

LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD, IMPULSORAS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

SUSTAINABILITY RATING AGENCIES AS A DRIVER OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT

María Ángeles Fernández Izquierdo

María Jesús Muñoz Torres

Elena Escrig Olmedo

Juana María Rivera Lirio

Idoya Ferrero Ferrero

Grupo de investigación SoGrE-S-MF. Departamento de Finanzas y Contabilidad.
Universidad Jaume I. Castellón

RESUMEN

El conjunto de actores de los mercados financieros a nivel mundial están demandando de forma creciente que la información financiera de las empresas se vea integrada con información de carácter ambiental, social y de gobierno corporativo. Las agencias de calificación de la sostenibilidad surgen en los mercados como oferentes de dicha información, desarrollando sus propias herramientas de medición y evaluación de los criterios financieros, ambientales y de gobernanza (FASG).

El objetivo de este artículo es poner de manifiesto la función impulsora y modeladora que están realizando estas agencias en el análisis de la sostenibilidad corporativa, sus metodologías de evaluación y los criterios que utilizan, constatando que están potenciando el desarrollo de la inversión socialmente responsable (o inversión sostenible, o inversión con criterios ASG), y de las finanzas sostenibles, tanto por ofertar bases de datos de criterios FASG, como por la elaboración de índices bursátiles de sostenibilidad que sirven de benchmarking para los fondos de inversión con criterios de sostenibilidad. Sin embargo, por ahora, este impulso no está impactando en la innovación hacia modelos de negocios sostenibles.

Palabras claves: Agencias de calificación de la sostenibilidad, inversión socialmente responsable (ISR), criterios positivos y negativos, índices bursátiles de sostenibilidad, finanzas sostenibles.

SUMMARY

The financial market actors worldwide are increasingly demanding that the financial information of companies should be integrated with information of an environmental, social and corporate governance nature. The sustainability rating agencies emerge in the markets as providers of such information, developing their own tools for measuring and evaluating the financial, environmental and governance criteria (FESG).

The objective of this paper is to highlight the function that these sustainability agencies are fulfilling, their evaluation methodologies and the criteria they use, confirming that they are promoting the development of socially responsible investment (or sustainable investment, or ESG investment). Both for their offer of databases of FESG criteria, and for the elaboration of sustainable indexes that serve as benchmarking for investment funds with sustainability criteria. However, they are not influencing innovation towards sustainable business models.

Key words: Sustainability rating agency, socially responsible investment (SRI), positive and negative screening, sustainable stock index, sustainable Finance.

Introducción

La Inversión socialmente responsable (ISR) es el proceso de inversión que combina objetivos de inversión financiera y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) en la toma de decisiones de inversión.

Dentro de los mercados bursátiles, la ISR es un segmento de la inversión que se está desarrollando rápidamente mediante los instrumentos de inversión colectiva, como son los fondos de inversión y los planes de pensiones socialmente responsables. Este desarrollo ha impulsado la creación de nuevas instituciones o la adecuación de las tradicionales para que actúen en el control, valoración, medición y elaboración de rating y ranking de sostenibilidad, así como en la creación y difusión de índices bursátiles socialmente responsables que sirvan de base para la gestión ya sea activa o pasiva de las carteras de dichos instrumentos de inversión colectiva¹.

De hecho, en la actualidad han aparecido numerosos índices de sostenibilidad y agencias de análisis de sostenibilidad que estudian a las empresas en términos sostenibles, esto es, económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo sin existir una información y metodología estándar en la valoración que llevan a cabo estos índices y agencias ni en el análisis que efectúan.

Desde un punto de vista empírico, las medidas de resultados extrafinancieros en el sentido de medición de criterios ASG no son homogéneas y no existe consenso al respecto, con lo cual su evaluación cuantitativa es extremadamente difícil. Sin embargo, a la hora de analizar la performance financiera existen multiplicidad de indicadores en función

¹ Para un desarrollo mayor ver Fernández Izquierdo y Muñoz Torres (2009).

de la dimensión que se analice: beneficios, utilización de activos, crecimiento, liquidez, rentabilidad-riesgo o niveles de inversión-actividad.

En cuanto a la relación entre los resultados ambientales, sociales y financieros de las empresas la mayoría de las investigaciones empíricas dejan entrever la existencia de una relación positiva o neutra².

Tener en cuenta todos los riesgos, de manera integral, y gestionar de forma sostenible se propone como solución para el cambio de modelo, incorporando al proceso de toma de decisiones variables extra-financieras y sistemas de información transparentes.

En el presente artículo, vamos a poner de manifiesto cuál es el papel de las agencias de calificación de la sostenibilidad en el mercado de la ISR estudiando sus criterios de evaluación y sus metodologías.

Agencias de calificación de la Sostenibilidad

Las agencias de calificación de la sostenibilidad o de *rating* ASG, evalúan los criterios y resultados FASG (Financieros, Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno) de las empresas, mediante metodologías de investigación propia. Normalmente los resultados se estructuran en bases de datos que ponen a disposición del mercado financiero. El método de trabajo se basa en la recopilación y análisis de la información corporativa (de áreas tan variadas como la gestión de RRHH, la relación con los clientes y proveedores, el Gobierno Corporativo, la gestión de los impactos en el medio-ambiente,...) disponible en bases de datos externas, memorias o informes de sostenibilidad e incluso a través de cuestionarios remitidos a la empresa y verificación a través de fuentes externas.

Posteriormente, debe traducirse en variables medibles. Así, básicamente cada *rating* de sostenibilidad da forma a la ISR a través de un proceso de evaluación propio, que implica la recogida, ponderación de una serie de criterios para poder evaluar cada dimensión: financiera, ambiental, social y de gobierno corporativo, así como la política de actuación de las empresas a los que se le asigna una puntuación. Una vez evaluados se elaboran los *rating* y sus informes respectivos.

Las evaluaciones de las agencias de rating son utilizadas, también, para elaborar los índices bursátiles de sostenibilidad más prestigiosos.

² Fernández Izquierdo et al. (2005) recogen las relaciones entre las performance financieras, bursátiles y los criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las organizaciones y Ferrero Ferrero, et. al (2016). El efecto de la consistencia ambiental, social y de gobernabilidad en los resultados económicos.

Los índices socialmente responsables, al igual que los índices bursátiles tradicionales son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en este caso del mercado bursátil socialmente responsable.

Por otro lado, una de las particularidades de las agencias de calificación de la sostenibilidad es que no únicamente realizan servicios de consultaría sino que ofrecen a sus inversores múltiples productos y servicios adaptándose así a las necesidades del mercado, como bases de datos, *Benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis de riesgos extra-financieros, asesoría e incluso *rating* de sostenibilidad de países.

Por tanto, las agencias de calificación de la sostenibilidad contribuyen a modelar y dinamizar la ISR.

Ahora bien, la ISR es un concepto dinámico y por esta razón, nuevos actores y enfoques aparecen en el mercado. La terminología, las estrategias de inversión socialmente responsable y las metodologías de evaluación de la sostenibilidad varían tanto a lo largo del tiempo, como entre los diferentes países debido a las diferencias culturales e ideológicas entre las regiones, los diferentes valores y creencias de las partes interesadas y los entornos de mercado de la ISR (Fernández et al 2011, 2014). En el contexto europeo y actual, Eurosif (2016) clasifica en 7 grandes grupos las diferentes estrategias de ISR:

- (i) Inversiones temáticas de sostenibilidad: inversión en temas o activos vinculados a la promoción de la sostenibilidad. Las inversiones temáticas de sostenibilidad cubren una amplia gama de temas relacionados con cuestiones de ASG (energías renovables, agua, movilidad, eficiencia de recursos, etc.).
- (ii) Selección de las estrategias de inversión *best-in-class*: enfoque donde se seleccionan o ponderan las inversiones líderes o de mejor rendimiento dentro de un universo, categoría o clase en base a los criterios de ASG.
- (iii) Exclusión de participaciones del universo de inversión: este enfoque excluye sistemáticamente a empresas, sectores o países del universo en el que se puede invertir si están implicados en ciertas actividades con base en criterios específicos.
- (iv) Filtro basado en normas internacionales ASG (*screening*): filtro de inversiones de acuerdo con su cumplimiento de estándares y normas internacionales.

- (v) Integración de los factores ASG en el análisis financiero: la inclusión explícita por los administradores de activos de los riesgos y oportunidades de ASG en el análisis financiero tradicional basado en un proceso sistemático y fuentes de investigación apropiadas.
- (vi) Compromiso y votación sobre asuntos de sostenibilidad: actividades de participación y propiedad activa a través de la votación de acciones y el compromiso con las empresas en asuntos de ASG. Este es un proceso a largo plazo que busca influir en el comportamiento o aumentar la divulgación.
- (vii) Inversión de impacto: inversiones realizadas en empresas, organizaciones y fondos con la intención explícita de generar impacto social y ambiental junto con un rendimiento financiero.

La evolución de estas estrategias se ha unido al desarrollo de productos de inversión socialmente responsables, principalmente al desarrollo de fondos de inversión socialmente responsables (fondos ISR). Según Eurosif (2014), el principal impulsor del mercado ISR es la demanda de inversores institucionales.

Además, la evolución del mercado ISR en términos de tamaño y sofisticación de estrategias de inversión, ha dado lugar a un aumento en la información sobre el rendimiento ASG comunicado por las empresas, y a la profesionalización de la medición del rendimiento ASG a través de la aparición de nuevos índices de sostenibilidad y de fusiones y absorciones de las empresas de las agencias de calificación³.

En la última década, el mercado de calificación ASG ha crecido considerablemente y ya ha experimentado una fase inicial de consolidación. Han surgido un gran número de agencias, mientras que otras han desaparecido, debido a procesos de fusiones y adquisiciones entre ellas. A continuación se describen las principales características de las agencias de rating de sostenibilidad de mayor importancia en el mercado con el objetivo de conocer a grandes rasgos su metodología de trabajo:

- *MSCI ESG Research*: Ofrece diversos servicios a los inversores socialmente responsables, especialmente institucionales, como la elaboración de *ratings* de sostenibilidad y el análisis de las prácticas ambientales, sociales y de gobierno de miles de empresas en todo el mundo. En concreto, MSCI ESG Intangible Value Assessment (IVA) proporciona información y valora el desempeño de las compañías analizadas teniendo en cuenta factores ambienta-

³ Ver Escrig Olmedo et. al (2017).

les, sociales y de gobierno. Para este análisis, se basa en la experiencia y los logros de agencias de análisis de la sostenibilidad pioneras como KLD Research & Analytics, Innovest y RICR, adquiridas a través de la adquisición de RiskMetrics.

- *ROBECOSAM Sustainability Investing*: En 2007, Robeco adquirió SAM Group, una de las compañías líderes del sector de la ISR. En 2013, SAM Group pasa a denominarse RobecoSAM. Una de sus actividades principales es RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment (CSA, Evaluación de Sostenibilidad Corporativa), un análisis anual de prácticas de sostenibilidad de más de 3.000 empresas a nivel mundial. Dicho RobecoSAM CSA forma la investigación central de los Índices de Sostenibilidad Dow Jones. También se encarga de los servicios de relación con grupos de interés, representación de accionistas, voto en juntas y servicios de inversión.
- *Sustainalytics*: Tras la disolución de la red de consultoras SiRi Company en 2008 se crea Sustainalytics –que agrupa a Dutch Sustainability Research (Países Bajos), Scoris (Alemania) y la antigua Analistas Internacionales en Sostenibilidad -AIS- (España)–. Sustainalytics es una empresa líder en la investigación y análisis de criterios ASG a nivel global. Entre sus productos y servicios destacan: Sustainalytics Global Platform (rating de empresas con informes de las compañías), servicio de alerta, estudios sobre sectores, rating ASG de países, auditorías ASG, etc. El modelo de Sustainalytics se compone de más de 70 indicadores, ponderados con pesos específicos según el sector en el que operan las compañías. Este amplio abanico de indicadores estudia las políticas, los sistemas de gestión y los resultados obtenidos por las empresas en materia social, medioambiental y de gobierno corporativo. Además, participa en la elaboración del índice del mercado bursátil Jantzi Social Index, que se basa en el modelo del índice S&P/TSX 60 e incluye 60 empresas canadienses que superan un amplio abanico de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo; y en la de la familia de Índices ASG STOXX, un conjunto de índices innovadores compuesto por tres índices especializados por categoría ambiental, social y de gobierno corporativo y un índice amplio que agrega los índices especializados.
- *ISS-Oekom*: Es una de las agencias de *rating* líderes a nivel mundial en el campo de la ISR. Analiza a más de 3.800 empresas y a países en lo que se refiere a su *performance* medioambiental y social, utilizando para ello más de 100 criterios sociales y ambien-

- tales seleccionados específicamente en función de la industria. En su análisis, también tiene en cuenta criterios negativos y controvertidos como el alcohol, la pornografía, la energía nuclear, pieles, etc.
- *Vigeo Eiris*: Las agencias de investigación de información ASG Vigeo y EIRIS se fusionaron el 22 de diciembre del 2015 para crear una sola agencia europea con alcance global. De esta forma, Vigeo Eiris se constituye como proveedor global de información ambiental, social y de gobernanza para inversores, empresas públicas y privadas. En concreto, Vigeo Eiris ofrece dos tipos de servicios: (1) un servicio de *rating* y análisis de información ASG, que da lugar a una amplia gama de productos y servicios diseñados para todo tipo de inversores y que cubren todas las prácticas de inversión sostenible y ética y; (2) trabaja con organizaciones de todos los tamaños, de todos los sectores, públicos y privados, para apoyarles en la integración de los criterios ASG en sus estrategias de negocio y operaciones. Vigeo Eiris está presente en París, Londres, Boston, Bruselas, Casablanca, Milán, Montreal y Santiago y cuenta con un equipo de 200 personas. La agencia trabaja con socios a través de su “Red Vigeo Eiris Global” en todos los continentes.

Criterios de valoración y su evolución en el tiempo

En general, los criterios de valoración de los aspectos FASG se basan en estándares e instrumentos concebidos desde las distintas organizaciones internacionales, foros de discusión y centros de investigación que están trabajando en la sistematización de estos criterios y que sirven para evaluar a las empresas y organizaciones desde la perspectiva del desarrollo sostenible⁴.

En la tabla 1 se agrupan los diferentes códigos de conducta, sistemas de gestión y certificaciones, *reporting* y sistemas de auditoría agrupados en función los aspectos financieros, ambientales, sociales o de gobernanza que evalúan.

Las agencias de calificación de sostenibilidad utilizan diferentes metodologías para evaluar los criterios ASG de una empresa. La primera etapa en todas estas metodologías consiste en seleccionar los métodos de detección.

⁴ De este modo, el 25 de mayo de 2018, la CE ha publicado la propuesta legislativa de implementación del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, especificando medidas concretas de especial relevancia para la ISR, como es el reglamento para establecer una taxonomía única en la UE en materia de finanzas sostenibles.

La mayoría de los métodos de detección consisten en criterios negativos (exclusión) que excluyen ciertas inversiones; y criterios positivos, que identifican a las empresas con el mejor comportamiento.

Ahora bien, los criterios de valoración y su peso específico han ido modificándose con las diferentes tendencias de los mercados bursátiles sostenibles, las distintas combinaciones de criterios negativos y positivos de valoración, y con la importancia que han adquirido las buenas prácticas empresariales. En la actualidad, de hecho, ya no se habla de la exclusión de empresas pertenecientes a determinados sectores sino de la exclusión de empresas con prácticas inadecuadas.

Tabla 1

Instrumentos de gestión FASG

INSTRUMENTO	ASPECTO			
	FINAN.	AMB.	SOCIAL	GOB.
CÓDIGO DE CONDUCTA EMPRESARIAL				
UN Global Compact (www.unglobalcompact.org)	*	*	*	*
Amnesty International Guidelines (www.amnesty.org.uk)			*	
ETI (www.ethicaltrade.org)			*	
Global Sullivan Principles (www.globalsullivanprinciples.org)			*	
OECD Guide for multinational enterprises (www.oecd.org/daff/investment/guidelines)	*	*	*	*
Caux Roundtable (www.cauxroundtable.org/)			*	
Governance code for sustainable firm (www.iese.edu)		*	*	*
Principles of Corporate Governance OCDE (www.oecd.org)			*	*
ECCR/ICCR (www.eccr.org.uk)			*	
SISTEMAS DE GESTIÓN Y CERTIFICACIÓN				
SA8000 (www.cepa.org)			*	
ISO9000 / ISO14001(www.iso.org)		*		
EMAS(http://ec.europa.eu/environment/emas/index_en.htm)		*		
EUEco-label (http://ec.europa.eu/environment/ecolabel/)		*	*	
FSC (ic.fsc.org)		*	*	
SG21 (www.foretica.es)		*	*	*
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN				
GRI (www.gri.org)	*	*	*	*
Ethos CSR indicators (www.ethos.org.br)		*	*	*
SISTEMAS DE CONTROL Y DE AUDITORÍA DE LA INFORMACIÓN				
AA1000AS (www.accountability.org.uk)	*	*	*	*
HRC A (www.humanrightsbusiness.org)			*	

Fuente: Fernández et al (2014).

Para ver la evolución comparativa de los criterios y las metodologías de evaluación de la sostenibilidad hemos analizado los criterios (negativos y positivos) utilizados por las agencias de sostenibilidad más importantes en el mercado bursátil en dos periodos de tiempo diferentes (año 2008 y 2018)⁵. En el análisis también se han incluido los principales índices de sostenibilidad vinculados a dichas agencias.

La tabla 2 nos indica las características de las agencias de *rating* de sostenibilidad seleccionadas para el estudio, el país de origen, el año de creación y el número de empresas que analizan. Se debe señalar que SiRi, Innovest y KLD Research & Analytics Inc forman parte de la muestra de agencias analizadas durante el periodo 2008 pero no en 2018, dado que dichas agencias fueron adquiridas por otras agencias.

Tabla 2

Agencias ASG más importantes en el mercado bursátil

Nombre agencia	País de origen/año	Número de compañías analizadas
MSCI ESG Research	Estados Unidos/ 2010	Alrededor de 6.400 compañías
RobecoSAM's	Suiza/ 1995	Alrededor de 3.400 compañías
Vigeo EIRIS	Vigeo EIRIS - 2015 Vigeo - France/ 2002 EIRIS- UK/1983	Alrededor de 3.260 compañías
FTSE ESG Ratings	Reino Unido/ 2011	Alrededor de 2.300 compañías
ISS-ookom	ISS-ookom – 2018 Alemania/ 1993	Alrededor de 3.800 compañías
Thomson Reuters ASSET4	Suiza/ 2003	Alrededor de 7.000 compañías
Sustainalytics	Países Bajos/ 2008	Alrededor de 11.000 compañías
ECP	Italia/ 1997	Alrededor de 4.000 compañías
SiRi	Suiza/ 2001	Alrededor de 4.000 compañías
Innovest (IVA Methodology)	Estados Unidos/ 1995	Alrededor de 2.300 compañías
KLD Research & Analytics Inc.	Estados Unidos/ 1988	Alrededor de 3.000 compañías

Fuente: Elaboración propia.

Analizando los criterios de evaluación negativos (*negative screening*) utilizados por las agencias y los índices de sostenibilidad de la muestra en los dos periodos de tiempo (figura 1), se puede observar que existen

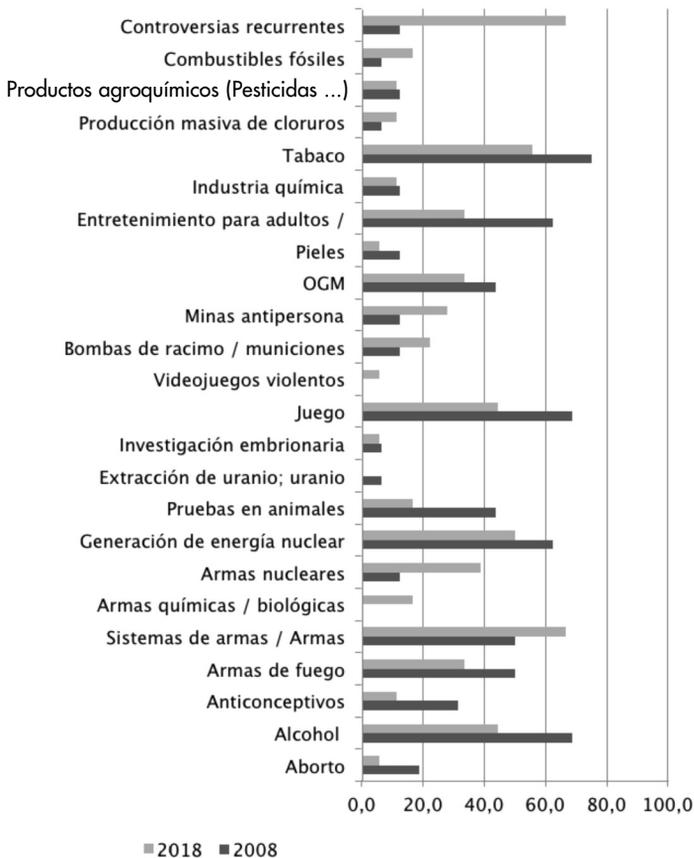
⁵ Para mayor información ver Escrib Olmedo, E. et al (2010) y (2017).

algunas diferencias significativas. Cabe destacar que los principales criterios de exclusión en 2008 fueron: (i) tabaco (75%), (ii) alcohol (68,8%) y (iii) juegos de azar (68,8%). Sin embargo, en 2018, los principales criterios de exclusión son: (i) controversias recurrentes (66,7%), (ii) sistemas de armas/ armas militares (66,7%), y (iii) tabaco (55,6%).

Por su parte, los criterios de selección positivos (*positive screening*), evalúan la contribución de las empresas en términos de ASG. Por ello hemos analizado la evolución de los criterios positivos según estos tres aspectos.

Figura 1

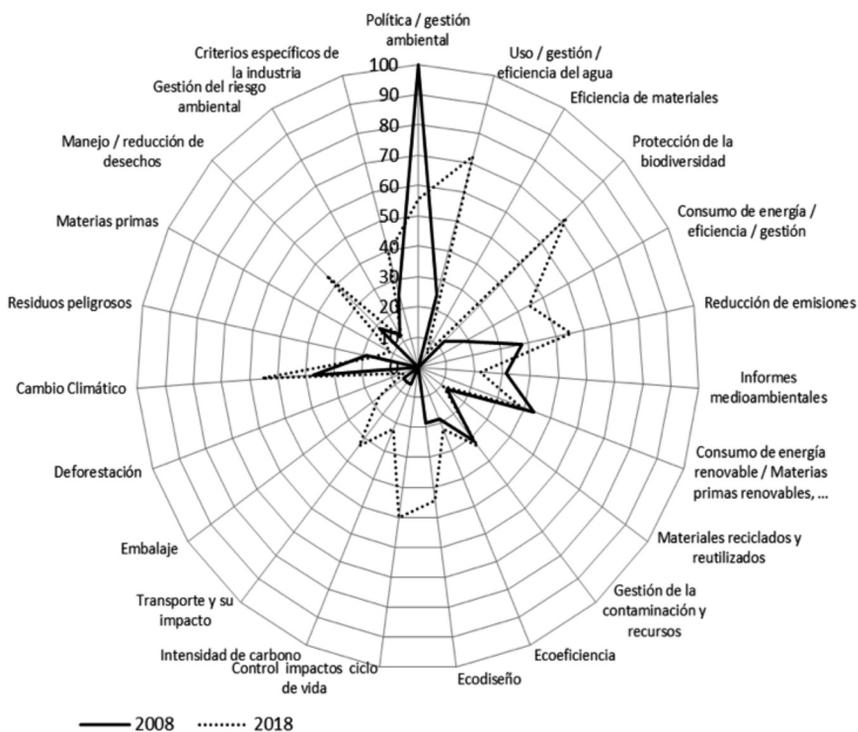
Criterios de exclusión 2008 vs. 2018



Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a la evolución de los criterios ambientales (figura 2), se observa un cambio de tendencia. En concreto, en 2008, los criterios de análisis más utilizados fueron: política/ gestión ambiental (100%), consumo de energía renovable/ materias primas renovables (43,8%), y emisiones y cambio climático (37,5%); mientras que en 2018 los principales criterios analizados fueron: uso y gestión eficiente del agua (72,2%), protección de la biodiversidad (72,2%) y los criterios de política/ gestión ambiental, reducción de emisiones y cambio climático (55,6%).

Figura 2
Criterios ambientales positivos



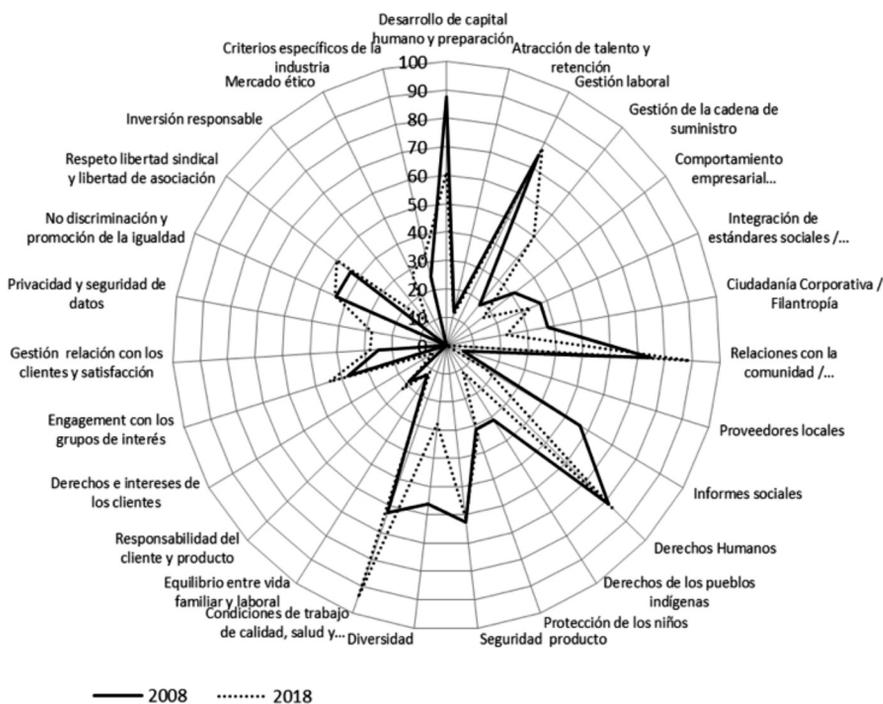
Fuente: Elaboración propia.

En relación con los criterios sociales (ver figura 3), los aspectos que se han incorporado sustancialmente en el proceso de evaluación de las

agencias de calificación en 2018 han sido: condiciones de trabajo de calidad, salud y seguridad, respeto de la libertad sindical y libertad de asociación, gestión de la cadena de suministro y relaciones con la comunidad / participación / desarrollo.

Figura 3

Criterios sociales positivos



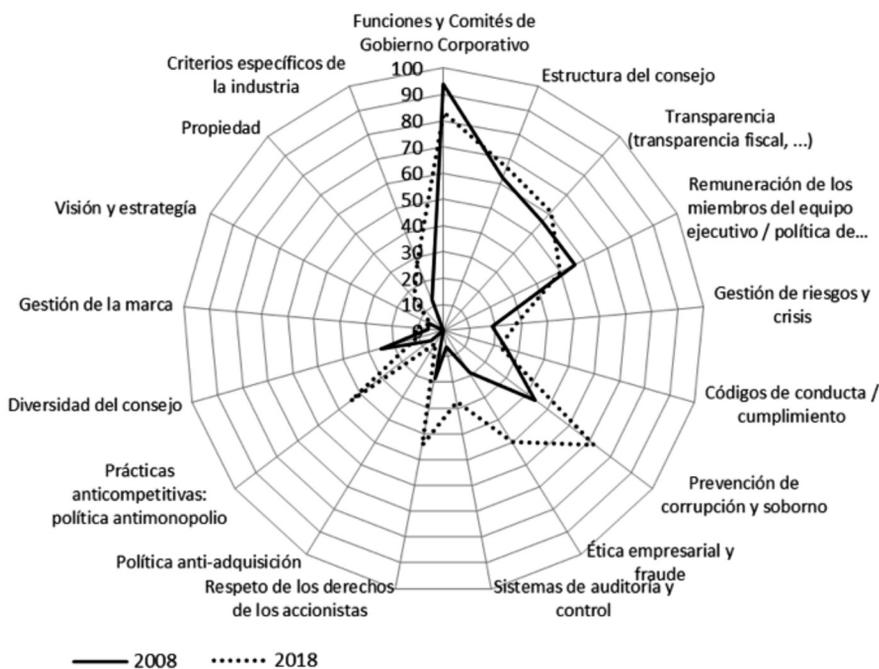
Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a los criterios de gobierno corporativo, destacan básicamente: en el período 2008 (i) funciones y comités de gobierno corporativo (93,8%), estructura del consejo (62,5%) y (iii) transparencia y política de remuneración de los miembros del consejo (56,3%). Estos resultados son similares para el período 2018, con la excepción de que el tema 'prevención de corrupción y soborno' es ahora el segundo aspecto más analizado en el proceso de evaluación, es decir que el 72,2% de la mues-

tra toma en cuenta este aspecto (figura 4). Los escándalos financieros en el sector empresarial, como en Enron, conducen a mejorar el control dentro de las organizaciones y el monitoreo de las mismas.

Figura 4

Criterios positivos de gobierno corporativo



Fuente: Elaboración propia.

En síntesis, podemos observar que las agencias proveedoras de información y calificación ASG analizaron principalmente aspectos sociales en 2008, mientras que, en 2018, el gobierno corporativo y los aspectos ambientales pasan a tener un mayor peso en el análisis. Si se comparan los criterios positivos utilizados por cada agencia de manera pormenorizada, su agrupación en categorías y la información que contiene cada criterio de evaluación sobre la compañía que se analiza, existe cierta heterogeneidad. A pesar de ello, en el análisis desarrollado por Escrig Olmedo et al. (2010), se observa la existencia de unos criterios de valo-

ración comunes a la mayoría de índices y agencias de análisis de sostenibilidad estudiados como por ejemplo, el criterio de gestión medioambiental, que es fundamental para la mayoría de agentes analizados.

Además, también destaca que las agencias de *rating* han incluido actualmente los criterios de gestión de riesgos ASG, analizando, principalmente, dos variables: exposición al riesgo y capacidad para gestionar el riesgo. La exposición al riesgo se asocia a la frecuencia con que una organización se enfrenta a una amenaza. En este caso, los informes sobre riesgos F-ASG sectoriales y zona geográfica son útiles para revisar la adecuada cobertura de riesgos críticos a los que se enfrenta la organización. Por otro lado, la capacidad para gestionar el riesgo suele medirse utilizando como indicador el número de controversias registradas⁶. En este sentido, las agencias de *rating* podrían mejorar la evaluación de la capacidad de una empresa para mitigar riesgos F-ASG y su integración en el proceso de gestión, utilizando estándares internacionales de gestión de riesgos como el modelo Enterprise Risk Management (ERM) (COSO, 2004) propuesto en 2004 y actualizado en 2017. Concretamente, Fernández et al. (2014) proponen la integración de criterios F-ASG en el modelo ERM, explicando cómo una organización puede considerar aspectos F-ASG en los ocho componentes del modelo para alcanzar los objetivos en los cuatro ámbitos corporativos: estratégico, operativo, de información y de cumplimiento. Por tanto, las agencias de análisis de sostenibilidad evalúan a las empresas utilizando una serie de criterios que no se encuentran estandarizados. Sin embargo, a pesar de la heterogeneidad imperante, destaca que los sistemas de evaluación de los índices y agencias de la muestra están basados en el modelo adaptado de los *stakeholders* (Fassin, 2009; Podnar y Jancic, 2006) ya que tienen en cuenta las necesidades y los intereses de los diferentes grupos de interés que se ven afectados o involucrados en el funcionamiento de la empresa, aunque no son preguntados de manera directa por sus preferencias de inversión. Por otro lado, podemos destacar que actualmente los índices y las agencias de *rating* de sostenibilidad desarrollan una evaluación más integral de la sostenibilidad corporativa, puesto que en el análisis realizado existe un equilibrio entre los aspectos ASG evaluados e incorporan la valoración de riesgos extra-financieros en sus metodologías de evaluación.

⁶ Véase, por ejemplo, MSCI, (2018).

Metodologías de evaluación de las agencias de sostenibilidad

En el mercado de la ISR, las agencias de análisis de sostenibilidad y los índices bursátiles de sostenibilidad constituyen una fuente importante de información para el inversor socialmente responsable que quiere conformar su cartera. Además, en estos momentos, la valoración con criterios FASG se realiza por parte del mercado bursátil a través de las agencias de análisis de la sostenibilidad, según los principios internacionales generalmente aceptados. Tales hechos confieren a dichas agencias un rol determinante como agente facilitador de la ISR.

Sin embargo, no existe una metodología estándar de valoración de las compañías y además la información publicada por las agencias de *rating* de sostenibilidad no profundiza en la metodología de la valoración. La técnica más extendida entre las agencias de análisis de sostenibilidad para dar una valoración global de cuánto sostenible es una organización consiste en la agregación de puntuaciones de los diferentes criterios analizados. También existen otras técnicas como la realización de medias ponderadas o la utilización de desviaciones típicas respecto a la media.

Para analizar en mayor medida la metodología de evaluación, presentamos el caso en concreto de la agencia de *rating* Vigeo Eiris (2018) según la información pública disponible. Esta agencia mide la sostenibilidad de las compañías utilizando 38 criterios y 330 indicadores agrupados en seis áreas: derechos humanos, recursos humanos, medioambiente, comportamiento empresarial, gobierno corporativo y participación o relaciones con la comunidad. También realiza un análisis de materialidad de los distintos criterios en función del sector y con posterioridad a este análisis, recopila la información pertinente a través de un cuestionario que realiza a la compañía y a través de la información que obtiene de diferentes informes públicos y de los *stakeholders* de la compañía.

Cada criterio es activado y ponderado en función de su relevancia por sector. Tres factores contribuyen a la ponderación de cada criterio:

Factor 1: Naturaleza de los derechos, intereses y expectativas de los grupos de interés: fundamental / esencial / legítima.

Factor 2: Vulnerabilidad de los grupos de interés por sectores: alta / media / baja.

Factor 3: Categorías de riesgo para la empresa: Cohesión del capital humano, eficiencia operativa y organizativa, reputación, seguridad jurídica, seguridad del mercado, transparencia.

Para cada criterio, revisa en detalle la estrategia de la compañía y las prácticas de gestión y se valoran en función de 3 pilares bajo 9 ángulos de análisis:

- La relevancia de los compromisos (Liderazgo) mediante la evaluación de las políticas de gestión en el lugar.
- La eficacia de su aplicación (Implementación) mediante la evaluación de la amplitud y profundidad de las medidas concretas de aplicación.
- El rendimiento obtenido (Resultados) mediante el análisis de indicadores cuantitativos de desempeño, así como las denuncias o controversias de los grupos de interés.

Sin embargo, uno de los principales problemas de estos procesos de valoración es la agregación de los mismos. Por lo general, tienen dos estrategias: i) agregación de indicadores con la misma ponderación (por ejemplo, Thomson Reuters ASSET4) o ii) agregación de indicadores que otorgan diferentes ponderaciones a diferentes dominios (por ejemplo, RobecoSAM). Ambos métodos suponen una posible compensación de puntuaciones buenas con otras que no lo son tanto. El “efecto compensación” permite a empresas con valoraciones negativas, en determinados aspectos de la sostenibilidad, alcanzar evaluaciones elevadas cuando otros de sus aspectos valorados son muy positivos. Escrig Olmedo et al. (2014) aborda dicha problemática proporcionando una metodología y unas herramientas prácticas para la evaluación de la sostenibilidad de las organizaciones, a través de la aplicación de sistemas expertos, como la lógica difusa, que permitan proporcionar una evaluación equilibrada y dinámica del desempeño de las empresas.

Otro de los problemas detectados en los procesos de evaluación llevados a cabo por las agencias de rating es lo que denominamos “efecto memoria”. Al no tener como referencia valoraciones anteriores, el rating final no está incorporando los posibles avances o retrocesos en la gestión de la organización en términos de sostenibilidad. Con ello, se elimina del sistema de valoración una variable fundamental del desarrollo sostenible como es el tiempo.

Ante este panorama, por un lado, las empresas se encuentran con una falta de información que no les permite conocer las actuaciones que deberían desarrollar para entrar a formar parte de los índices de sostenibilidad y por otro, los inversores ven dificultado su proceso de selección del universo de inversión.

La importancia que juegan las agencias de análisis de sostenibilidad es cada vez mayor a la hora de incentivar la puesta en marcha de políticas responsables en las empresas. A pesar de ello existen determinados aspectos que deben mejorarse por ejemplo, transparencia de los aspectos valorados de cada empresa y criterios, la homogenización de escalas de valoración, las metodologías de evaluación de la sostenibilidad, la definición de riesgos, etc.

En este contexto, son varias las iniciativas que han aparecido para tratar de mejorar el proceso de calificación de la sostenibilidad y su transparencia. Las más importantes son: Rate of Raters y Global Initiative for Sustainability Rating (GISR).

SustainAbility puso en marcha en el año 2010 el programa Rate of Raters (Calificar a las calificadoras), con el objetivo de evaluar las metodologías de las calificadoras. Para ello inventarió y analizó las metodologías de análisis de 21 agencias. En julio de 2011, publicó sus resultados realizando sugerencias y predicciones sobre el futuro de la industria de las calificadoras de sostenibilidad.

Al mismo tiempo, en julio de 2011 se creó, por parte de Tellus Institute junto con Ceres, el Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR) con el propósito de “crear y promover la amplia adopción de un único estándar para el rating de la sostenibilidad de las empresas.”

Conclusiones

Los mercados financieros desempeñan un papel importante en el desarrollo sostenible, pero estamos lejos de tener mercados financieros altamente orientados a la sostenibilidad. Una de las razones señaladas por los autores para esta situación es la falta de resultados concluyentes relacionados con el desempeño del ISR. Aunque existe una gran cantidad de literatura académica que analiza la relación entre el desempeño social y financiero, los resultados parecen mostrar la existencia de una relación positiva, pero no son concluyentes⁷. Para permitir una mayor comprensión de esta relación, los investigadores destacan la necesidad de definir variables más precisas y generalmente aceptadas para medir el rendimiento de ASG con el que se analiza esa relación.

En este contexto, las agencias de *rating* de sostenibilidad, a pesar de las limitaciones de sus modelos de medición, parecen ser un posible ins-

⁷ Ver, entre otros, Moneva et. al. (2007); Muñoz, et. al. (2008) y Rivera, et. al (2017).

trumento para la medición de la sostenibilidad corporativa y para la promoción de la ISR. Sus modelos de valoración parecen ir cambiando en función de las nuevas necesidades globales, sin embargo estos no parecen estar en consonancia con la definición de un modelo de negocio más sostenible⁸.

Bibliografía

- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO) (2004): *Enterprise Risk Management Framework*. Disponible en: <https://www.coso.org/Pages/erm-integratedframework.aspx> (29 Mayo 2018).
- ESCRIG OLMEDO, E.; MUÑOZ TORRES, M. J.; FERNANDEZ IZQUIERDO, M. A. (2010): “Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies”. *International Journal of Sustainable Economy*, 2(4), 442-461.
- ESCRIG OLMEDO, E.; MUÑOZ TORRES, M.J.; RIVERA LIRIO, J.M.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, A. (2014): “Lights & Shadows on Sustainability Rating Scoring”, *Review of Managerial Science*, 8(4), 559-574.
- ESCRIG OLMEDO, E.; RIVERA LIRIO, J.M.; MUÑOZ TORRES, M.J.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, A. (2017): *Sustainability indices and rating agencies and the creation of sustainable value, Sustainable Business Models: Designing the Future for Business in Society* [Smart Congress], Madrid, 26-27 June.
- EUROSIF (2014): *European SRI Study 2014*. Disponible en: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf> (29 Mayo 2018).
- (2016): *European SRI Study 2016*. Disponible en: <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf> (29 Mayo 2018).
- FASSIN, Y. (2009): “The stakeholder model refined”. *Journal of Business Ethics*, 84(1), 113-135.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A.; MUÑOZ TORRES, M.J. y BALAGUER, M. (2005): *La RSC. Relaciones entre performance social, financiera y bursátil de las empresas*, Observatorio Novartis de la RSC. Universidad Pompeu Fabra.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A.; MUÑOZ TORRES, M.J. (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. AECA.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M.A. (Ed). (2011): *Finanzas Sostenibles*. Netbiblos-Universitat Jaume I.
- FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M. A.; MUÑOZ TORRES, M. J. & FERRERO, I. (2014): “Comprehensive Management and Financial and Extra-financial Risk Control to Overcome the Business Crisis”, *European Company Law*, 11(2): 81-85.

⁸ Ver al respecto, Escrig Olmedo et. al. (2017).

- FERRERO FERRERO, I.; FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M. Á.; MUÑOZ TORRES, M. J. (2016): “The Effect of Environmental, Social and Governance Consistency on Economic Results”. *Sustainability*, 8(10), 1005.
- MONEVA, J.M.; RIVERA LIRIO, J.M.; MUÑOZ TORRES, M.J. (2007): “The corporate stakeholder commitment and social and financial performance”. *Industrial Management & Data Systems* 107(1), 84-102.
- MUÑOZ, M.J.; RIVERA, J.M.; MONEVA, J.M. (2008): “Evaluating sustainability in organisations with a fuzzy logic approach”. *Industrial Management & Data Systems*, 108(6), 829-841.
- MSCI (2018): *MSCI ESG Rating Methodology. Executive Summary. MSCI ESG Research*, April 2018. Disponible en: <https://www.msci.com/> (29 Mayo 2018).
- PODNAR, K. and JANCIC, Z. (2006): “Towards a Categorization of Stakeholder Groups: An Empirical Verification of a Three-Level Model”, *Journal of Marketing Communications*, 12 (4), 297-308.
- RIVERA, J. M.; MUÑOZ, M. J.; MONEVA, J. M. (2017): “Revisiting the relationship between corporate stakeholder commitment and social and financial performance”. *Sustainable Development*, 25(6), 482-494.
- VIGEO EIRIS (2018): <http://www.vigeo-eiris.com/> (11 Junio 2018).

Reproduced with permission of copyright owner.
Further reproduction prohibited without permission.