an arbitrarily defined number of positions, limited to 40 securities (the average size of LFDE equity portfolios). Our methodology has a selection bias, in that companies with an LFDE rating have all seen prior interest from our managers, particularly for their strategic or financial profile. There is also the portfolio concentration effect to consider. These two features statistically limit the impact of the ESG quality criterion in explaining performance.
   In order to limit this bias, we have created a portfolio made up of all companies that have an ESG rating from LFDE. By expanding the sample analysed, we thereby strengthen the statistical relevance of our ESG quality criterion analysis.

2. The second way is to reconsider the equal weighting of the securities, which does not make it possible to differentiate securities within the portfolio by ESG rating. In this study, to strengthen the analysis of the ESG quality criterion, the weight of each security is determined by the value of its ESG rating.

Methodology

We use the ESG rating's Z-score to determine the weighting of the values in the portfolio. The further above the average a security's ESG rating is, the further above 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "long" component. Conversely, the further below the average a security's ESG rating is, the further below 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "short" component.

This methodology makes it possible to achieve neutral market exposure in the long-short portfolio in order to isolate the impact of the "ESG rating" criterion in performance analysis.

This way, if the long-short portfolio - whose construction is based solely on the value of the ESG ratings of the companies that make it up - has a positive performance, it may be assumed that the ESG rating criterion does indeed have a positive impact on portfolio yield. This way, no matter whether the mar-

LONG - A "long" component made up of companies with the highest ESG ratings (above the average of the universe of rated securities). We are long on these companies.

SHORT - A "short" component made up of companies with the lowest ESG ratings (beneath the average). We are short on these companies.

We are also changing the weighting of the securities to reflect the companies' ESG quality. To do so, we first turn the ESG ratings into a "Z-score" (centered-reduced variable) and consequently obtain a threshold from the ESG signal equal to 0[1].

[1] Normalising our variables consists of subtracting from each ESG rating the average of our rating universe. Standardising our variables consists of dividing all their values by the standard deviation of our ESG rating universe. This data processing is done to allow us to centre the distribution of ESG ratings on 0 without altering the relative deviations between the ratings.

Methodology

We use the ESG rating's Z-score to determine the weighting of the values in the portfolio. The further above the average a security's ESG rating is, the further above 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "long" component. Conversely, the further below the average a security's ESG rating is, the further below 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "short" component.

This methodology makes it possible to achieve neutral market exposure in the long-short portfolio in order to isolate the impact of the "ESG rating" criterion in performance analysis.

This way, if the long-short portfolio - whose construction is based solely on the value of the ESG ratings of the companies that make it up - has a positive performance, it may be assumed that the ESG rating criterion does indeed have a positive impact on portfolio yield. This way, no matter whether the market goes up or down, if the best-rated companies based on ESG criteria relatively outperform the less well-rated companies, then the long-short portfolio's yield will be positive, and will demonstrate the relevance of the ESG rating factor in explaining yield.

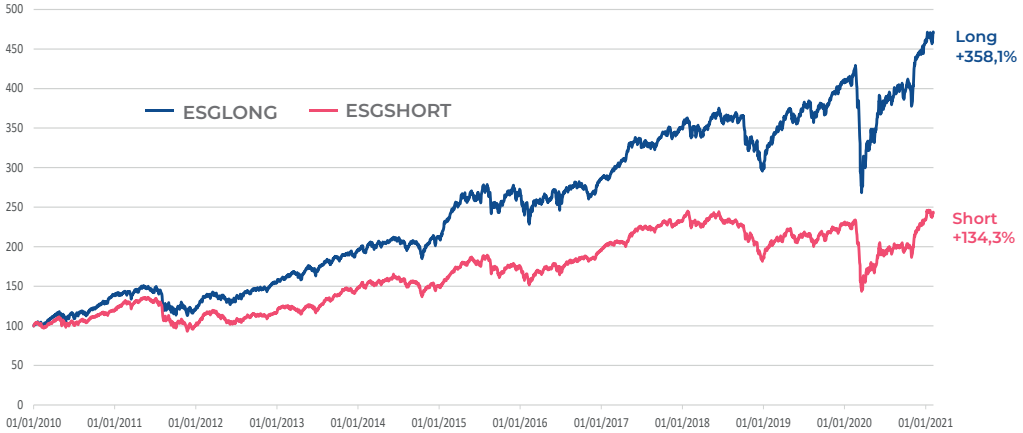
A few additional factors in the methodology:

- To be eligible for the portfolio, the ESG rating must be no more than 3 years old, in order to better reflect the company's reality.

- These portfolios are rebalanced at regular intervals, annually between 2010 and 2015 (on 31 December of each year), then quarterly beginning in 2016.

[2] Starting in 2016, LFDE research accelerated the pace of its ratings updates and also had access to a larger number of ratings. These two factors made it possible to reconcile the intervals. Today, for securities that we are invested in, the company ratings are updated every two years. This makes them especially attuned to the company's extra-financial dynamics and positioning.

Comparison of the yields of portfolios made up of the best (long) and worst (short) ESG profiles between 2010 and 2020



Yield of the ESGLONGSHORT portfolio between 2010 and 2020

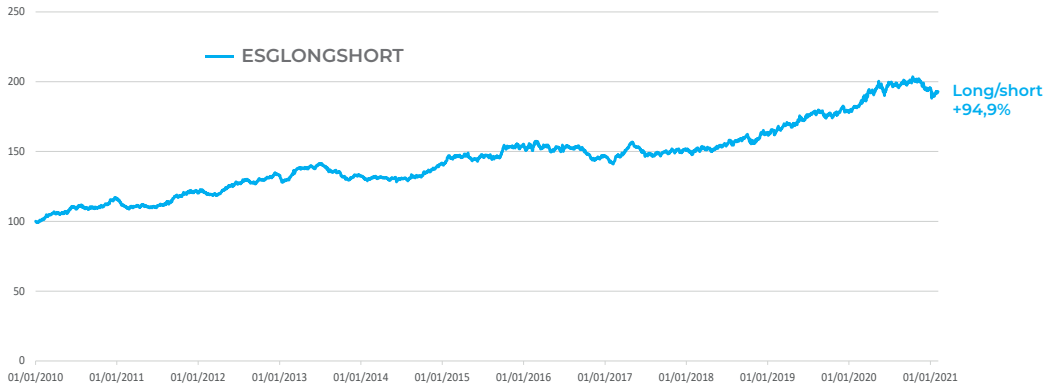


Table comparing the portfolios' annual yields between 2010 and 2020

Years	ESGLONG	ESGSHORT	ESGLONGSHORT
2010	38,49%	19,80%	15,81%
2011	-12,26%	-15,75%	4,33%
2012	27,50%	15,84%	10,01%
2013	26,58%	26,89%	-0,41%
2014	8,29%	0,95%	6,99%
2015	27,73%	16,81%	9,61%
2016	5,45%	11,82%	-5,37%
2017	22,38%	18,95%	2,85%
2018	-12,95%	-19,57%	8,23%
2019	33,80%	22,70%	8,83%
2020	12,37%	2,00%	9,54%

[3] The ESGLONG, ESGSHORT, and ESGLONGSHORT portfolios are three distinct portfolios. The yields of ESGLONG and ESGSHORT are presented as examples. The yield of the ESGLONGSHORT portfolio cannot be calculated from the yield of the ESGLONG and ESGSHORT portfolios. The ESGLONGSHORT portfolio is re-weighted daily so that its "long" component is always weighted to 100 and its "short" component is always weighted to -100 in order to adjust for market effects and maintain neutral exposure. Thus, the companies are not weighted exactly the same between the ESGLONGSHORT, ESGLONG, and ESGSHORT portfolios, which leads to slightly different yields that diverge further over time.

The findings confirm the conclusions of our first study

ESG criteria are a contributor to performance

It is observed that the long-short portfolio earned a positive performance of +94.9% between 2010 and 2020, a testament to the outperformance of the portfolio made up of better ESG ratings (long) compared to the one with worse ratings (short). Consequently, we can confirm that the inclusion of ESG criteria is a long-term performance factor. It is also observed that the "long" portfolio outperformed the "short" portfolio in 9 out of the 11 years analysed, which bolsters our conviction that SRI provides performance under different market conditions. This is particularly true in 2020, a global pandemic year when the long-short portfolio earned a yield of +9.5%.

ESG criteria are a contributor to resilience

During the sharp decline in the first quarter of 2020, the "long" portfolio held up better than the "short" portfolio, returning -23.7% and -30.3% respectively, as well as posting maximum drawdowns of -37.3% and -41.2% respectively. Setting aside the year 2020, the sharpest declines in the long and short portfolios were in 2011 and 2018. During those two periods, the long portfolio also held up better than the short portfolio, with maximum drawdowns of -24.8% vs. -31.2%, respectively, and -20.7% vs. -24.9%, respectively. We also note that the annual returns of the long portfolio are greater than those of the short portfolio during the only two years of negative returns in the period we analysed.
In this study, ESG criteria were also found to play a major role in the resilience of companies in a time of extreme market downturn.

ESG criteria are a contributor to a better risk/return ratio

The level of risk, measured by volatility, is not statistically significantly different between the long portfolio (annualised volatility of 15.6%) and the short portfolio (annualised volatility of 14.6%). However, annualised performance is significantly better for the long portfolio (+14.8%) than the short portfolio (+8.0%). The risk-return ratio is therefore much better for the long portfolio (0.95) than for the short portfolio over the period analysed. The portfolio made up of better ESG ratings is therefore more attractive because it generates a greater return for the same risk level.

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER | CALLE JOSE ABASCAL 41, 28003 MADRID | 53, AVENUE D'IENA - 75116 PARIS | TEL: 01.47.23.90.90 - WWW.LFDE.ES
S.A. CON UN CAPITAL DE 10.105.300 € - SIREN 352 045 454 - REGISTRO MERCANTIL (R.C.S.) DE PARÍS - N.° DE AUTORIZACIÓN DE LA AMF 91004

Fuentes : La Financière de l'Echiquier, Bloomberg. Datos a 31/12/2020. Las rentabilidades de 2020 se calculan como rentabilidad total (*total return*) del 31/12/2019 al 31/12/2020.

Advertencias legales: La información que se ofrece en este análisis no constituye un asesoramiento de inversión, una propuesta de inversión o una incitación a operar en los mercados financieros. El resultado de los análisis que se ofrece en este documento se basa en las mejores fuentes de las que disponemos y en una metodología propia de análisis de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Los criterios ASG no son sinónimo de rentabilidad ni de restricciones, pues la rentabilidad de una acción depende también de otros criterios. La rentabilidad histórica no es indicativa de la rentabilidad futura y no se mantiene constante a lo largo del tiempo. Por consiguiente, no debe ser el factor fundamental de la decisión de invertir. Los valores mencionados en este estudio, sus rentabilidades y su presencia en las carteras no están garantizados.

Recordatorio metodológico: El estudio incluye todas las calificaciones internas otorgadas por el equipo de gestión entre el 1 de enero de 2010 y el 31 de diciembre de 2020, es decir, una muestra de 756 empresas. Las calificaciones se refieren a todo el conjunto de calificaciones, sin exclusiones sectoriales o normativas. Desde el 1/1/2019, se han tenido en cuenta más calificaciones internas otorgadas por el equipo de ISR, las calificaciones ASG otorgadas en «integración ASG», es decir, que una parte de las calificaciones A y S pueden provenir de agencias de calificación externas. El programa de integración ASG lanzado a finales de 2017 se ha estabilizado. El índice de cobertura ASG de todas las carteras supera el 90%. Solo se tienen en cuenta las calificaciones inferiores a 3 años. A partir de ahí, la calificación ya no refleja el perfil de la empresa, que ha podido modificar sustancialmente sus prácticas ASG. Se trata de empresas europeas cotizadas de todo tipo de capitalización. Las carteras presentan ponderaciones equitativas, creadas a partir del filtro de calificaciones ASG, están invertidas al 100%, compuestas únicamente por renta variable y reequilibradas a intervalos regulares (desde 2010 hasta el fin de 2015, reajuste anual; después, reajuste trimestral a partir del 1/1/2016). No se aplican gastos de gestión ni comisiones adicionales a las rentabilidades, que reinvierten sus dividendos (*Net Return*).