

Ninguna empresa es una isla:
Usando los ODS para
proyectar la gestión moderna
de portafolios hacia el futuro

Las empresas no operan incomunicadas; son parte de un sistema interrelacionado más grande formado por variables que interactúan de manera impredecible. Sin embargo, los modelos tradicionales utilizados en la construcción de portafolios no toman mucho en cuenta la interacción de las compañías con otras empresas, actores y variables dentro del sistema y el impacto que tienen en ellas.

Estos impactos pueden tener consecuencias graves y de gran alcance tanto para el ecosistema de negocios como para la sociedad. Con una mirada a largo plazo, muchas empresas no sostenibles están, en la actualidad, sobrevaloradas y muchas empresas sostenibles están subvaloradas.

Los ODS proporcionan un marco útil para ayudar a las empresas y los administradores de inversiones a implementar un enfoque de pensamiento sistémico, que considere el impacto de las decisiones en los recursos futuros. Cuando se evalúa de manera integral el desempeño de la compañía, se protegen las rentabilidades del portafolio al sincronizar mejor los activos a corto plazo con los pasivos a largo plazo de los Propietarios Universales de activos.



Michael van der Meer
CFA, Senior SI Analyst,
Emerging Markets,
RobecoSAM

Las empresas crecen


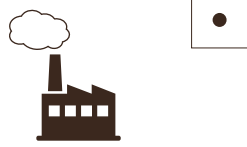




En este artículo, seguimos con un tema destacado en el Yearbook del año pasado de RobecoSAM: la importancia de adoptar la responsabilidad social en la estrategia comercial de las empresas. Inicialmente, las compañías adoptaron una visión “empresa-céntrica” del mundo, en la que su existencia giraba únicamente en torno a maximizar las ganancias; el buen comportamiento

era solo para evitar multas del gobierno. Más tarde, a medida que las compañías reconocían sus roles como agentes dentro de un ecosistema económico más amplio, comenzaron a aceptar y adoptar principios básicos de responsabilidad corporativa (ver Figura 1).

Aún así, la responsabilidad corporativa estaba asociada con la filantropía de las corporaciones. Las empresas ahora están comenzando a reconocer las ventajas de un enfoque totalmente integrado de la sostenibilidad –que incorpora la responsabilidad corporativa y la toma de decisiones estratégicas– como un imperativo para asegurar el éxito a largo plazo.¹

Algunas políticas percibidas –a corto plazo– como ineficiencias (por ejemplo, pagar por encima del salario mínimo) aumentan la durabilidad a largo plazo de los portafolios y deberían, por lo mismo, integrarse en las inversiones.

Figura 1: Etapas del desarrollo moral

El individuo en sociedad		La compañía en sociedad
	Moralidad preconconvencional: Donde el interés propio domina y “ser bueno” significa evitar castigos.	
	Moralidad convencional: Los niños llegan a entender las reglas y a la autoridad como parte de un sistema mayor de normas sociales.	
	Moralidad postconvencional: capaz de definir un código de conducta personal, que integra la autonomía personal dentro de un orden social más amplio.	

El rol de una empresa en la sociedad debería parecerse al proceso de madurez de un niño que alcanza la mayoría de edad; pasan de ser individuos movidos por mezquinos intereses particulares a ser agentes activos dentro de un ecosistema complejo e interdependiente.

Fuente: Kohlberg (1958); RobecoSAM (2017)

¹ “Capitalism coming of age: using the SDGs to bridge business strategy and social responsibility”, Hengerer (2017) <https://yearbook.robecosam.com/articles/capitalism-coming-of-age-using-the-sdgs-to-bridge-business-strategy-and-social-responsibility/>

Aquí ampliamos esta visión argumentando que, para cumplir con sus requisitos de rendimiento a largo plazo, los inversionistas deben conocer también las interdependencias del entorno en el que operan las empresas. En este contexto, los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la ONU son un marco útil que ayuda a evaluar si las empresas están elaborando

productos y servicios con valor a largo plazo para la sociedad. Solo estas empresas tendrán el potencial de adaptarse y prosperar a la larga, lo que las convertirá en opciones de inversión sostenibles.

Además, sostenemos que –consideradas a corto plazo– algunas “ineficiencias” como, por ejemplo, pagar por encima del salario mínimo, contribuyendo a una serie de ODS (como terminar la pobreza y fomentar el trabajo decente, la buena salud y el bienestar) aumentan la duración de los portafolios a largo plazo, debiendo por ello integrarse en las inversiones.

Para cumplir con sus requisitos de rentabilidad a largo plazo, los inversionistas también deben estar informados sobre las interdependencias del entorno en el que operan las empresas.

Reduccionismo vs. complejidad

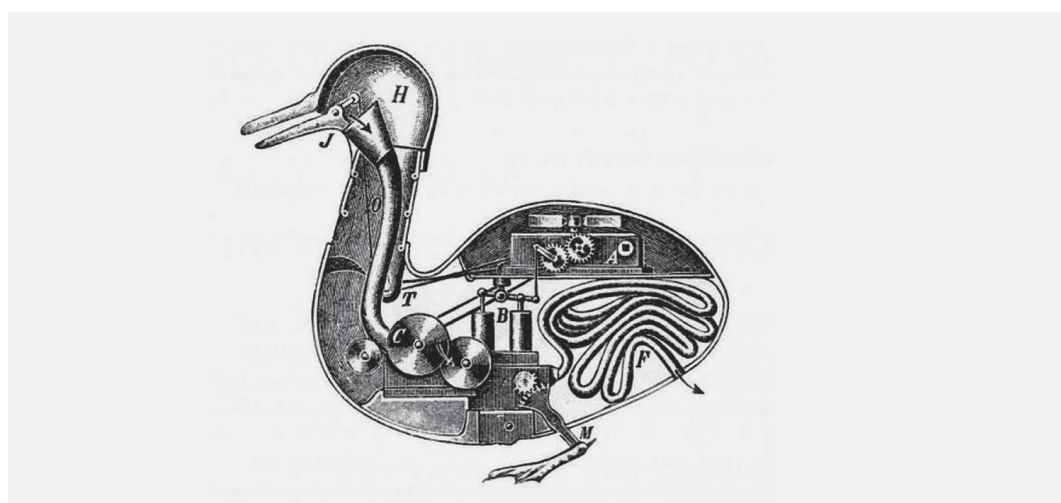
Se ha criticado razonablemente a los ODS por ser demasiado amplios y complejos para establecer de manera efectiva las prioridades, especialmente para los gobiernos.² Sin embargo, la evolución de los ODS a partir de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) –bastante más simples– les proporciona un alcance más amplio sobre los desafíos y problemas mundiales y sus interdependencias.

Desde esta perspectiva, los ODS constituyen un marco de inversiones útil para construir portafolios a largo plazo, ya que nos lleva más allá de la visión tradicional “reduccionista” del mundo que impera en las finanzas. Esta cosmovisión reduccionista, basado en un determinismo que se ejemplifica en la física

de Newton –donde todas las cosas pueden conocerse dada la suficiente información–.³ Los problemas escalan linealmente: al agregar granos de arena a un balde, la masa total del balde corresponderá, simplemente, a la suma de la masa individual de cada grano.

Es un proceso simple: aditivo, lineal y completamente predecible.⁴ Este concepto se detalla en la Figura 2, donde, si fuera cierto, la naturaleza de un pato (sus acciones y comportamiento) se reduce a la suma de sus partes (una manguera y una serie de engranajes mecánicos) y por lo tanto debería ser completamente explicable y predecible. La realidad, sin embargo, prueba lo contrario.

Figura 2: Modelo reduccionista de un pato



La naturaleza y las acciones de un pato se reducen a la suma de sus partes: una manguera y una serie de engranajes. Los modelos imperantes, hasta hace poco, han descrito el mundo principalmente de manera lineal y mecánica. Las teorías actuales, basadas en la creciente evidencia que proporcionan todas las ciencias de la vida, ambientales y económicas, han agregado la no linealidad y la complejidad a esta visión simplista del mundo.

Fuente: Descartes (1662)

² “The 169 Commandments”, *The Economist*, (Marzo 26, 2015)

³ Ver también el racionalismo cartesiano y el demonio de Laplace, concepto en el que si alguien (el Demonio) conoce la ubicación precisa y el impulso de cada átomo en el universo, sus valores pasados y futuros para cualquier tiempo dado están vinculados y pueden calcularse a partir de las leyes de la mecánica clásica.

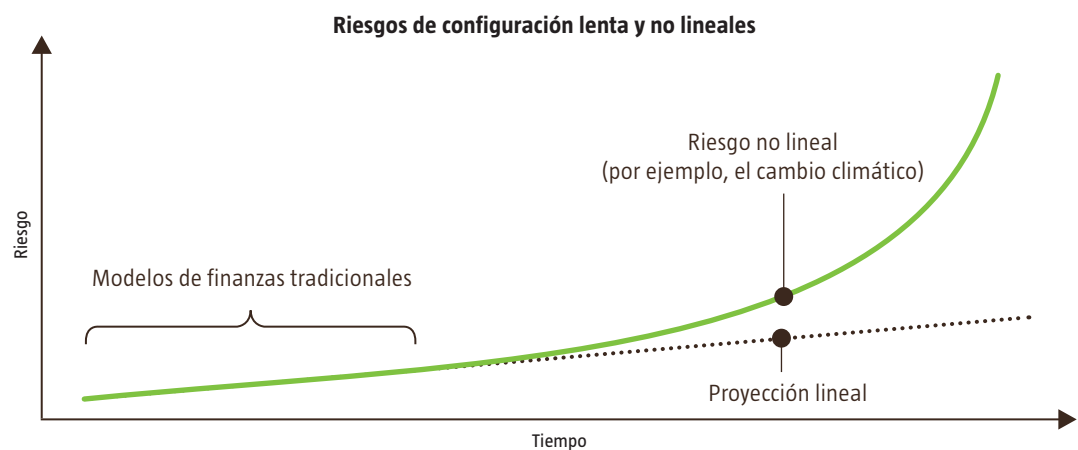
⁴ Ejemplo tomado de la presentación “Mercados financieros y sistemas complejos”, del Dr. Uttam Kumar Sarkar (sin fecha).

En las finanzas tradicionales se asume que las inversiones son independientes y no están correlacionadas. Esta mentalidad se ejemplifica en análisis específicos de la

empresa, tales como los modelos de flujo de efectivo descontado aplicados de forma aislada. Si bien son fáciles de implementar, estos modelos son de corto plazo (3 a 5 años) y por ello, generalmente, excluyen aquellos eventos no lineales que se materializan a largo plazo (ver Figura 3).⁵

En las finanzas tradicionales se asume que las inversiones son independientes y no están correlacionadas

Figura 3: Cómo difieren Teoría y Realidad



Los modelos tradicionales de flujo de caja descontados tienden a proyectar los riesgos de manera lineal. Pero la realidad está lejos de la teoría. El riesgo puede aumentar de manera exponencial e impredecible en marcos de tiempo muy cortos.

Fuente: 2degrees Investing Initiative (2°ii) & The Generation Foundation (2017)

⁵ 2°ii & The Generation Foundation (2017) "All Swans are Black in the Dark"

⁶ Markowitz (1952)

⁷ En física, la adopción del Principio de Incertidumbre de Einstein y Heisenberg fueron los primeros pasos más allá del determinismo. En las ciencias biológicas se pasó de lo molecular a una ciencia más fundamental (C. Woese, 2004)

⁸ Polyani (1968); North (1990)

⁹ Taleb (2007) describe esto como un alejamiento de lo que él llama "Mediocristán" hacia "Extremistán", en el que la curva de campana (campana de Gauss) es un modelo reduccionista aplicado inapropiadamente a un sistema complejo. En inversiones, esta tendencia queda de manifiesto por la creciente contribución de los factores intangibles al rendimiento de la empresa (Haskel & Westlake, 2017).

La teoría moderna del portafolio (MPT)⁶ avanzó al comprender que los diferentes activos se comportan e interactúan de manera diferente. Este reconocimiento de las interdependencias básicas es lo que ahora consideramos finanzas convencionales. Otros enfoques que amplían el análisis incluyen analizar el riesgo-país u otros factores exógenos que influyen en las rentabilidades previstas.

Pero las interdependencias sistémicas y los riesgos no lineales aún tienen que integrarse en el análisis fundamental. En ciencia, el cambio hacia un enfoque de pensamiento sistémico ya ocurrió en la primera mitad del siglo XX.⁷ La economía también adoptó un enfoque de pensamiento sistémico, como se demuestra en la idea de que toda actividad económica está "incrustada" dentro de limitaciones institucionales formales e informales.⁸ Desde esta perspectiva, es contraproducente disociar la actividad económica de otros objetivos de la sociedad.

Esta integración de las actividades comerciales dentro de un sistema económico y social más amplio, fue reconocida hace poco en el mundo de las inversiones, al tomar en cuenta no solo los factores económicos considerados en el MPT, sino también los ambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Este enfoque, generalmente llamado "inversión sostenible", reconoce que los factores sistémicos interactúan de manera inesperada con las inversiones, produciendo cada vez más resultados "fat tail" (de "cola gruesa", es decir, resultados relativamente extremos que fueron más probables de lo que cabía esperar).⁹

Es contraproducente disociar la actividad económica de otros objetivos de la sociedad

Propietarios Universales: cruciales para alinear los objetivos de inversionistas y la sociedad.

Los Propietarios Universales son inversionistas institucionales con portafolios a largo plazo altamente diversificados, representativos de los mercados globales de capital (por ejemplo, fondos de pensiones)¹⁰. Se dice que los Propietarios Universales tienen un interés desproporcionado en asegurar la sostenibilidad de sus carteras de inversión porque deben lograr rendimientos no solo hoy, sino que esencialmente a perpetuidad.

Por ejemplo, en EE.UU. los inversionistas con semejantes pasivos a largo plazo (más de 10 años) poseen casi la mitad de los mercados de capitales domésticos.

Sin embargo, en última instancia, como beneficiarios directos e indirectos (o quizás los titulares finales de esos pasivos) de las decisiones de los Propietarios Universales, toda la sociedad tiene un interés en su capacidad para lograr una rentabilidad sostenible del capital invertido. En otras palabras, los Propietarios Universales forman parte de metas sociales más amplias y deben evolucionar en conjunto.

Usar regulaciones para obligar a los Propietarios Universales a alinear sus políticas de inversión con el interés de la sociedad es demasiado restrictivo e impide implementar un conjunto de soluciones apropiado y diverso. Se puede esperar que los Propietarios Universales estén alineados con los objetivos de la sociedad solo cuando sus deberes fiduciarios más amplios, que incluyen factores ESG, estén totalmente integrados a sus estructuras de gobernanza.¹²

Se puede esperar que los Propietarios Universales estén alineados con los objetivos de la sociedad solo cuando sus deberes fiduciarios más amplios, que incluyen los factores ESG, estén totalmente integrados a sus estructuras de gobierno

El dilema de los Propietarios Universales

Un factor que complica las cosas es el problema del *free-rider*,¹³ en el que algunos gerentes pueden lograr una ventaja a corto plazo hipotecando el desempeño futuro, de más largo plazo. Esto se ve claramente cuando un administrador de fondos supera el índice invirtiendo en acciones de tabaco. Aquí, el desempeño financiero a corto plazo hipoteca la salud y el bienestar futuros (sin importar los gastos médicos) de sus ciudadanos.¹⁴

Este riesgo moral¹⁵ explica por qué los portafolios de inversión todavía, en cifras globales, hipotecan el futuro para mejorar su rendimiento actual. Dichos portafolios tienen un valor presente neto (VPN o VAN) que es negativo si se extiende a perpetuidad ($VPN_{\infty} < 0$). El error fue asumir, según los informes de MPT, que todos los riesgos ajenos al mercado se habían diversificado.

Sin embargo, la contabilidad para todos los riesgos sistémicos (no solo del beta del mercado) reconocería que el portafolio no habría abordado las necesidades de recursos de otras carteras actuales o futuras (¡incluso perteneciendo, probablemente, al mismo Propietario Universal!). Un ejemplo de esto es cuando una compañía paga por debajo del salario digno, lo que aisladamente quizás sea una buena decisión financiera, pero que más tarde quita poder adquisitivo a los trabajadores en los que otras compañías del portafolio, actuales o futuras, podrían confiar.¹⁶ Para un análisis sobre cómo las inversiones en capital humano/social pueden impactar positivamente en las ganancias de las empresas, vea el artículo "Salarios justos: elemento clave para la efectiva administración del capital social", en esta versión del Yearbook.

Los portafolios de inversión todavía, en cifras globales, hipotecan el futuro para mejorar su rendimiento actual

¹⁰ "Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors" (UN PRI 2011)

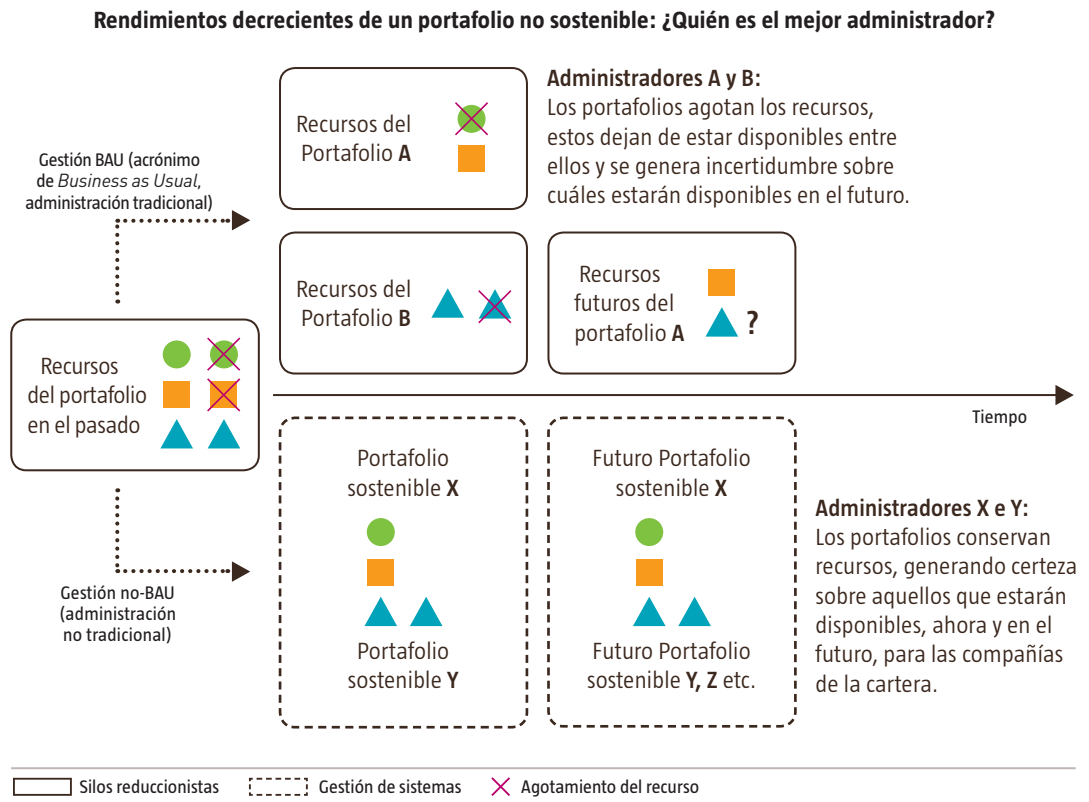
¹¹ "The Long and Winding Road" (Mercer, 2degrees investing initiative (2º ii) & The Generation Foundation, 2017)

¹² Los reguladores están reconociendo esto, y así lo sostiene el Informe Final 2018 del *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, que establece que los deberes fiduciarios de los inversionistas institucionales y los administradores de activos incluyen la integración explícita de factores materiales ESG y sostenibilidad a largo plazo.

¹³ En economía, un *free-rider* es alguien o algo que se beneficia de un bien o servicio sin pagar (o asumir el costo) por ello.

¹⁴ Por razones como esta, Robeco y RobecoSAM decidieron recientemente marginar de los fondos mutuos de toda la compañía a la industria tabacalera.

Figura 4: Administrando tanto las rentabilidades como los recursos



¹⁵ En economía, el riesgo moral ocurre cuando alguien aumenta las conductas de riesgo al estar protegido de asumir los costos de sus consecuencias (por ejemplo, a través de planes de seguros).

¹⁶ A la pregunta de "¿Por qué le está pagando tan bien a sus trabajadores?" Henry Ford respondió: "Bueno, si no les pago bien, no podrán comprar un automóvil."

¹⁷ Hawley y Lukomnik reiteran esta visión, llamando a cambiar el limitado enfoque "solo alfa" por uno más global, que abarque problemas en todo el sistema. Esto implica abandonar el paradigma dominante durante el último cuarto de siglo, el activismo de la gobernanza enfocada solo en la compañía (y a veces, sobre sectores determinados). "La gestión de activos debería pasar de la teoría moderna del portafolio a la teoría moderna de los sistemas como paradigma dominante". ("The Third, System Stage of Corporate Governance: Why Institutional Investors Need to Move Beyond Modern Portfolio Theory", Hawley & Lukomnik, 2018)

Por esta razón, a los Propietarios Universales les interesa alinear los incentivos de los gerentes, ampliando la variedad de parámetros, de modo que un gerente con mejor rendimiento en cuanto a las finanzas, pero que luego obtiene malos resultados en otras métricas de

sostenibilidad, posiblemente sea identificado como un gerente que no creó valor neto de largo plazo (ver Figura 4).¹⁷ La Figura 5 resume algunas de las diferencias en las características entre un portafolio tradicional y uno sostenible.

Figura 5: El ágil ratón y el gigantesco dinosaurio



Por lo tanto, a la larga, donde no se adopten portafolios sostenibles, los Propietarios Universales probablemente no podrán afrontar sus obligaciones a largo plazo, es decir, las de la sociedad. No tomar

No tomar en cuenta los riesgos y oportunidades de largo plazo implica una incorrecta valoración de los activos hoy, además de una deficiente asignación de capitales.

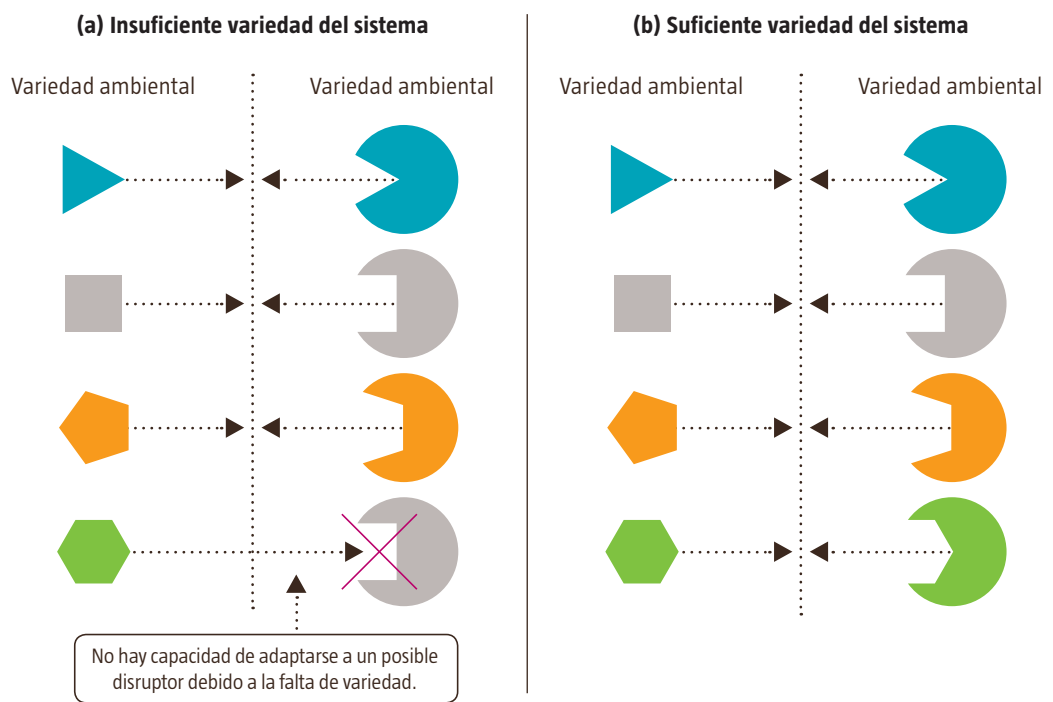
en cuenta los riesgos y oportunidades de largo plazo implica una incorrecta valoración de los activos hoy, además de una deficiente asignación de capitales. Esto conduce a una inversión insuficiente en proyectos que benefician a la sociedad a largo plazo, o también inducir la formación de burbujas que, a medida que revientan, imponen a menudo enormes costos a la sociedad.¹⁸

Debemos adaptarnos para seguir igual... y dentro del juego

Entonces, ¿cómo logramos estos objetivos? Para empezar, debemos integrar la diversidad y la solidez a nuestros portafolios para que sean "a prueba de futuro". Según la ley de Ashby¹⁹, un sistema debe corresponder

con su complejidad ambiental para poder sobrevivir. Como se ilustra en la Figura 6, un sistema que no contenga suficiente diversidad para adaptarse a los desafíos de un ambiente diverso, fallará.

Figura 6: Diversidad y solidez del sistema



Según la ley de Ashby, un sistema debe coincidir con su complejidad ambiental para poder sobrevivir. Solo un sistema diverso, con suficiente variedad, puede sobrevivir a los complejos desafíos que se encuentran en su entorno.

Fuente: Norman and Bar-Yam 2016

¹⁸ Ver también: Iniciativa de inversión 2degrees (2ºii) y The Generation Foundation (2017), "All Swans are Black in the Dark"

¹⁹ Primera ley de la cibernética, una disciplina que estudia el control y la comunicación en el animal y la máquina.

El desafío es que, a primera vista, esta diversidad puede parecer redundante mientras los problemas no sean (todavía) visibles. Pero es gracias a esta misma “redundancia” incorporada que se incrementa la robustez frente a las circunstancias imprevistas de un sistema. Este enfoque es contrario a la eficiencia que se presenta como un objetivo tradicional (aunque sea solo aparente) tanto en las empresas como –de forma más general– en la Teoría Moderna de Portafolios (MPT).

Como ejemplos de redundancias aparentes en un sistema se pueden incluir: el Principio de Cautela, pagar sueldos mayores al valor de mercado, garantizar la diversidad de género, fomentar la biodiversidad, desarrollar las energías renovables y las instituciones de gobernanza descentralizadas. En las finanzas tradicionales, donde se subestiman los efectos secundarios, estas redundancias son descartadas por ineficientes.

No obstante, como lo ilustra la Tabla 1, las redundancias pueden ser beneficiosas para la sostenibilidad de un sistema y, por lo tanto, eficientes desde la perspectiva de una teoría de sistemas. No es coincidencia que muchos de estos ejemplos puedan vincularse nuevamente con los ODS, que son un intento de mejorar la trayectoria sostenible del desarrollo global.

La diversidad puede parecer redundante mientras los problemas no sean (todavía) visibles. En las finanzas tradicionales, donde se subestiman los efectos secundarios, estas redundancias son descartadas por ineficientes.

Tabla 1: Las apariencias pueden ser engañosas

“Redundancia”	Ventaja de los sistemas (y del portafolio)	ODS
Principio de Cautela	No se exponga innecesariamente a consecuencias inesperadas que puedan dañar o incluso destruir el sistema. No transfiera las consecuencias de este riesgo a otros. ¹	12. Producción y consumo responsables
Sueldo justo y sueldo digno Pagar al personal por sobre el valor de mercado	Las personas dentro del sistema son más resistentes a los <i>shocks</i> en sus vidas y dentro de su comunidad. También están en una mejor posición para reforzar el sistema de manera distribuida (a través de buena salud, ahorro, inversión local o consumo), lo que no requiere la intervención del gobierno (en forma de atención médica “socializada”). Esto también ayuda a prevenir la desigualdad, que es una fuente sistémica de estrés social. ²	3. Salud y bienestar 8. Trabajo decente y crecimiento económico 10. Reducción de las desigualdades
Diversidad de género	La diversidad, quizás, tenga a corto plazo como costo, por ejemplo, la cobertura de maternidad/paternidad; sin embargo, por esa diversidad las instituciones (incluyendo las empresas) pueden responder mejor a las oportunidades y desafíos que presenta su entorno igualmente diverso.	5. Igualdad de género
Asegurando la biodiversidad	Prevenir escaseces en otros lugares –mediante la transferencia de fragilidad– o fallas en todo el sistema debido a interdependencias inesperadas ³ . Por ejemplo, evitar los monocultivos protege a los hábitats de riesgos sistémicos.	14. Vida submarina 15. Vida de ecosistemas terrestres
Energía renovable	La reducción no lineal en el costo de energías renovables ha llevado a organizaciones como la Agencia Internacional de Energía (AIE) a subestimar sistemáticamente el potencial de crecimiento de estas energías. Tecnologías como la carbonífera y la nuclear cuentan con fuentes de energía altamente concentradas, generando también una fragilidad sistémica que podría ser mitigada por una red de energías renovables distribuidas.	7. Energía asequible y no contaminante
Política tributaria: Cumpliendo con el espíritu, por sobre lo escrito, en las leyes impositivas	Los reguladores están apoyando cada vez más un enfoque basado más en principios que en reglas, especialmente cuando se perciben vacíos legales, como sucede en operaciones transfronterizas. Esto crea un escenario donde las empresas deben cumplir (adaptarse) con las exigencias de un sistema más grande, en lugar de países o jurisdicciones individuales.	10. Reducción de las desigualdades 16. Paz, justicia e instituciones sólidas
Instituciones descentralizadas	Si bien la toma de decisiones en sistemas descentralizados puede parecer menos eficiente, se benefician de ciclos de retroalimentación más cortos que mejoran la rendición de cuentas y dificultan la transferencia de fragilidad. ¹ Nota: Los 169 metas asociadas a los ODS reiteradamente llaman a actuar a nivel local.	16. Paz, justicia e instituciones sólidas

¹ Taleb (2012) “Antifragile: Things That Gain From Disorder”

² Schiller & Hacker (2011) <https://insights.som.yale.edu/insights/is-economic-inequality-too-big-risk>

³ La “Campaña de las cuatro plagas” del presidente Mao es un conocido ejemplo de interdependencias inesperadas que hacen fallar los sistemas.

Fuente: RobecoSAM

Conclusión

Hemos sostenido que los factores sistémicos están siendo cada vez más reconocidos y formarán parte de la construcción del futuro portafolio sostenible. Si bien los ODS por sí solos no protegen de la exposición a todos los riesgos sistémicos en materia de sostenibilidad, constituyen un marco útil con el que se puede llevar a cabo la construcción de un portafolio sostenible. En este contexto, es importante también tener en cuenta que los ODS no establecen una jerarquía en los objetivos, reconociendo sus complejas interdependencias.²⁰

Si bien los ODS por sí solos no protegen de la exposición a todos los riesgos sistémicos en materia de sostenibilidad, constituyen un marco útil con el que se puede llevar a cabo la construcción de un portafolio sostenible

Esto significa que existe una oportunidad para que los administradores de activos tomen la iniciativa y alineen sus portafolios con objetivos sostenibles de un modo que esté adecuado a sus clientes.

Por lo tanto, los administradores de activos (en nombre de sus clientes) pueden ser incentivados a administrar sus portafolios de un modo sostenible pero que no le reste intereses económicos o sociales, presentes o futuros, en otras áreas.

Es más, el desempeño de la empresa evaluado de modo integral, salvaguarda de esta manera las rentabilidades del portafolio al sincronizar mejor los activos a corto plazo con los pasivos a largo plazo de los Propietarios Universales de activos.

Puede enviarle preguntas o comentarios al autor:
yearbook@robecosam.com

²⁰ Por ejemplo, la realización a corto plazo de "Hambre Cero" ("Zero Hunger") puede estar en conflicto con los objetivos a largo plazo de la biodiversidad en la tierra y debajo del agua.