Schroders

Material de marketing solo para inversores y asesores profesionales

Estrategias ESG indexadas: puntos clave a tener en cuenta

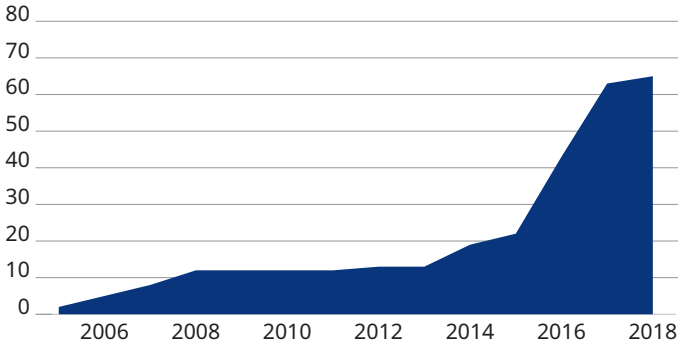
Febrero de 2019

El efecto combinado del aumento de la demanda de productos de inversión indexados y el mayor interés por las estrategias basadas en criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus iniciales en inglés) ha dado lugar a un espectacular crecimiento de los productos comercializados como ESG. En el presente documento, exponemos varias razones por las que estas soluciones sencillas y de bajo coste podrían no ofrecer los resultados financieros o de sostenibilidad que los inversores probablemente esperen.

Ovidiu Patrascu
Analista de inversión sostenible

En los últimos años, se ha disparado el volumen de estrategias pasivas que recurren a indicadores y exclusiones ESG como único criterio de inversión. Actualmente, tenemos identificadas alrededor de 70 de estas estrategias dentro de las grandes bases de datos de fondos cotizados (ETF), después de que se haya triplicado su número durante los últimos tres años (Figura 1) y de que su volumen de activos gestionados haya experimentado un crecimiento similar.

Figura 1: Las estrategias ESG indexadas han crecido exponencialmente



Fuente: Schroders, febrero de 2018.

Los enfoques ESG varían considerablemente

Aunque los fondos ESG de gestión pasiva constituyen una solución sencilla y de bajo coste para los inversores, es importante analizar cómo funcionan. Se basan en indicadores ESG que carecen de objetivos de resultados claros, lo que dificulta la evaluación de sus puntos fuertes y débiles. Así, se tiende a tratar la dimensión ESG de estas estrategias de la misma forma que el resto de datos categóricos que generalmente constituyen la piedra angular de la construcción de carteras de gestión pasiva, como la capitalización bursátil, el sector o el domicilio. Sin embargo, los puntos fuertes y débiles en materia de ESG son el resultado de una serie de juicios y análisis que pueden variar de forma considerable y llevar a conclusiones muy diferentes.

A la hora de diseñar estrategias ESG indexadas, las gestoras de activos generalmente acuden a las calificaciones ESG de uno de los pocos proveedores de datos al respecto, como MSCI, Sustainalytics y Thomson Reuters, cada uno de los cuales aporta una visión del desempeño en materia de ESG, no una respuesta definitiva. La tabla de la Figura 2 resume las principales formas de implantar los criterios ESG en las estrategias de inversión pasivas.

Figura 2: Cómo funcionan los fondos basados en criterios ESG

Enfoques habituales	
ESG/ISR	Asignación: – filtros éticos para tabaco, alcohol, juego, armas, etc. – Calificaciones y controversias en materia de ESG superiores a unos niveles mínimos determinados Selección: sobreponderación en empresas con las calificaciones ESG más altas
Temáticos	Asignación: discriminación negativa basada en criterios éticos (ver arriba) Selección: sobreponderación en empresas con baja huella de carbono, negocios de energías limpias, agua, etc.

Fuente: Schroders

En el ámbito de la sostenibilidad, los inversores esperan algo más que filtros

Es evidente que los filtros éticos son casi siempre un componente esencial de los productos ESG de gestión pasiva. No obstante, somos conscientes de que son muchas las razones que mueven a los inversores a seleccionar fondos con enfoque ESG. Los resultados financieros son solo un criterio, y a menudo no es el primordial. La edición 2017 de nuestro *Estudio Global de Inversión*[1] reveló que los consumidores han adquirido un grado de conocimiento relativamente elevado sobre las características de los productos sostenibles. Sus opiniones apuntan a un abanico de razones cada vez más amplio para elegirlos. Más de la mitad (53%) de los encuestados esperaba que los fondos sostenibles invirtieran en empresas preparadas para afrontar los cambios medioambientales y sociales, mientras que el 46%

1 http://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/insights/2017/pdf/global-investor-study-2017/schroders_report_sustainable-investing_final.pdf

entendía la inversión sostenible como el énfasis en las empresas más destacadas en este ámbito, incluso aunque no fueran las inversiones más atractivas. Por otro lado, menos de una cuarta parte de los inversores (23%) esperaba que la inversión sostenible se centrase en excluir empresas que operan en áreas polémicas, como el alcohol, el tabaco o la fabricación de armas.

A medida que los inversores aumentan su nivel de exigencia, esperan de sus inversiones algo más que una simple exclusión de los sectores polémicos. Muchos reconocen las ventajas de un análisis ESG sólido si este se enfoca a modo de análisis de inversión, no como una actividad de cumplimiento normativo. Sin embargo, las tendencias medioambientales y sociales tienen una incidencia en los beneficios de las empresas que no se puede condensar en reglas sencillas. El análisis ESG presenta muchas modalidades, y los inversores que esperan que refuerce los procesos de inversión deberían ser conscientes de que las calificaciones externas, aplicadas de forma indiscriminada, tienen más probabilidades de lastrar las rentabilidades que de mejorarlas[2].

En este sentido, es importante que los inversores no pierdan de vista que la etiqueta ESG de un fondo no dice mucho sobre los componentes o la metodología que utiliza. Existen productos de gestión pasiva adecuados para algunos inversores, pero para encontrarlos es necesario analizar cómo se configura la estrategia, en lugar de centrarse únicamente en la etiqueta.

Las puntuaciones ESG no reflejan criterios pertinentes para la inversión, sino cómo se comunican las políticas internas.

La evaluación de sostenibilidad de los proveedores de calificaciones generalmente se sintetiza en un único indicador ESG, similar a las recomendaciones de valores que elaboran los bancos de inversión o las agencias de calificación crediticia. Los analistas generalistas llegan a diferentes conclusiones sobre las mismas empresas usando información que, en líneas generales, es similar. Estas diferentes visiones son valiosas para los gestores de fondos a la hora de entender mejor los negocios que podrían tener en cuenta para la inversión. No tendría mucho sentido que solo tuviesen en cuenta el informe de análisis de un solo banco a la hora de formarse una opinión definitiva sobre la idoneidad de un título, máxime si no comprenden totalmente el proceso de análisis de esta entidad, las bases de sus conclusiones o los resultados que deberían generar las recomendaciones.

Podríamos argumentar que, en esencia, eso es lo que aguarda a los inversores que invierten en un fondo ESG de gestión pasiva. A pesar de su aparente transparencia, numerosos productos de gestión pasiva revelan una cantidad sorprendentemente escasa de información sobre cómo implementan realmente los factores ESG. La mayoría de ellos recurre únicamente a un único proveedor externo de calificaciones ESG. Si las metodologías de calificación son complejas de descifrar para la mayoría de inversores profesionales, no digamos para los inversores particulares. Por lo general, sus metodologías de calificación se centran en las políticas y los niveles de información pública disponible más básicos, datos que no guardan relación con la rentabilidad de la inversión o acontecimientos negativos del pasado con escasa capacidad predictiva. En un estudio realizado recientemente, Goldman Sachs señala que "los servicios de calificación usados generalmente suelen incorporar del orden de entre 100 y 200 datos, incluso más", pero el 80% o más de estos datos tiene que ver con las políticas internas, en lugar de con indicadores de desempeño más tangibles[3].

2 Investors fear ESG investment will hurt returns, *Financial Times*, 11 de octubre de 2017: https://www.ft.com/content/112dd68a-ad01-11e7-beba-5521c713abf4

3 *The Emerging ESG Toolkit: Promise and Pitfalls*, Goldman Sachs, 19 de febrero de 2018.

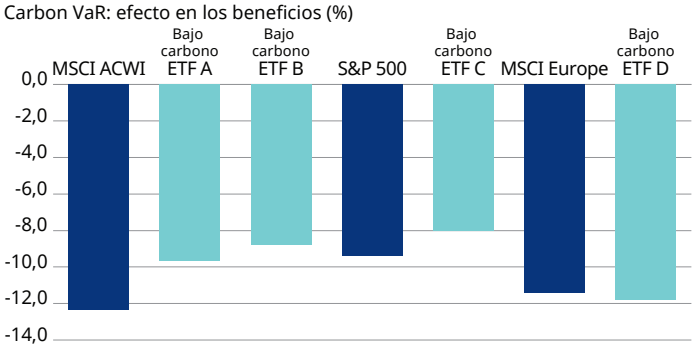
Gestionar el riesgo relacionado con el carbono es algo más que reducir huellas

Un ejemplo de lo anterior sería el riesgo relacionado con el carbono, que es un tema mucho más complejo que la mera gestión de las desinversiones en combustibles fósiles o la limitación de las huellas de carbono. Sin embargo, así es como lo abordan la mayoría de productos ESG de gestión pasiva. Por ejemplo, algunas de las mayores estrategias indexadas con bajas emisiones de carbono ponen el foco específicamente en empresas con huellas de carbono reducidas, lo que significa reducir las exposiciones del fondo a sectores como energía, materiales y servicios públicos.

Sin embargo, para nosotros las huellas de carbono bajas y la transición hacia una economía con bajas emisiones de carbono son dos formas de análisis muy diferentes. La segunda está mucho más matizada y requiere un análisis de las estructuras sectoriales y los modelos de negocio, mientras que la primera es sencilla pero demasiado imprecisa para ofrecer una señal de inversión significativa de forma aislada.

Además, la información que publican las empresas sobre las emisiones de carbono generalmente es escasa, lo que agrava las consecuencias de aplicar modelos potencialmente engañosos. Más del 60% de las huellas de carbono las calculan organizaciones como CDP[4] (una entidad sin ánimo de lucro que gestiona una base de datos con información pública sobre emisiones de carbono) o MSCI y cada una de las ellas utiliza su propia metodología, a menudo con resultados muy diferentes.

Figura 3: Las exposiciones a las emisiones de carbono de los fondos climáticos no difieren mucho de las de los índices generalistas



Los ETF que se muestran son los cuatro fondos cotizados con bajas emisiones de carbono más grandes por activos gestionados. Fuente: Schroders, mayo de 2018.

Nosotros hemos adoptado un enfoque más exhaustivo sobre el cambio climático[5] que nos ha llevado a desarrollar el modelo Carbon Value at Risk (Carbon VaR), una herramienta más sólida para abordar cómo afecta el aumento de los precios del carbono a los beneficios de las empresas. Si analizamos la situación a través de Carbon VaR, los riesgos derivados del carbono de algunas de las estrategias indexadas con bajas emisiones más importantes no son muy inferiores a los de los índices generales.

4 Véase www.cdp.net

5 Véase "El Climate Progress Dashboard prevé un aumento de la temperatura global de más de 4º C", julio de 2017; "Cómo el aumento de los precios del carbono podría reducir los beneficios de las empresas", septiembre de 2017; y "El panorama para los combustibles fósiles no está tan claro", diciembre de 2017, escritos por el equipo de inversión sostenible de Schroders.

Esta idea se ilustra en la Figura 3, donde los números negativos representan el efecto total del aumento de los precios del carbono sobre los beneficios. Nuestro análisis nos hace dudar de que estos fondos reflejen los cambios que impone la transición hacia una economía mundial con bajas emisiones de carbono.

La estructuración de carteras ESG indexadas puede dar lugar a exposiciones sesgadas

Muchas de las estrategias ESG indexadas a disposición de los inversores se caracterizan por un proceso de construcción de carteras relativamente sencillo. El primer paso es casi siempre cribar un universo de inversión muy grande con el objetivo de eliminar sectores considerados indeseables, como el juego, el alcohol, el tabaco, las armas, etc. En el segundo paso, la selección de valores pone el foco en las empresas con puntuaciones ESG superiores a la media. Por último, las posiciones se dimensionan utilizando datos de herramientas de optimización del riesgo diseñadas para reducir al máximo la desviación frente a los respectivos índices de referencia.

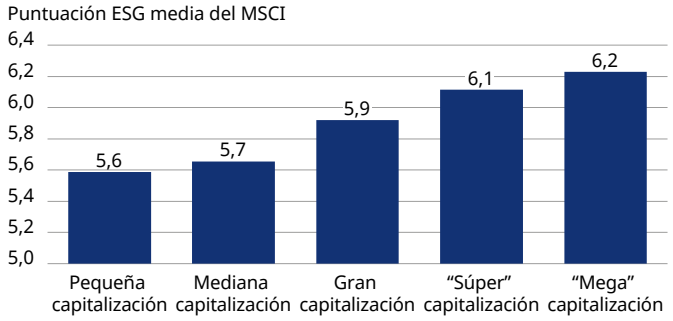
Aunque todos estos pasos son sensatos, dejan la puerta abierta a sesgos de asignación que pueden tener consecuencias indeseadas para las rentabilidades.

Exposición excesiva a empresas más grandes

Las empresas más grandes suelen obtener mejores calificaciones ESG, lo que, en nuestra opinión, se debe a múltiples razones. Las empresas más grandes disponen de más recursos para dedicarlos a medir y divulgar datos ESG y generalmente cuentan con procesos internos consolidados. También tienen una mayor relevancia pública y, por lo tanto, es probable que se enfrenten a una mayor presión y vigilancia por parte de los reguladores e inversores. Todo ello hace que sea más sencillo recopilar y comunicar los datos necesarios para calcular puntuaciones ESG.

Debido a estos factores, poner el foco en las puntuaciones ESG de terceros puede introducir un sesgo hacia las empresas más grandes (Figura 4). En realidad, estas empresas simplemente podrían estar comunicando mejor en lugar de destacar realmente en las áreas ESG en cuestión.

Figura 4: ¿Son las empresas de mayor tamaño más sostenibles?



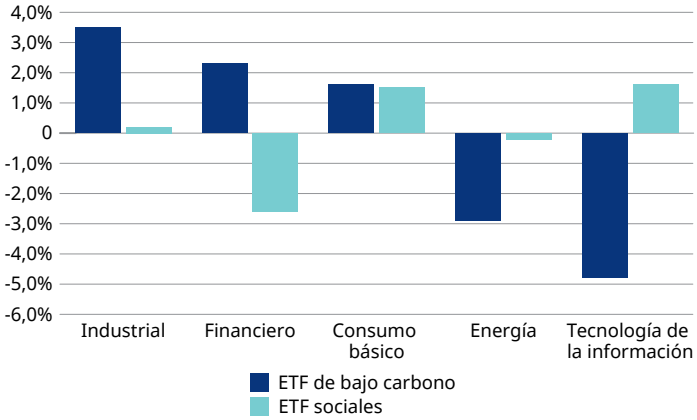
Fuente: Schroders, marzo de 2018

Exposición excesiva a determinados sectores

Comparamos las exposiciones sectoriales de las mayores estrategias con bajas emisiones de carbono y referenciadas a índices sociales con las de sus índices de referencia y llegamos a la conclusión de que presentaban exposiciones sesgadas hacia determinados sectores, como el financiero y el tecnológico (Figura 5). Si tenemos en cuenta que estos sectores son importantes catalizadores de las rentabilidades bursátiles, esta desequilibrada exposición al riesgo probablemente repercuta en los resultados que obtendrán los inversores, especialmente a corto plazo, a medida que estos sectores van entrando y saliendo de las preferencias del mercado. Estos desajustes no se comunican adecuadamente a los inversores.

Figura 5: Los productos ESG indexados están expuestos de forma desproporcionada a determinados sectores

Exposición sectorial media de los ETF sociales y de bajo carbono más grandes en comparación con sus respectivos índices de referencia



Solo se muestran los sectores con las mayores exposiciones frente a los índices de referencia. Fuente: Schroders, mayo de 2018.

Las puntuaciones ESG varían de un proveedor a otro

Nuestro análisis también revela una falta de coherencia en las puntuaciones ESG entre los principales proveedores de datos: MSCI, Sustainalytics y Thomson Reuters. Hemos analizado el grado de coincidencia de las puntuaciones ESG a nivel empresarial[6] para cada uno de ellos y para todos los integrantes del índice de referencia MSCI ACWI. Nos percatamos de que cada proveedor podía tener una definición diferente de lo que significa un buen desempeño ESG. No obstante, esperábamos cierto grado de coincidencia entre las empresas líderes que habían recibido las puntuaciones más altas (es decir, AAA).

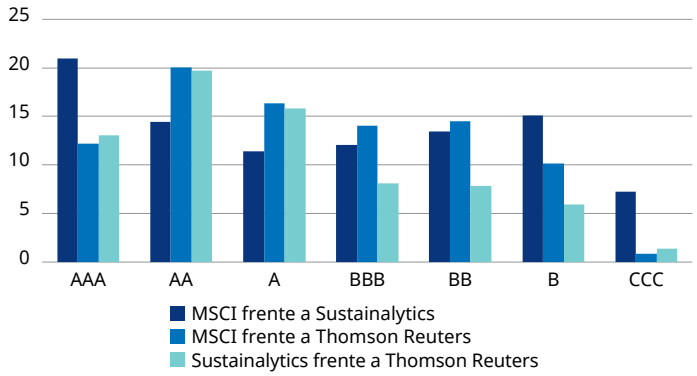
En realidad, nos dimos cuenta de que la probabilidad de que los principales proveedores de datos otorgaran a las empresas la puntuación ESG más elevada es de tan solo el 10%-20% (Figura 6), con niveles todavía menores en las bandas de puntuación más bajas. También calculamos las correlaciones en toda la base de datos de puntuaciones de empresas en criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo de MSCI, Sustainalytics y Thomson Reuters, y lo que encontramos fueron unas cifras sorprendentemente bajas (Figura 7).

Esta falta de coherencia suscita importantes preguntas sobre cómo se filtran y excluyen las empresas más deficientes y tiene implicaciones para la fase de cribado del proceso de estructuración de carteras. Como hemos señalado antes, la mayoría de procesos pasivos excluyen las empresas con puntuaciones ESG bajas, así que los inversores que deseen exponerse a las empresas líderes atendiendo a factores ESG se encontrarán con respuestas muy diferentes dependiendo del proveedor de calificaciones que utilicen.

6 Aproximadamente 2.450 empresas.

Figura 6: Las calificaciones ESG muestran una escasa coincidencia

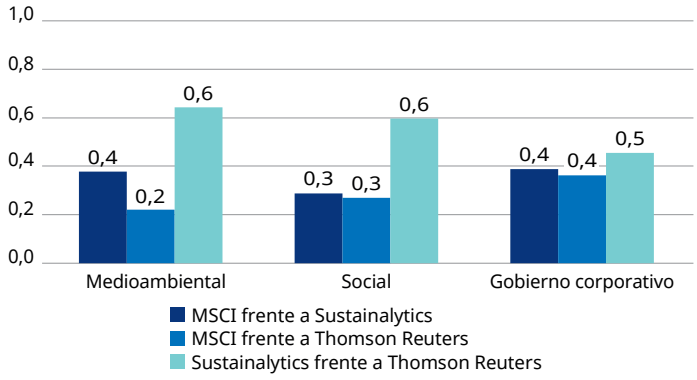
Probabilidades de que las puntuaciones ESG coincidan entre proveedores (%)



Fuente: Schroders, diciembre de 2017.

Figura 7: Las correlaciones entre los diferentes proveedores de calificaciones son difusas

Correlación entre puntuaciones



Fuente: Schroders, marzo de 2018.

Las estrategias indexadas tienen dificultades para llevar a cabo una tutela eficaz

El elevado crecimiento de las estrategias indexadas ha provocado que las autoridades, los clientes y otras partes interesadas vigilen más el papel que desempeñan las gestoras de inversiones como propietarias de un porcentaje cada vez mayor de empresas cotizadas. Muchas gestoras de productos que replican índices han respondido dando más visibilidad a sus actividades de tutela y ampliando sus equipos de gobierno corporativo.

Aunque no existe una forma de abordar la tutela que destaque sobre las demás, los enfoques empleados por las sociedades que fundamentalmente gestionan estrategias indexadas se enfrentan a diferentes problemas. Resulta complicado entablar un diálogo con las empresas y propiciar cambios sin haber desarrollado un conocimiento sectorial sobre las áreas en las que operan estas empresas y sin comprender cómo se ven afectados sus modelos de negocio por los retos relativos a los criterios ESG a largo plazo. Es poco probable que los equipos de tutela que cubren todos los mercados y todos los negocios puedan ayudar a las empresas a desenvolverse en estas áreas especializadas. Existe una distinción clara entre, por un lado, elaborar declaraciones de posicionamiento y, por otro, entablar con las empresas conversaciones adaptadas a lo largo de muchos años sobre circunstancias y estrategias específicas.

Podríamos afirmar que este aspecto es menos problemático para una firma de gestión activa, donde la tutela constituye un aspecto importante de sus funciones y es responsabilidad de los gestores de fondos, los analistas y los expertos en sostenibilidad por igual. Consideramos que la supervisión resulta más sencilla con una filosofía de inversión activa, donde las reuniones periódicas con los equipos directivos pueden complementarse con interacciones concretas sobre cuestiones corporativas, medioambientales y sociales específicas. La eficacia de este diálogo estará directamente vinculada a la comprensión que posea la gestora sobre los sectores y los modelos de negocio. Las conversaciones con las empresas deberían reflejar las presiones a las que se enfrentan y probablemente sean mucho menos eficaces sin esa perspectiva.

Conclusión

Los productos indexados que integran criterios ESG han registrado un imponente crecimiento en fechas recientes, apuntalado por las bajas comisiones y la facilidad de acceso. Sin embargo, los principales proveedores de estos productos a menudo parecen informar con poca claridad sobre los resultados que prevén alcanzar con sus estrategias o cómo se determinan las calificaciones ESG en las que se basan. Hemos analizado estas carteras desde diferentes ángulos y hemos llegado a la conclusión de que en muchos casos los productos ESG indexados aplican políticas muy básicas, simplifican en demasía cuestiones complejas y están basados en indicadores ESG con un bajo grado de homogeneidad entre los proveedores de datos. Creemos que las expectativas de sostenibilidad de los inversores se atienden mejor con estrategias diseñadas de forma más cuidadosa, que delimiten y reflejen la capacidad de las empresas para adaptarse a los retos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. Desde nuestro punto de vista, la forma más eficaz de hacerlo es integrar las competencias en materia de ESG en soluciones de inversión activa. Estas deberían estar diseñadas para abordar las cuestiones ESG que revistan importancia desde el punto de vista de la inversión, tanto a escala de empresas concretas como de estructuración de la cartera. A continuación, los gestores de estos productos deberían ser capaces de utilizar su experiencia para entablar diálogos concretos con las empresas a lo largo de todo el ciclo de inversión con el objeto de mejorar la rentabilidad y la tutela del capital que brindan a los inversores.

Información importante

La información y las opiniones contenidas en el presente documento pertenecen al autor en la fecha de publicación y están sujetas a modificaciones debido a las condiciones de los mercados y otros factores. Las opiniones contenidas en este documento pertenecen a los autores y no representan necesariamente las opiniones expresadas o reflejadas en otras comunicaciones, estrategias o fondos de Schroders.

El presente documento ha sido redactado con una finalidad exclusivamente informativa. Su contenido no constituye una oferta de compra o venta de ningún instrumento o título financiero, ni una sugerencia para adoptar ninguna estrategia de inversión. La información contenida en el presente documento no constituye un asesoramiento, una recomendación o un análisis de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de ningún destinatario. Este material no constituye una recomendación contable, jurídica o tributaria y no debe ser tenido en cuenta a tales efectos. Todas las referencias a títulos, sectores, regiones o países se realizan únicamente con fines ilustrativos.

La información aquí contenida se considera fiable, pero Schroders no garantiza su integridad ni exactitud. Ni Schroders ni sus directivos, empleados o agentes asumen ninguna responsabilidad u obligación por los errores de hecho u opinión ni por cualquier pérdida derivada del uso de la totalidad o una parte de la información contenida en este documento. No se debe depositar confianza en las opiniones e información recogidas en el documento a la hora de tomar decisiones de inversión o estratégicas individuales. La información contenida en este documento puede cambiar o resultar inexacta en el futuro, pero Schroders no tiene obligación de comunicárselo a ningún destinatario. A menos que Schroders lo autorice, está prohibida la reproducción de la totalidad o una parte de la información contenida en este documento.

La información y las opiniones aquí contenidas se han obtenido de fuentes que consideramos fiables. Schroders no ha verificado o validado de forma independiente estos datos, que deberían ser verificados de forma independiente antes de ser publicados o utilizados. Schroders no reconoce ni garantiza la exactitud o exhaustividad de dichos datos. Los datos de terceros son propiedad u objeto de licencia de quien proporciona los datos y no podrán reproducirse o extraerse ni utilizarse con ningún otro fin sin el consentimiento del proveedor de los datos. Los datos de terceros se facilitan sin garantías de ningún tipo. El proveedor de los datos y la entidad que publica este documento no asumen ninguna responsabilidad en relación con los datos de terceros. En www.schroders.com se pueden encontrar avisos legales adicionales relativos a los datos de terceros.

Todas las inversiones conllevan un elemento de riesgo, incluida la pérdida del capital invertido.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden provocar variaciones tanto al alza como a la baja en el valor de cualquier inversión en el extranjero. Las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras y puede que no vuelvan a repetirse. Este documento podría contener información denominada “prospectiva”, como previsiones o proyecciones. Tenga en cuenta que dicha información no supone garantía alguna de resultados futuros y no existe ninguna certeza de que dichas previsiones o proyecciones vayan a cumplirse. Para su seguridad, las comunicaciones serán grabadas o controladas. SCH70078.

Nota a los lectores en la Unión Europea/Espacio Económico Europeo: Schroders será el responsable del fichero en relación con sus datos personales. Para obtener información sobre cómo Schroders podría tratar sus datos personales, consulte nuestra Política de privacidad, disponible en www.schroders.com/en/privacy-policy. También puede solicitarnos esta información si no puede acceder a esta página web. Publicado por Schroder Investments Management Limited, 31 Gresham Street, Londres EC2V 7QA. N.º de registro 1893220 Inglaterra. Entidad autorizada y supervisada por la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (FCA).