

Integración de los criterios ESG en la gestión de carteras

Monica Casado Vazquez

Barcelona Centre Financer Europeu - Barcelona Finance Cluster

1. Introducció

Algunos gestores e inversores siempre han incorporado la inversión sostenible en sus decisiones de inversión, pero, en los últimos años, el uso de inversiones conscientes de los factores ESG se ha incrementado notablemente.

Los criterios ESG se han convertido en un nuevo método para cuantificar el riesgo financiero, sin embargo, las calificaciones entre las diferentes agencias proveedoras de rating ESG varían significativamente. Esta baja correlación puede ser problemática para los agentes financieros que intentan o están obligados a maximizar la calificación ESG de su cartera. Por lo tanto, el mercado de la calificación ESG necesita un marco para una calificación coherente.

Asimismo, en los últimos años, muchos artículos, tanto del mundo académico como de la industria financiera, han examinado la relación entre los criterios ESG y la rentabilidad para el inversor.

La inversión ambiental, social y de buena go-

bernanza es un término amplio con muchos enfoques que dependen del objetivo de la inversión. Por un lado, hay personas que utilizan la inversión ESG para mejorar el binomio riesgo/rendimiento de su cartera. Por otro lado, hay otras que buscan alinear su inversión con sus normas y creencias. Y, por último, existen inversores de impacto, es decir, inversores que utilizan su capital para provocar cambios con fines sociales y medioambientales.

La necesidad del marco para una calificación ESG coherente para integrar los criterios ESG en las carteras, y la necesidad de definir una metodología basada en estrategias de inversión sostenible para construir carteras ESG y analizar el rendimiento y el riesgo de éstas, conduce al objetivo principal de este trabajo, responder a las preguntas: ¿Cómo se pueden utilizar los datos disponibles actualmente para construir una puntuación ESG coherente? ¿Cómo se pueden integrar los criterios ESG en la gestión de carteras y qué conlleva hacerlo?

En el presente documento se abordan las preguntas y el objetivo de investigación.

2. Integración de criterios ESG en la gestión de carteras

En este trabajo se propone un caso de uso de los datos disponibles actualmente para construir una puntuación ESG coherente y analizar que conlleva integrar los criterios ESG en la gestión de carteras. En concreto, para entender y aplicar estrategias de inversión sostenible para la construcción de dos carteras ESG y definir una metodología para ordenar de mejor a peor las compañías, se ha analizado un índice, en particular el Euro Stoxx 50, en términos ESG.

Para ello, se ha programado con Excel y con el software libre ¹y Rstudio².

Este proceso ha consistido, como se ha avanzado, en primer lugar, en analizar el índice Euro Stoxx 50. Para ello, se ha estudiado su composición en función de la ponderación de cada valor, sus inversiones por países, sectores e industrias, y, finalmente, se ha analizado también el impacto material ESG de las industrias en las que invierte el índice mediante el **SASB Materiality Map**³.

En segundo lugar, con el fin de estandarizar las metodologías que usa cada proveedor de rating ESG, se ha homogeneizado en base 10 las puntuaciones más recientes de las agencias de rating ESG más importantes: MSCI, Vigeo Eiris, S&P, Sustainalytics y Bloomberg; y, para cada activo, se ha realizado una media de las puntuaciones. Así se ha obtenido una calificación ESG más asertiva.

En tercer lugar, en función de las ponderaciones, se han ordenado los 50 activos del índice

Euro Stoxx 50, y de los 10 sectores a los cuales pertenecen, se han seleccionado dos activos de cada sector, uno con la mejor valoración y el otro con la peor. Así se han seleccionado 20 activos para la composición de dos carteras.

Tras la selección de los 20 activos, se han comprobado dos aspectos. En primer lugar, que todas las empresas dispusieran de datos referentes a los precios de cierre con frecuencia diaria en un período de cinco años. En segundo lugar, que los diez activos, uno de cada sector, con mejores puntuaciones en términos ESG no se encuentran en la lista de exclusiones:

- No se aceptan compañías armamentísticas, que comercializan tabaco y alcohol, ni que promueven apuestas de dinero.
- Tampoco se aceptan compañías que no cumplen con los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas según MSCI ESG Research⁴, es decir, que están etiquetadas como:
 - Fail → compañías que están implicadas en casos de una o más controversias en las cuales hay alegaciones creíbles de que la compañía o sus gestores infringen seriamente las normas globales.
 - Watch List → compañías que están implicadas en casos de una o más controversias que necesitan de un seguimiento continuo, pero que no constituyen una infracción importante de las normas mundiales con la información disponible a la fecha.

Al coger dos activos de cada uno de los 10 sectores que componen el índice Euro Stoxx 50, se podría pensar que se han seleccionado 20 activos para la composición de dos carteras ESG

¹ r. <https://www.r-project.org/>

² Rstudio. <https://posit.co/download/rstudio-desktop/>

³ SASB Standards, Materiality Map, Value Reporting Foundation. <https://sasb.ifrs.org/standards/download/>

⁴ MSCI ESG Research, MSCI ESG Controversies and Global Norms Methodology, Junio de 2024. <https://www.msci.com/documents/1296102/14524248/ESG-Research-Controversies-Methodology.pdf/b0a2bb88-2360-1728-b70e-2f0a889b6bd4?t=1692378693072>

“diversificadas”. No obstante, al analizar los coeficientes de correlación de las matrices de correlación de los activos del Euro Stoxx 50 que componen las carteras mejor y peor valoradas en términos ESG, se observa que son positivos, lo que implica que estos activos se mueven en la misma dirección y, por tanto, según Markowitz, las carteras están poco diversificadas.

El siguiente paso, una vez seleccionados los activos que componen ambas carteras, es asignar los pesos de los activos de cada cartera para obtener las carteras óptimas de mínima varianza mediante el modelo de Markowitz.

De esta manera se ha obtenido que el portafolio de mínima varianza mejor valorado en términos ESG proporciona una mayor rentabilidad asumiendo un menor riesgo.

Si analizamos el Ratio de Sharpe⁵ (suponiendo que la tasa libre de riesgo es 0 %), de nuevo, la cartera compuesta por los activos mejor valorados en términos ESG ha tenido más éxito, ya que con esta se ha conseguido más rentabilidad que en el caso de la cartera de mínima varianza peor valorada en términos ESG según el riesgo tomado.

Aunque este resultado no se puede generalizar, es muy positivo.

Finalmente, se estima el comportamiento de cada cartera frente al índice Euro Stoxx 50 mediante regresiones móviles con ventana fija anual y mensual, es decir, la evolución del riesgo sistemático de las carteras a lo largo del tiempo.

Tras aplicar la técnica *rolling regression*⁶, se es-

tima más riesgo sistemático en la cartera mejor valorada en términos ESG y más riesgo no sistemático en la peor valorada, con menos riesgo total en la cartera ESG mejor valorada.

Esta conclusión podría implicar que la beta aumenta a medida que mejora la puntuación ESG como algunos estudios demuestran, lo cual significa que el inversionista opta por una cartera con acciones que están más asociadas al comportamiento del mercado y obtendrá más beneficios que el mercado en caso de subida, pero más pérdidas en caso de caída.

⁵ Andrés Sevilla Arias, Ratio de Sharpe, Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/ratio-de-sharpe.html>

⁶ George Pipis, Rolling Regression and Pairs Trading in R, R bloggers, 30/01/2021. <https://www.r-bloggers.com/2021/01/rolling-regression-and-pairs-trading-in-r/>

3. Conclusiones

En el trabajo se ha definido una metodología basada en estrategias de inversión sostenible para construir dos carteras ESG con activos del Euro Stoxx 50 y se ha analizado el binomio rentabilidad/riesgo de las dos carteras óptimas de mínima varianza. Una vez realizado el estudio, se concluye con los resultados más importantes obtenidos sobre el tema tratado:

A. Se han tratado de estandarizar las metodologías que usa cada proveedor de rating ESG por los problemas de heterogeneidad entre agencias de calificación.

Para emplear estrategias de integración es fundamental la información proporcionada por los proveedores de ratings de sostenibilidad.

Se ha observado que las metodologías y las métricas que usa cada agencia disciernen y las fuentes de información utilizadas varían según el proveedor. Por ello, se ha aplicado una metodología para obtener una calificación ESG más asertiva.

La mejor manera de mejorar la fiabilidad y el uso de los criterios ESG es la implementación de informes estandarizados y auditorías de ESG. La Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa (CSRD) está marcando el camino hacia una nueva era de divulgación corporativa: una que exige la integración de información ESG verificada externamente con la divulgación financiera. Mientras tanto, el Reglamento sobre Divulgación de Información Financiera Sostenible (SFDR) impone requisitos relacionados con la divulgación a los participantes y asesores del mercado financiero en la UE.

B. Considerando el vértice de la hipérbola que contiene las carteras eficientes ESG, es decir, considerando la cartera ESG de mínima varianza, las diez empresas mejor valoradas en términos ESG del Euro Stoxx 50 constituyen la cartera ESG de mínima varianza con mayor rentabilidad y menor riesgo que la cartera ESG de mínima varianza compuesta por las diez compañías peor valoradas en términos ESG de dicho índice.

Este resultado no se puede generalizar. Se debiera seguir profundizando en el tema para buscar posibles patrones y modelos que justificaran si efectivamente hay una relación directa entre el resultado obtenido y cualquier caso planteado. Esta es una posible futura línea de trabajo que se desarrolla en el siguiente apartado. El tema del ESG es un tema en constante investigación.

C. Se estima más riesgo sistemático en la cartera mejor valorada en términos ESG y más riesgo no sistemático en la peor valorada, con menos riesgo total en la cartera ESG mejor valorada.

Como tiene mucho sentido definir una ventana fija para monitorizar la beta y así detectar cambios en el comportamiento de las carteras frente al mercado y ver cómo evoluciona a lo largo del tiempo, se han estimado las betas mediante la técnica de estimación de regresiones móviles con ventana fija que obedece, en primer lugar, a que en el proceso de estimación utiliza las betas históricas y, en segundo lugar, a que no disipa la acción de los datos atípicos ya que, al mantener una ventana de estimación con el mismo número de datos, le da igual peso a este tipo de observaciones.

Se ha estimado que el número de casos en los que las acciones están más asociadas al comportamiento del mercado es mayor en

el caso de la cartera ESG de mínima varianza compuesta por las diez compañías mejor valoradas en términos ESG del Euro Stoxx 50. Por lo tanto, se ha obtenido más riesgo sistemático en la cartera mejor valorada en términos ESG y más riesgo no sistemático en la peor valorada, con menos riesgo total en la cartera ESG mejor valorada. Esta conclusión podría implicar que la beta aumenta a medida que mejora la puntuación ESG como algunos estudios demuestran.

Para concluir, el presente estudio analiza el vínculo entre los criterios ESG y el binomio rentabilidad/riesgo de las carteras compuestas por activos del Euro Stoxx 50 centrándose en el análisis de datos históricos.

Debido a la relación positiva entre ambos aspectos que se ha obtenido en el estudio, este amerita seguir profundizando en el tema y plantearse como lograr explicar el cambio económico de las empresas con altos niveles de calificaciones ESG que conducen a esta mejor rentabilidad y mínima varianza.

4. Futuras líneas de trabajo

La investigación sugiere que los criterios ESG pueden contribuir al rendimiento financiero. Sin embargo, se necesita más investigación sobre la construcción, el desempeño y la evaluación de los criterios ESG antes de poder llegar a una conclusión definitiva.

Siguiendo el hilo conductor del presente estudio, existen numerosas posibles futuras líneas de trabajo y varias formas de ampliar el análisis.

En primer lugar, la definición de ESG puede modificarse para permitir la incorporación de diferentes aspectos ambientales, sociales y de buena gobernanza y estos criterios se pueden

analizar para decidir si se deben tener en cuenta a parte de los criterios que se usan para la obtención de las calificaciones de los proveedores de ratings ESG de tal forma que se busque una metodología homogénea, transparente y única y que permita ser aplicada tanto a pequeñas como medianas y grandes empresas.

En segundo lugar, una de las limitaciones más significativas de este trabajo es la limitada disponibilidad de datos y el pequeño tamaño de la muestra. Esto significa que no es posible concluir si el factor ESG es viable para inversores y gestores de carteras, aunque los resultados así lo pudiesen sugerir. Para mejorar los resultados, se podría utilizar una muestra de datos más grande que permitiría una diversificación mayor.

Ampliando la muestra de datos, podría ser posible obtener resultados más sólidos. Para ello, en el presente estudio, se podrían incluir acciones de más mercados aparte del Euro Stoxx 50; otra opción podría ser la inclusión de empresas privadas; o se podrían también incluir acciones de mercados emergentes.

En tercer lugar, se podría construir un factor ESG que incluido en una cartera de múltiples factores pudiese reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad y así poder encontrar un patrón de cómo se correlaciona la puntuación ESG con el rendimiento y el riesgo de una cartera (véase tesina de Peter Højsteen-Ljungbeck⁷ y estudio del Banco de España⁸).

En cuarto lugar, los resultados obtenidos han sido del análisis realizado sobre las dos carteras

7 Peter Højsteen-Ljungbeck, ESG Factor Investing, Copenhagen Business School, 2020. https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/62178047/879700_Thesis_Final.pdf

8 Ricardo Gimeno y Fernando Sols, La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras, Departamento de Operaciones del Banco de España. https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/14228/1/Factores_sostenibilidad.pdf

ESG óptimas de mínima varianza suponiendo que el inversor es conservador. Ante un perfil agresivo frente al riesgo, el inversor se decantaría por una cartera con alta rentabilidad sin tener en cuenta la volatilidad. Una nueva propuesta sería introducir restricciones en los distintos modelos de optimización para obtener carteras distintas y posiblemente algunas más diversificadas.

Asimismo, la presencia de asimetría y curtosis relevante en las rentabilidades continuas diarias de los activos que componen las carteras ESG en el presente trabajo invalida en parte la teoría clásica de carteras de Markowitz, con lo que se pudieran aplicar modelos de optimización de carteras no estándares.

Por último, se podría construir y ofrecer la frontera eficiente para ambas carteras ESG y compararlas.