



AGOSTO DE 2024

Más allá de los bonos verdes

Resumen sobre la deuda corporativa sostenible con grado de inversión en euros



Dany da Fonseca, CFA
Senior Portfolio
Manager



Vincent Compiègne
Deputy Global Head
of ESG Investments
& Research



Patrick Zeenni, CFA
Head of Investment Grade
& Credit Arbitrage

En el camino de la deuda corporativa con grado de inversión en euros, podemos encontrarnos la nueva normativa europea sobre transparencia, nuevos tipos de bonos con "características" sostenibles y nuevos tipos de riesgos, además de los retos ya existentes y, por supuesto, las recompensas.

Si, como esperamos, esta mayor transparencia aumentará el interés por la sostenibilidad en los mercados de renta fija en euros, también aumentará la necesidad de realizar un cuidadoso análisis fundamental y de establecer un precio para los riesgos. Ello debería ofrecer oportunidades de rentabilidad a los inversores activos y analíticos.

Un camino sostenible hacia la deuda corporativa con grado de inversión en euros.



Nuestra convicción es que las empresas que aprovechan las oportunidades y los retos relacionados con la sostenibilidad junto con las oportunidades y los retos financieros son las que tienen más probabilidades de generar valor.

-Wim van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

Según nuestra experiencia, el análisis ESG debe ir siempre acompañado de un análisis crediticio fundamental. A medida que evolucionan los mercados, también lo hacen los detalles de nuestro planteamiento.

El segmento de deuda corporativa con grado de inversión (IG) es notablemente asimétrico y alberga recompensas para quienes son capaces de prever y valorar los riesgos y evitar accidentes crediticios. El gobierno corporativo, un factor extrafinanciero, ha sido durante mucho tiempo un indicador de la solvencia crediticia. Creemos que otros factores extrafinancieros, incluidos los medioambientales y sociales, ya están ayudando a identificar los riesgos de caídas. (Para saber cómo evaluamos las actividades, véase nuestra [Política de exclusión de Candriam](#)).

Los productos de inversión según el "Artículo 9"¹, por ejemplo, deben basarse en un sólido proceso de selección ESG en cada etapa para alcanzar y

notificar los Indicadores Clave de Rendimiento (KPI) previamente divulgados. Para ello, integramos factores extrafinancieros y excluimos determinadas empresas e incluso sectores. Cabe señalar que algunas etiquetas nacionales sostenibles, como la francesa *Label ISR* y la belga *Febelfin*, insisten cada vez más en una política de exclusión sectorial.

A juzgar por los comentarios del Foro Anual de Davos, resulta probable que la senda hacia una situación de cero emisiones netas pase a ser un riesgo tanto financiero como extrafinanciero. Creemos que la huella de carbono de una cartera constituye un paso firme hacia una cuantificación más concreta del riesgo financiero.

Este documento es una versión abreviada del informe completo de Candriam, [Más allá de los bonos verdes: ¿un futuro sostenible para la deuda corporativa con grado de inversión en euros?](#) publicado en julio de 2024

¹ - De conformidad con el Artículo 9 del SFDR de la Unión Europea, o Reglamento de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, estas carteras tienen objetivos de sostenibilidad distintos.

¿Qué podemos ver en este entorno en evolución?

Los nuevos formatos, como los bonos verdes y los bonos vinculados a la sostenibilidad, no solo ofrecen nuevas oportunidades a los inversores sostenibles, sino también nueva información y transparencia a todos los inversores, ya que los emisores deben informar sobre parámetros cada vez más útiles si deciden utilizar estos nuevos formatos.

Más transparencia, más complejidad, más oportunidades para evaluar y controlar el riesgo,

más oportunidades para la gestión activa y, sobre todo, más necesidad de análisis fundamental. El marco normativo europeo es cada vez más detallado. En nuestra opinión, este trayecto es más fácil para las gestoras que ya disponían de estas metodologías.

Estamos convencidos de que el desempeño financiero y en materia de sostenibilidad pronto ocuparán un lugar destacado en las carteras de deuda corporativa con grado de inversión en euros.

El camino que debemos recorrer.

Transparencia gracias a la normativa

La transparencia está mejorando la sostenibilidad en los mercados europeos de renta fija. Varios esfuerzos a largo plazo en los que participan gobiernos, inversores y otros están dando sus frutos, especialmente en Europa. En particular, creemos que los requisitos de divulgación para las empresas de la Directiva de la UE sobre la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (CSRD) cambian las reglas del juego. *En 2024, por primera vez, las empresas europeas deberán informar sobre parámetros de sostenibilidad y acciones ESG de forma exhaustiva, comparable y auditada.* Esto proporcionará datos completos, comparables y auditables a los inversores y otras partes. Se centra más en los datos adelantados que en los históricos, sobre todo en los planes de descarbonización prospectivos de las empresas. Juntos, la CSRD y el SFDR proporcionan transparencia para la inversión sostenible y para un compromiso más efectivo con los emisores. Al tiempo que aumenta

la necesidad de realizar un exhaustivo análisis fundamental y de establecer un precio para los riesgos, esperamos que esta mayor transparencia aumentará el interés por la sostenibilidad en los mercados europeos de renta fija.

Basta con echar un vistazo al sector financiero. Representa la friolera del 35 %² del índice de referencia³, lo que exige un análisis ESG doblemente sólido. Basándonos en nuestro propio análisis fundamental de cada empresa, solo siete de las 17 instituciones financieras de nuestro universo europeo están alineadas con nuestra evaluación medioambiental de Candriam.

Los reguladores bancarios, en particular el BCE, insisten en la necesidad de que los bancos tengan en cuenta el riesgo climático y sean más transparentes sobre las empresas que financian. Creemos que la introducción de un "colchón de capital climático" para los bancos podría ser inminente y *sustancial*.

2 - Fuente: iBoxx. El 35,1% aplica a los bancos y las aseguradoras, pero excluye los bienes inmuebles. A junio de 2024.

3 - Basado en el iBoxx EUR Corporates (Total Return), utilizado frecuentemente para definir la deuda corporativa europea con grado de inversión. En este documento, el "índice de referencia" hace referencia al iBoxx EUR Corporate (Total Return) a menos que se especifique lo contrario. Todos los datos relativos al índice de referencia corresponden a junio de 2024.

Transparencia mediante nuevos formatos de bonos.

La deuda sostenible (bonos GSS), incluidos los bonos verdes, los bonos sociales, los bonos de sostenibilidad y los bonos vinculados a la sostenibilidad, ha pasado de menos de 30.000 millones de EUR a escala mundial en 2015⁴ a 3,3 billones de EUR en diciembre de 2023, de los cuales 1,8 billones de EUR se han emitido por parte de empresas en euros. En Candriam, creemos que los bonos no solo deben financiar un proyecto medioambiental o social, sino que la empresa emisora también debe estar alineada con nuestro enfoque ESG integral. Si el emisor matriz no muestra una dirección sostenible, este bono es *No apto* para nuestras carteras sostenibles.

Los bonos GSS ofrecen a los inversores nuevas herramientas que podrían mejorar la sostenibilidad de todo el mercado de deuda corporativa en euros. Estos bonos financian proyectos específicos con un impacto medioambiental o social positivo. Según las directrices voluntarias de la ICMA (Asociación Internacional de Mercados de Capitales), y pronto según las nuevas EuGB (Norma europea de bonos verdes), los emisores se comprometen a adherirse a cuatro pilares: uso de los ingresos, selección de proyectos estrictamente definida, gestión de los ingresos y presentación de información transparente y exhaustiva. La EuGB también prevé una etiqueta para los bonos verdes europeos. Para obtener la etiqueta, las normas son obligatorias en

lugar de voluntarias, y debe realizarse una auditoría.

Los bonos vinculados a la sostenibilidad son un formato más reciente que ofrece un compromiso para el rendimiento sostenible de una empresa en general. Mientras que los bonos verdes y sociales canalizan las inversiones hacia proyectos específicos, no siempre constituyen un compromiso a nivel empresarial.

El emisor establece un KPI y un horizonte temporal, también llamado objetivo de rendimiento de sostenibilidad (SPT). Si el emisor no alcanza el objetivo, suele pagar un aumento de 25 puntos básicos en el tipo de interés del cupón. Pensemos en esto como si fuera un seguro para el mayor nivel de riesgo que conlleva el bono si el emisor no alcanza un objetivo. Este es el principio de una forma para que el mercado de bonos establezca un precio para los riesgos ESG. Esperamos que los bonos vinculados a la sostenibilidad impulsen una mayor integración de las consideraciones ESG en todo el mercado, incluso entre los inversores no sostenibles. Estos bonos están en sus primeras etapas y carecen de normalización. Invertir en ellos exige un mayor nivel de conocimientos en materia de ESG. Es importante que los objetivos sean suficientemente ambiciosos⁵

Basándose en estos beneficios, parece sensato incluir al menos un mínimo de bonos verdes en las carteras de deuda corporativa.

Medición: huella de carbono de la cartera y beta de carbono de la cartera

La huella de carbono de una cartera mide no solo el impacto de carbono de la estrategia, sino también su riesgo de carbono, que incluye el *riesgo* de

financiación si los inversores exigen una tasa más alta para las empresas con un alto nivel de emisiones de carbono, el riesgo de reputación, el riesgo de

4 - Candriam, Bloomberg.

5 - De hecho, los objetivos insuficientemente claros o ambiciosos son una consideración primordial para el voto por delegación de Candriam en todos los temas. Véase el [Informe de votación e interacción de Candriam](#).

activos bloqueados y el riesgo político como, por ejemplo, la implantación de impuestos sobre el carbono.

Los responsables políticos están estudiando estrategias para limitar las emisiones de gases de efecto invernadero, y la fijación de precios del carbono es un planteamiento muy debatido. El Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea (RCCDE), un sistema de comercio de derechos de emisión con fijación previa de límites máximos establecido en 2005, fija un máximo de emisiones que disminuye con el tiempo. Las empresas que superan su asignación deben comprar derechos adicionales a las empresas con excedente. En junio

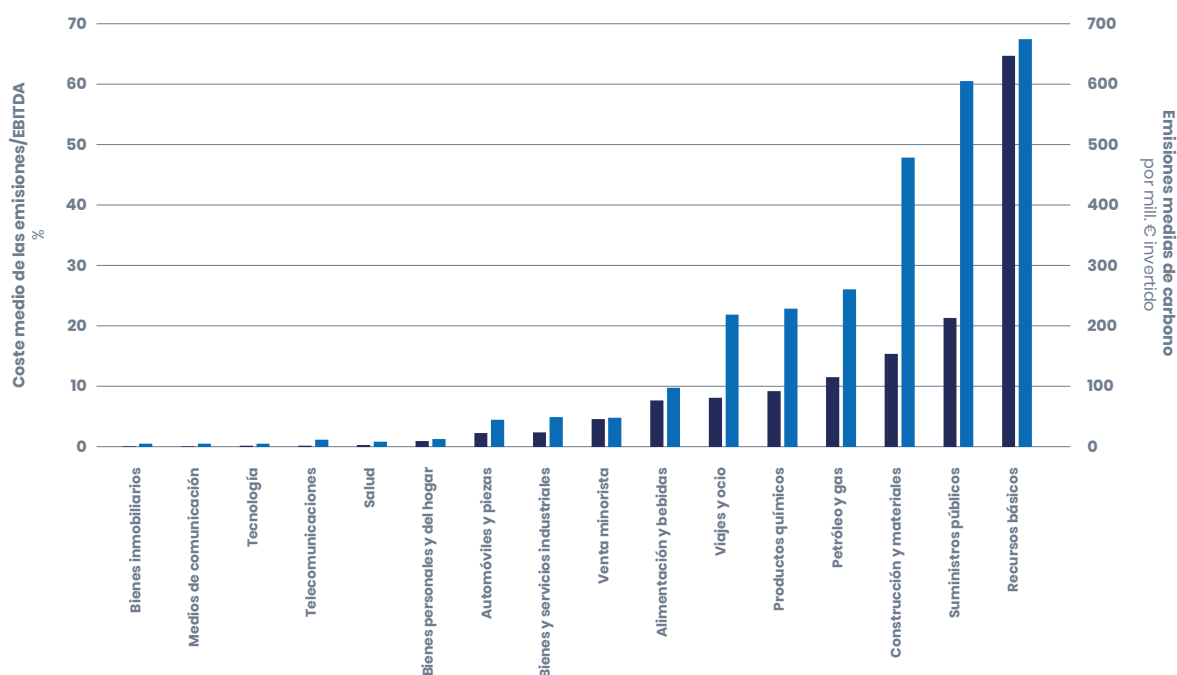
de 2024, el valor monetario era de 66,6 EUR por tonelada métrica de CO₂ equivalente.⁶ Si de repente las emisiones se gravaran explícitamente a ese precio, ¿cómo repercutiría eso en los márgenes y la calidad crediticia de cada emisor?

Nuestro análisis muestra que para algunos sectores con grandes emisiones de carbono con márgenes bajos, el gravamen sobre el carbono podría superar la mitad del EBITDA medio. Si este "impuesto" forma parte de los costes de explotación, concluimos que 20 empresas del universo de inversión de deuda corporativa con grado de inversión en euros experimentarían descensos del EBITDA superiores al 30 %.

Figura 1:

Emisiones por sector industrial
Coste potencial de las emisiones/EBITDA (izda.), y emisiones de carbono por millón de euros de valor empresarial (dcha.)

■ Coste medio de las emisiones/EBITDA
 ■ Emisiones medias de carbono (por mill. € invertido)



Fuente: Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

A nivel de emisor, el análisis del riesgo de carbono debe incluir no solo la huella actual, sino también el posicionamiento de cada empresa en relación con su escenario de enfoque de descarbonización sectorial (SDA), sus futuros esfuerzos de descarbonización y otros elementos. Entre los emisores con mala puntuación en la huella de

carbono, existen diferencias en las estrategias que resulta importante captar desde una perspectiva ESG.

Consideremos el ejemplo de los suministros públicos, que representan el 11 % del índice de referencia en euros, pero un desproporcionado

6 - Junio, 2024.

7 - Fuente: Trucost y Candriam, EPA.

25%-30 %⁷ de las emisiones mundiales de CO₂. No basta con identificar el uso del carbón o del gas. Necesitamos saber cómo se asigna el gasto de capital a la energía solar, eólica, etc. y cómo alcanzará cada empresa sus objetivos a largo plazo en materia de emisiones y mix energético, por no mencionar el riesgo de activos bloqueados.

Por ello, preferimos considerar la exposición a la huella de carbono como un riesgo de carbono "sistémico" y a nivel de cartera. A nivel de cartera, creemos que la huella de carbono puede proporcionar una buena aproximación a la "beta

de carbono" de una cartera, es decir, la sensibilidad del valor de la cartera a las emisiones de carbono.

Dados los riesgos financieros asociados a la transición a cero emisiones netas, **recomendamos que las carteras sostenibles tengan una beta inferior a la media para el riesgo de carbono. Proponemos un objetivo de beta de carbono de 0,7, es decir, un 30 % por debajo del mercado de deuda corporativa.** Este objetivo también coincide con los umbrales fijados por algunos de los parámetros del Reglamento de índices de referencia climáticos de la UE.

Superar los retos en el marco de la cartera

Entre las preocupaciones que suscita la inversión sostenible figuran el riesgo de "green-washing" (incluido el social-washing) y el riesgo de obtener un rendimiento inferior al del mercado en general, aunque la normativa sobre transparencia en la UE está ayudando a reducir el riesgo de greenwashing

Uno de los temores en materia de rendimiento se deriva de la aritmética ineludible de que la inversión sostenible reduce el tamaño del universo de inversión, normalmente entre un 10 % y un 40 %.⁸ La preocupación habitual es que una menor selección de valores pueda reducir parte del potencial de rendimiento financiero, lo que quizá podría denominarse una "prima ESG". En el caso de Candriam, la diferencia media ponderada del diferencial entre nuestro universo sostenible y el mercado general de grado de inversión es cercana a 0 (aproximadamente -2 pb) para una duración similar⁹. Esto significa que a largo plazo (por ejemplo, hasta el vencimiento) y suponiendo el mismo riesgo de rebaja de calificación o de impago entre los dos universos, no hay razón para que nuestro universo sostenible tenga un rendimiento inferior al índice de referencia iBoxx más amplio.

Si nos fijamos únicamente en los bonos verdes y similares, el universo es muy pequeño en comparación con el mercado general en euros: solo el 16 %. ¿Pagan los inversores una "prima verde"? Es decir, ¿aceptan menores rendimientos por estos bonos especiales? Los estudios académicos han llegado a conclusiones muy diversas, pero nuestro trabajo demuestra que, de existir, esta prima verde es modesta.

Dado que las exclusiones sectoriales están pasando a ser indiscutibles en un universo sostenible, la cuestión no es si existe un sesgo en relación con el mercado en general, sino de qué magnitud es el sesgo. Examinamos las correlaciones de rendimiento sectorial para la renta variable y la renta fija, utilizando los precios de la renta variable del Eurostoxx 600, y las correlaciones de diferencial sectorial en la deuda corporativa del iBoxx Eur. En la deuda corporativa, la exclusión sectorial crea menos sesgo, cuantificado por el error de seguimiento, que en la renta variable, y la diferencia es notable.

Los que estén más interesados en este tema encontrarán más detalles en nuestro informe completo, Más allá de los bonos verdes: [¿un futuro sostenible para la deuda corporativa con grado de inversión en euros?](#)

⁸ - Fuente: ISR Label, Peers Flagships, directrices finales de la Autoridad Europea de Valores y Mercados sobre denominaciones de fondos.
⁹ - Candriam, Bloomberg.

El proceso de análisis sostenible de Candriam

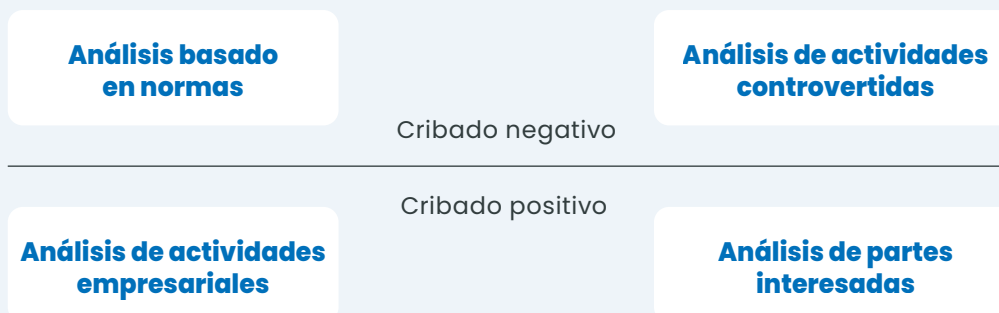
Analizamos cada emisor y cada emisión antes de incluirlos en cualquier cartera. Para todas las carteras, esto incluye cierta integración de factores ESG. Para las carteras sostenibles, el proceso implica una profundidad adicional. El análisis ESG debe ir siempre acompañado de un análisis crediticio fundamental.

Nuestra combinación de análisis positivos y negativos siempre nos permite identificar las oportunidades de crecimiento que pueden mejorar el flujo de efectivo y los riesgos que podrían penalizar la solvencia

futura o incluso bloquear los activos.

El estado actual de las finanzas ha avanzado mucho desde que Candriam creó por primera vez su equipo interno de investigación ESG en 2005¹⁰. Nosotros y muchos otros inversores trabajamos continuamente para mejorar la disponibilidad y la transparencia de la información extrafinanciera relevante para la inversión. Mejoramos continuamente nuestro enfoque de análisis para mejorar la transparencia, las necesidades de los clientes y los cambios de los reguladores.

Nuestro proceso consta de cuatro pilares:



Encontrará más detalles en nuestros [Códigos de Transparencia](#).

Con el tiempo, esperamos que las clasificaciones del SFDR europeo proporcionen definiciones más armonizadas internacionalmente, pero por el momento, la clasificación está sujeta a la interpretación de cada gestora de activos.

Los principales riesgos de la estrategia de deuda corporativa con grado de inversión sostenible en euros son:

- **Riesgo de pérdida de capital:**

no existe ninguna garantía para los inversores en relación con el capital invertido en la estrategia en cuestión, y es posible que estos no reciban la totalidad del importe invertido.

- **Riesgo de inversión ESG:**

Los objetivos no financieros expuestos en este documento se basan en la materialización de hipótesis formuladas por

Candriam. Estas hipótesis se elaboran de conformidad con los modelos de calificación ESG de Candriam, cuya aplicación requiere el acceso a diversos datos cuantitativos y cualitativos, en función del sector y de las actividades exactas de una empresa determinada. La disponibilidad, la calidad y la fiabilidad de estos datos pueden variar y, por tanto, pueden afectar a las calificaciones ESG de Candriam. Para obtener más información sobre el riesgo de inversión ESG, consulte los documentos normativos.

10 - Al año siguiente, en 2006, Candriam pasó a ser signatario fundador de los PRI de la ONU.

Conclusión: ¿Rendimiento sostenible?

El incremento de la transparencia, especialmente en la UE, nos permite cada vez más medir realmente el rendimiento sostenible de una cartera, además del rendimiento financiero. Ello incluye la creciente oferta de instrumentos específicos de renta fija¹¹ (como los bonos verdes, sociales y sostenibles). La huella de carbono se está convirtiendo en un indicador fiable del riesgo de transición. Los riesgos de transición incluyen el impacto de los objetivos de descarbonización fijados por los principales inversores de crédito europeos (como el BCE y las instituciones financieras comprometidas con el objetivo de cero emisiones netas).

Nuestra sociedad, y por tanto nuestra economía y mercados financieros, se enfrentan a grandes retos como el cambio climático, el envejecimiento de la

población, la escasez de recursos, la seguridad alimentaria o la disponibilidad de agua, entre otros. Los mercados financieros son una pieza clave para financiar las soluciones. Dado que el dinero sostenible es, y será, clave para estos problemas sociales que amenazan nuestra economía, es importante maximizar su rendimiento ajustado al riesgo. ¿Cómo se aplica esto a la gestión de una cartera de deuda corporativa con grado de inversión sostenible?

Creemos que las estrategias sostenibles en la deuda corporativa con grado de inversión en euros pueden ofrecer beneficios sociales y mejorar el rendimiento financiero.

Nos complace que nos juzguen por ambas cosas.

¹¹ - Las acciones se emiten una vez. Son difíciles de modificar (estatutos, etc.) y los aumentos del valor de las acciones no generan nueva liquidez para la empresa. Las nuevas emisiones de acciones son poco frecuentes. Los bonos vencen y los nuevos bonos financian el crecimiento. Se pueden emitir nuevos bonos en nuevos formatos.



Este documento se proporciona únicamente con fines informativos y educativos y puede contener la opinión e información de propiedad de Candriam, no constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, ni representa una recomendación de inversión ni confirma ningún tipo de operación, salvo acuerdo expreso. A pesar de que Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes de este documento, no se puede excluir a priori la existencia de algún error u omisión. Candriam no se hace responsable de las pérdidas directas o indirectas derivadas de la utilización de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam deben ser respetados en todo momento, el contenido de este documento no puede ser reproducido sin autorización previa por escrito.