

2.4. LOS PROVEEDORES DE INFORMACIÓN ESG

SUSANA PEÑARRUBIA

Directora, Responsable de los fondos Europeos de ESG (Environment, Social, Governance) y analista del sector de eléctricas europeas. Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM)

TERESA ROYO

Directora de Sustainability and Corporate Governance, KPMG España

Los proveedores de calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza se han convertido en instituciones muy influyentes que informan una amplia gama de decisiones en el ámbito de los negocios y las finanzas. En lo que respecta a los negocios, el 80% de los CEOs consideran que es importante demostrar un compromiso con la sociedad¹. Se estima que se invierten 30 billones de dólares de los EE.UU. en activos que dependen de alguna manera de las calificaciones de ESG (3. GSIA 2018). También hay un gran número de estudios académicos que se basan en las calificaciones ESG (ratings de ESG) para su análisis empírico, argumentando por ejemplo que las buenas calificaciones de ESG ayudaron a apuntalar los rendimientos de las acciones durante la crisis financiera de 2008 (Lins et al., 2017).

PAPEL DE LA ESG EN LA INVERSIÓN

Una inversión se hace con la intención de generar un rendimiento y por tanto una revaloración del capital invertido. Una vez que se han fijado los objetivos de inversión del inversor final, el gestor de carteras identifica los instrumentos de inversión basándose en un análisis detallado de los diferentes tipos de activos, las perspectivas macroeconómicas, análisis de los estados financieros de las empresas, y otros riesgos varios de los tipos de instrumentos de inversión seleccionados.

¹ <https://www.accenture.com/hk-en/insight-un-global-compact-ceo-study> calificaciones para la orientación y la evaluación comparativa.

Más del 73% de los inversores tienen en cuenta la información sobre el desempeño medioambiental, social y la calidad del gobierno corporativo (“ESG”) y las mediciones del rendimiento al evaluar el riesgo e identificar las oportunidades.

-Instituto CFA, Sobre las tendencias de divulgación de ESG en el ámbito público. Noviembre de 2017

Si bien este enfoque sigue siendo la base para la toma de decisiones de inversión, los gestores de inversiones se enfrentan a nuevos retos en este milenio debido, entre otros, a lo siguiente

- 1) Los eventos climáticos extremos son cada vez más frecuentes. Según Aon, una de las principales empresas de servicios profesionales del mundo, en su informe anual sobre el clima y las catástrofes climáticas de 2018, dice que a causa de las intensas caídas en tierra de los ciclones tropicales, los incendios forestales que batieron récords históricos, las graves sequías y las inundaciones estacionales generalizadas: los desastres naturales ocurridos en 2018 provocaron daños económicos por valor de 225.000 millones de dólares.
- 2) Con el desarrollo digital, se han generado crecientemente más preocupaciones sobre la privacidad de los datos. Esto se acentúa con el Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea (GDPR), que modifica la forma en que las empresas recogen y gestionan los datos. Cualquier incumplimiento de la Directiva puede dar lugar a enormes sanciones que amenazan la rentabilidad de las empresas y, por ende, la rentabilidad de las inversiones.
- 3) Las denuncias de corrupción, fraude, engaño, uso indebido de información privilegiada y tráfico ilícito en grandes empresas que han acontecido han creado un grave daño a la confianza de los inversores y han erosionado la riqueza de los inversores en miles de millones.

Los gestores de inversiones están obligados por sus responsabilidades fiduciarias a generar un rendimiento adecuado, como lo exigen los objetivos del inversor final. Los retos mencionados, junto con la sensibilización de los inversores y la evolución del escenario geopolítico, les obligan a buscar otros puntos de datos para evaluar las inversiones más allá de los métodos tradicionales. Estos aportes de datos adicionales, están determinados por los factores sociales, ambientales y de gobernanza, son en general denominados parámetros ESG, factores que juegan un papel en la práctica empresarial sostenible y responsable, que deben ser considerados junto con los factores financieros en el proceso de toma de decisiones de inversión. La comprensión de los factores ESG de una empresa ayuda a entender la misión corporativa, la estrategia y la calidad de la gestión general de la misma. Es una práctica que analiza y valora a las empresas basándose en varios factores ESG como la gestión activa de la intensidad de emisiones, nivel de accidentes de la empresa, etc.

INFORMACIÓN DE ESG

Si bien la divulgación de los estados financieros está claramente definida por las normas nacionales e internacionales (IFRS y US GAAP), la publicación de información no financiera sobre las empresas está muy poco regulada, sin normas universalmente aplicables o públicamente reconocidas. Además de una mayor elaboración y publicación consistente de esta información desde el punto de vista corporativo, los datos de ESG también son producidos actualmente por una red creciente de proveedores comerciales y comercializados bajo diferentes marcas, enfoques y con diversos productos de análisis.

El mundo de la ESG se caracteriza por un gran número de proveedores de calificaciones/ ratings que ofrecen una muy amplia gama de datos, desde **proveedores especializados** que calculan las métricas de atributos específicos ESG, como la medición de la huella de carbono y la diversidad de género, a los **proveedores universales** que califican a las empresas en función de varios cientos de métricas relacionadas con la ESG. Este inmenso crecimiento y la creciente diversidad de productos en el mercado de la ESG ha creado un universo de datos que muchos inversores encuentran demasiado complejo y confuso.

Los autores de la Escuela de Negocios Saïd de la Universidad de Oxford en su estudio titulado “Exploración de los orígenes sociales en la construcción de medidas de ESG, calculan una correlación media entre las diversas calificaciones de ESG de 0,61 (el rango es de 0,42 a 0,73) –una cifra sorprendentemente baja comparada con las diferentes calificaciones de crédito de Moody’s y Standard & Poor’s, que tienen una correlación estándar de 0,99².

Esto significa que la información que los responsables de la toma de decisiones reciben de las agencias proveedoras de ratings de ESG difieren drásticamente (Chatterji et al., 2016). Por lo tanto, cada vez son más fuertes las demandas de estandarización o al menos de mayor claridad sobre las diferencias metodológicas en la cobertura de la ESG.

RATINGS DE ESG Y SUS ORÍGENES

A principios del 2018 se inició un proyecto de investigación en la Escuela de Negocios Saïd de la Universidad de Oxford titulado “Exploración de los orígenes sociales en la construcción de métricas de ESG”³.

Este se llevó a cabo conjuntamente con Robert Eccles, Profesor de Práctica de Gestión en Oxford. Lo que este estudio muestra es el origen de las diferencias existentes entre las

² Dado que las calificaciones de crédito se expresan en una escala ordinal, los investigadores no suelen informar de las correlaciones. Sin embargo, para ilustrarlo, fueron utilizados los datos de Jewell y Livingston (1998), y se calculó una correlación de Pearson sustituyendo las categorías por números enteros.

³ Eccles and Stroehle (2018): Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures. (Documento de trabajo de la Universidad de Oxford). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685 y Eccles, Lee y Stroehle (2019): sobre los ¿Orígenes sociales del ESG? Un análisis de KLD y innovest. En: Organizations & Environment (de próxima aparición). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3318225

diferentes agencias de rating de ESG, es decir, las razones históricas y sustanciales de las variaciones extremas que vemos en los datos de hoy en día. El **objetivo de este estudio** era analizar las diferencias de los datos de ESG en función de dos factores: 1. los diferentes orígenes sociales y organizativos de los proveedores de datos, y 2. su necesidad de crear un perfil único en un mercado (de datos) en maduración.

El origen de cada proveedor influyó en tres características clave: la conceptualización interna de la sostenibilidad, la definición de la materialidad y la especialización temática de cada proveedor de datos. Diferentes versiones de estas características condujeron a diversas decisiones metodológicas y conceptuales, que en última instancia se manifestaron en la divergencia de las series de datos de ESG. De acuerdo a este estudio, los proveedores de datos pueden dividirse en **dos grandes categorías:** los interesados en el valor financiero añadido (rentabilidad) del uso de los datos de ESG (“impulsados por el valor”) y los que se centran en los valores normativos de la integración de los datos de ESG (“impulsados por los valores”).

La fuerte dinámica de consolidación en el mercado de ESG, ha dado lugar recientemente a un cambio del enfoque original, más normativo, de la utilización de los datos sobre ESG a un enfoque cada vez más basado en el valor financiero, tanto por parte de los usuarios de los datos de ESG como de los proveedores de datos. La visión, ahora más generalizada de la ESG como generador de alfa ha proporcionado un gran impulso al uso más amplio (“mainstreaming”) de los datos de ESG en los productos de inversión convencionales. De las empresas encuestadas para este estudio se encontraban EIRIS, GES, KLD, Oekom y Vigeo en la categoría de proveedores de datos predominantemente normativos, mientras que MSCI, ISS e Innovent pueden clasificarse como orientadas al beneficio. Sólo Morningstar Sustainalytics no pudo ser asignada claramente.

En todas las dimensiones que fueron analizadas, se encontraron diferencias entre las empresas de ambas categorías. De entre estas dimensiones, la **definición de materialidad** por parte del proveedor de datos fue particularmente importante y tuvo una fuerte influencia en la elección de los indicadores y los pesos aplicados. En particular hay dos definiciones de materialidad de la sostenibilidad empresarial:

- 1) la materialidad se define en términos de la materialidad de un tema para el rendimiento financiero y el retorno de una empresa (“inside out: materialidad financiera”), y
- 2) la materialidad considerando el impacto general de una empresa en el medio ambiente y la sociedad (“outside in: la materialidad como externalidad”).

Los proveedores de datos con orientación a los valores tendían a la segunda definición (outside), los proveedores de datos con orientación al retorno tendían a la primera (inside-out). La definición de materialidad o importancia relativa determina fundamentalmente lo que un proveedor de datos considera relevante desde el punto de vista de la valoración de una compañía. Los proveedores de datos centrados en los beneficios tienden a producir indicadores más cuantitativos, basados en el rendimiento, mientras

que los proveedores de datos basados en valores utilizan información más cualitativa, relacionada con las políticas.

Además, estos últimos hacen referencia a varias fuentes diferentes de jurisprudencia internacional, así como a los convenios de la Organización Internacional del Trabajo, los acuerdos de la OMC, los tratados de las Naciones Unidas, etc. Por otra parte, los proveedores de datos orientados a la obtención de beneficios tienden a basarse en puntos de referencia menos públicos y más desarrollados por ellos mismos u orientados al mercado (por ejemplo, el desarrollo de puntos de referencia a partir de los resultados medios de la industria en materia de ESG). Los métodos de MSCI y Morningstar Sustainalytics entran en esta categoría. Aunque también ofrecen productos que se refieren a normas públicas (por ejemplo, ambos ofrecen un análisis de cumplimiento del Pacto Mundial), los puntos de referencia de sus datos no se refieren explícitamente a ellos.

Otro aspecto que puede influir en la especialización y la elección de las áreas de medición de la ESG es la **misión empresarial inicial**, que a menudo depende en gran medida de los **valores y objetivos personales del fundador de la empresa**.

Un buen ejemplo es la agencia Oekom: nacida de una editorial especializada en ecología y sostenibilidad. **Oekom** tiene un nivel de conocimientos especializado y un fuerte enfoque en las cuestiones medioambientales. Hasta la fecha (hoy integrado y conocido como ISS-ESG), este proveedor de datos prefiere medir la calidad de ESG en sólo dos dimensiones: una para el impacto ambiental de una empresa (E) y otra para el impacto combinado de las cuestiones sociales y de gobernanza empresarial dentro de una empresa (S/G).

Otro ejemplo en el que se puede establecer un vínculo entre la misión histórica y la categorización de los datos de ESG es **VigeoEIRIS**. Fundada por el presidente del sindicato francés CFDT (Confédération française démocratique du travail), VigeoEIRIS es el proveedor de datos de ESG con más indicadores para medir las normas laborales y sociales.

KLD también puede servir como ejemplo: Uno de los fundadores de la compañía, Steve Lydenberg, todavía habla con pasión de cómo los datos de KLD fueron pensados como información para el cambio (mejora) del sistema. Para estimular el pensamiento normativo, KLD decidió por lo tanto no publicar una puntuación agregada de ESG, sino sólo las cifras clave de los puntos fuertes y débiles en las diversas dimensiones. Esto subraya la creencia de este proveedor de datos de que los puntos fuertes y débiles de las diferentes dimensiones no se pueden sopesar entre sí.

DISCREPANCIA DE RATINGS: ANÁLISIS

En varios trabajos académicos ya se han descrito que las agencias de calificación/rating de ESG y los proveedores de datos muestran muy poco acuerdo sobre cómo crear y aplicar los indicadores de ESG. En un estudio reciente⁴ del MIT (Instituto Tecnológico

⁴ (3: Berg et al. (2019): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. El estudio compara los resultados de los proveedores KLD, Morningstar Sustainalytics, Vigeo-Eiris, Asset4 y RobecoSAM. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533.)

de Massachusetts) y la Universidad de Zurich, por ejemplo, los investigadores comparan los resultados de la puntuación de cinco proveedores de datos de ESG diferentes y explican las diferencias entre los resultados de los distintos conjuntos de datos basándose en tres procesos metodológicos de toma de decisiones. Esto incluye la **elección de indicadores para medir ciertas dimensiones, la metodología de agregación y la ponderación de los indicadores**.

Los sistemas de clasificación de los proveedores de datos pueden variar drásticamente, lo que deriva en clasificaciones muy diferentes para la misma empresa. En ausencia de un método fiable de “medida de la calidad de ESG”, lo más importante es entender qué es lo que causa las diferencias de ratings de ESG existentes. En principio, hay dos razones por las que las calificaciones difieren. Pueden diverger porque las agencias de calificación **adoptan definiciones diferentes** de desempeño de la ESG, o pueden diferir porque estas agencias **adoptan diferentes enfoques para medir el desempeño de ESG**.

Berg, Koelbel y Rigobon (2019) ilustran que las discrepancias en las calificaciones entre los proveedores se deben principalmente a tres elementos básicos: 1) el ámbito de los atributos, que describen todos los elementos que son parte del concepto general de medición del desempeño de ESG; 2) los indicadores que representan medidas numéricas de los atributos; y 3) una regla de agregación que combina el conjunto de indicadores en una sola calificación.

La divergencia entre las calificaciones de los diferentes proveedores de ratings de ESG puede surgir por alguno de estos tres elementos. Mientras que las diferencias en cuanto al alcance y la regla de agregación representan diferentes opiniones sobre la definición de lo que es un buen performance de ESG, las diferencias en cuanto a los indicadores representan un desacuerdo sobre las formas apropiadas de medir esa calidad de ESG.

- La divergencia de **áreas temáticas** se refiere a la situación en que se utilizan diferentes conjuntos de atributos como base para formar diferentes calificaciones. Por ejemplo, atributos como las emisiones de gases de efecto invernadero, la rotación de empleados, los derechos humanos, etc., pueden ser incluidos en el ámbito de una clasificación. Una agencia de calificación puede incluir riesgo cibernético, mientras que otra puede no hacerlo, lo que conduce a diferencias en la calificación final agregada.
- Divergencia de **ponderación** se refiere a que las agencias de calificación adoptan diferentes puntos de vista sobre la importancia relativa de los atributos y sobre si la actuación en un atributo compensa a otro. Por ejemplo, el indicador de derechos humanos puede entrar en la calificación final con una mayor ponderación que el indicador de lobbying. De hecho, la divergencia de áreas temáticas y ponderación también podría subsumirse en la divergencia de agregación, ya que excluir un atributo de un área temática de la calificación equivale a incluirlo con un peso de cero.
- Finalmente, la divergencia de **medición** se refiere a que las agencias de calificación miden el mismo atributo utilizando indicadores diferentes. Por ejemplo, las prác-

ticas laborales de una empresa podrían evaluarse sobre la base de la rotación de la plantilla, o por el número de pleitos laborales contra la empresa. Ambos captan aspectos de las prácticas laborales de la empresa, pero es probable que conduzcan a valoraciones diferentes. Los indicadores pueden centrarse en procesos, como la existencia de un código de conducta, o en resultados, como la frecuencia de los incidentes.

Los datos pueden provenir de varias fuentes, como los informes de la empresa, las fuentes de datos, encuestas o informes de los medios de comunicación, por ejemplo. Suponemos que las agencias de calificación tratan de medir los mismos atributos, pero utilizan indicadores diferentes. La **calificación final agregada** contiene las tres fuentes de divergencia que están reflejados al final en un número.

La conclusión de este artículo “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*” (autores: Florian Berg, Julian F. Koelbel, y Roberto Rigobon) demostró que las diferencias en la medición explican el 53% de las diferencias totales entre los ratings de ESG de los proveedores. Las diferencias de peso explican el 3%, y las diferencias de áreas temáticas explican en promedio el 44%. Lo que muestra que los proveedores de datos de ESG están en desacuerdo tanto en las áreas temáticas que contienen la definición de ESG, como en la forma de medir los diversos aspectos de ESG.

Estos resultados tienen importantes implicaciones para la investigación, los inversores, las empresas y las agencias de calificación. Los **investigadores** deben elegir cuidadosamente los datos que subyacen a los futuros estudios sobre el desempeño en materia de ESG. Algunos de los resultados que se han obtenido sobre una base de datos podrían no ser reproducibles con las calificaciones de otra agencia de calificación.

Para los **inversores**, este estudio también les muestra una forma de interpretar la discrepancia entre las diferentes calificaciones de ESG rastreándolas hasta las diferencias específicas en el área temática, la medición y la ponderación. Por ejemplo, los inversores podrían reducir la discrepancia entre las calificadoras en aproximadamente un 50% cuando impongan su propia ponderación a los indicadores de las diferentes agencias de calificación. Las diferencias restantes se pueden atribuir a los indicadores que están provocando la discrepancia, y guiar la investigación adicional de un inversor.

Para las **empresas**, los resultados destacan que hay una discrepancia importante sobre su desempeño en materia de ESG. La divergencia se produce no sólo a nivel agregado sino también en subcategorías más específicas del desempeño en materia de ESG, como los derechos humanos o la energía. Esta situación tiende a frustrar los intentos de mejorar de las empresas, ya que la posibilidad de que sus esfuerzos sean reconocidos sistemáticamente por los proveedores de calificación en materia de ESG es pequeña. En muchos casos, es poco probable que la mejora de los resultados con un proveedor de calificación se traduzca en una mejora de los resultados en otro. Por último, para las **agencias de calificación/ rating** las diferencias entre ellas no son meramente diferencias de opinión, sino también diferencias de medición.

TIPOS DE PROVEEDORES DE DATOS: CATEGORIZACIÓN

Para un inversor que busca un proveedor de datos de ESG adecuado, un primer paso muy útil podría ser mapear los diferentes proveedores de datos de ESG de acuerdo a tres categorías⁵:

- **Fundamental.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que recogen y agregan los datos disponibles públicamente (típicamente de los archivos de las empresas, las webs de las empresas y las organizaciones no gubernamentales u ONG) y los difunden a los usuarios finales de manera sistemática. Por lo general, estos proveedores no tienen una metodología de calificación y no proporcionan puntuaciones generales de ESG de las empresas. El usuario de los datos debe determinar la materialidad de los mismos y desarrollar su propia metodología al construir una cartera. Ejemplos de proveedores fundamentales son Refinitiv (anteriormente, Thomson Reuters) y Bloomberg.
- **Integral.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que utilizan una combinación de datos objetivos y subjetivos y que abarcan todos los segmentos del mercado de ESG. Normalmente, estos proveedores de datos desarrollan su propia metodología de calificación y combinan los datos disponibles públicamente con los datos producidos por sus propios analistas mediante entrevistas/cuestionarios de empresas y análisis independientes. Estos proveedores utilizan cientos de métricas diferentes en relación con las áreas ambientales, sociales y de gobernanza y aplican una metodología establecida y sistemática para determinar la puntuación general de una empresa en materia de ESG.

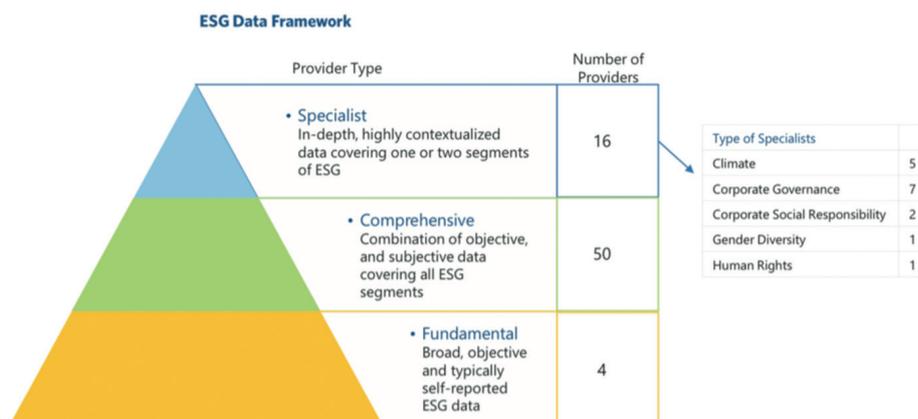
Además, estas empresas a menudo refinan los datos de las web y noticias en prensa para complementar las calificaciones de las empresas en materia de ESG con información adicional, como el análisis de controversias relacionado con cuestiones específicas de la empresa. También producen informes con las tendencias de países e industrias. Ejemplos de proveedores integrales son MSCI, Morningstar Sustainalytics, Vigeo Eiris, ISS, TruValue Labs y RepRisk. TruValue Labs y RepRisk forman parte de un campo creciente de proveedores de datos de ESG centrados en algoritmos y dependen menos de los analistas tradicionales de ESG para crear puntuaciones de empresas.

- **Especialistas.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que se especializan en un tema específico de ESG, como las métricas ambientales/carbono, la gobernanza empresarial, los derechos humanos o la diversidad de género. La experiencia de estos proveedores en un campo específico, es útil para los inversores cuyo objetivo es abordar un tema en particular y mejorar en ese ámbito. Ejemplos de estos proveedores son TruCost (que ahora es propiedad de S&P Global), el proyecto sin fines de lucro Carbon Disclosure Project (CDP) y Equileap (datos sobre la igual-

⁵ (Feifei Li y Ari Polychronopoulos en su informe “What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!”).

dad de género). Debido a la gran cantidad de datos de ESG que los proveedores integrales adquieren y mantienen, es a menudo posible proporcionar también datos especializados a los usuarios finales.

Marco de datos ESG



Fuente: Research Affiliates, LLC.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE ESG INTEGRALES: LAS MÁS PROMINENTES

MORNINGSTAR SUSTAINALYTICS

La clasificación de riesgo de ESG de Morningstar Sustainalytics mide el grado en que el valor económico de una empresa tiene un riesgo debido a factores de ESG o, con más exactitud, la magnitud de los riesgos de ESG no gestionados de una empresa. Morningstar Sustainalytics clasifica las empresas en cinco categorías de riesgo (insignificante, bajo, medio, alto, grave). Estas categorías de riesgo son absolutas, lo que significa que una evaluación de “alto riesgo” refleja un grado comparable de riesgo de ESG no gestionado en todo el universo de análisis, ya sea que se refiera a una empresa agrícola, a una empresa de servicios públicos o a cualquier otro tipo de empresa. Un punto de riesgo es equivalente, independientemente de la empresa o el tema al que se aplique, y los puntos de riesgo se suman a través de los temas para así crear puntuaciones globales.

Según Morningstar Sustainalytics, una cuestión se considera material dentro de la clasificación de riesgo del ESG si es probable que su presencia o ausencia en los informes financieros influya en las decisiones tomadas por un inversor razonable. Para que se considere relevante en la calificación de riesgo, un tema debe tener un impacto potencialmente sustancial en el valor económico de una empresa y, por lo tanto, en el riesgo financiero y el perfil de rendimiento de un inversor que invierte en la empresa. Es im-

portante distinguir el concepto de materialidad de la ESG del concepto de materialidad en las definiciones más estrictas de carácter jurídico o contable. No todas las cuestiones que Morningstar Sustainalytics considera importantes en la calificación están obligadas por ley a ser reveladas en los informes de la empresa. Algunas cuestiones son importantes desde la perspectiva del ESG, incluso si las consecuencias no son totalmente medibles hoy en día.

El énfasis de la clasificación de riesgo de ESG en la materialidad incorpora una dimensión adicional: **la dimensión de la exposición**. Refleja la medida en que una empresa está expuesta a riesgos ESG materiales identificados a nivel de la industria y afecta a la puntuación global de la calificación de una empresa, así como a la puntuación de su calificación para cada cuestión material de ESG. La exposición se estima a nivel de subindustria, y se ajusta más a nivel de empresa individual. La **segunda dimensión** de la clasificación de riesgo de ESG es la **gestión**. La gestión de la ESG puede considerarse como un conjunto de compromisos y acciones de la empresa que demuestran cómo una empresa aborda y gestiona un tema de ESG mediante políticas, programas, desempeño cuantitativo y participación en controversias, así como su gestión de la gobernanza empresarial. Morningstar Sustainalytics considera la gestión en la clasificación de riesgos de ESG, ya que los compromisos y acciones de las empresas proporcionan señales sobre si las empresas están gestionando los riesgos de ESG.

Se considera que el sistema de puntuación de la clasificación de riesgos de ESG de una empresa se produce a cada nivel en tres pasos. El punto de partida es el nivel de exposición, el siguiente paso es la gestión, y el paso final es el cálculo del riesgo no gestionado, utilizando el concepto de descomposición del riesgo. La puntuación final de la clasificación de riesgo ESG es una **medida del riesgo no gestionado**. Se define como el riesgo material de ESG que no ha sido gestionado por una empresa. Incluye dos tipos de riesgo: el **riesgo no gestionable**, que no puede ser abordado por las iniciativas de la empresa, así como la brecha de gestión, que representa los riesgos que podrían ser gestionados por una empresa a través de iniciativas adecuadas pero que todavía no pueden ser gestionados totalmente.

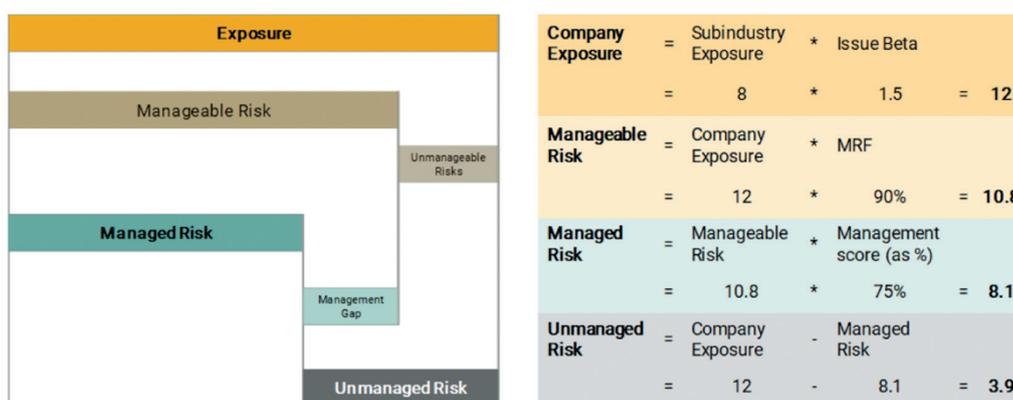
Con arreglo a este modelo, algunos **riesgos son gestionables**, como el riesgo de accidentes en el trabajo, que puede gestionarse mediante el establecimiento de procedimientos de seguridad rigurosos, la elaboración de planes de respuesta de emergencia, la realización de simulacros de seguridad, la promoción de una cultura de seguridad, etc. Algunos riesgos **no son (totalmente) gestionables**, como las emisiones de carbono de los aviones en vuelo. La aerolínea puede gestionar parte del problema, modernizando los aviones, instalando winglets, trabajando en sistemas de TIC para minimizar el tiempo que los aviones pasan al ralentí en la pista, etc., pero no puede gestionar fácilmente todas las emisiones generadas durante el vuelo de un avión. Esto significa que una aerolínea tiene algún riesgo no gestionable sobre las emisiones de carbono, lo que debería contribuir a su puntuación de riesgo no gestionable sobre ese tema.

El riesgo ingestionable es sólo uno de los dos componentes del riesgo no gestionado. El segundo componente es la **brecha de gestión**. Habla de la parte manejable de los riesgos materiales de ESG a los que se enfrenta una empresa y refleja el fracaso de la empre-

sa en la gestión de estos riesgos, como se ve en la puntuación de gestión de la empresa (Management score).

La proporción de riesgo que es manejable frente a la proporción de riesgo que es inmanejable en una cuestión material de ESG está predefinida a nivel de subindustria por un **factor de riesgo manejable**. Cada cuestión material de ESG tiene un factor de riesgo manejable (MRF), que oscila entre el 30% (lo que indica que un alto nivel de riesgo de emisión es inmanejable) y el 100% (lo que indica que el riesgo de emisión se considera totalmente manejable).

Radio de riesgo ESG. Estructura de puntuación



Fuente: Morningstar Sustainalytics.

La estimación del **riesgo no gestionado** (la puntuación final de la clasificación de riesgo de ESG) requiere tres pasos:

- 1) Se evalúa el nivel de exposición global de las empresas en una cuestión importante de ESG de una subindustria determinada y que puede ser gestionado por la empresa (evaluación del riesgo gestionable).
- 2) A nivel de empresa, se calcula el grado en que una empresa ha gestionado la parte de riesgo gestionable de su exposición global respecto a una cuestión concreta de ESG (evaluación de la puntuación global de la gestión).
- 3) Por último, la puntuación del riesgo no gestionado se calcula restando los riesgos gestionados de la puntuación de exposición global de una empresa con respecto a un problema importante de ESG (cálculo final de la puntuación del riesgo no gestionado).

MSCI

El MSCI es un proveedor de investigación y calificación de ESG y gobierno corporativo. También proporciona investigación de índices y fondos y es históricamente más cono-

cido por sus productos de índices de mercado. Se considera uno de los tres principales proveedores de calificaciones de ESG. Al igual que Morningstar Sustainalytics, cuenta con varios productos que van desde el cumplimiento y la selección, la investigación de índices, el análisis de carteras, la investigación de riesgos de carbono y la investigación de integración de la ESG. MSCI tiene la propiedad intelectual de las empresas heredadas KLD, Innovest, IRRC y GMI (Governance Metrics Internacional) ratings.

Según MSCI, los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza se derivan de las tendencias globales (por ejemplo, el cambio climático, la escasez de recursos, los cambios demográficos), así como de la naturaleza de las operaciones de la empresa. Un riesgo se considera material para una industria determinada cuando es probable que las empresas de esa industria incurran en costos sustanciales con respecto a ella (por ejemplo: una prohibición reglamentaria de un producto químico clave). Una oportunidad es material para una industria determinada cuando es probable que las empresas de esa industria puedan capitalizarla para obtener beneficios (por ejemplo: oportunidades en tecnología limpia para la industria de la iluminación LED). Esta definición de materialidad es diferente a la de Morningstar Sustainalytics, pero sigue siendo una opinión (y puede diferir de las opiniones de otros inversores).

MSCI evalúa los riesgos y oportunidades materiales de cada industria mediante un modelo cuantitativo que considera los rangos y valores medios de cada industria para impactos externalizados como son la intensidad del carbono, la intensidad de agua y las tasas de lesiones. Se permiten excepciones específicas para empresas con modelos de negocio diversificados, que se enfrenten a controversias o excepciones basadas en normas de la industria. Una vez identificadas, estas “cuestiones clave” se asignan a cada industria y empresa.

Las calificaciones finales de MSCI ESG se derivan de los promedios ponderados de las puntuaciones de los temas clave. Estas puntuaciones se agregan y se normalizan por sus industrias. Después de que cualquier anulación sea tenida en cuenta, la puntuación final ajustada a la industria de cada empresa corresponde a una calificación entre la mejor (AAA) y la peor (CCC). Estas evaluaciones del rendimiento de las empresas no son absolutas, sino que están explícitamente destinadas a ser relativas a los estándares y el desempeño de las otras empresas del mismo sector.

El MSCI sostiene que para comprender si una empresa está gestionando adecuadamente un riesgo clave de ESG, es esencial entender tanto las estrategias de gestión que ha empleado como el grado de exposición al riesgo. El modelo de Calificaciones ESG de MSCI intenta medir ambas cosas: la exposición al riesgo y la gestión del riesgo. Para que MSCI obtenga una puntuación alta en una cuestión clave, la gestión debe ser juzgada de acuerdo con el nivel de exposición: una empresa con alta exposición también debe tener una gestión muy fuerte, mientras que una empresa con exposición limitada puede tener un enfoque más modesto, en opinión de MSCI. La puntuación de la exposición al riesgo y la puntuación de la gestión del riesgo se combinan de tal manera que un nivel de exposición más alto requiere un nivel más alto de capacidad de gestión demostrada a fin de lograr la misma puntuación global. La puntuación que se esté tratando se mueve en una escala de 0 a 10, donde 0 es muy pobre y 10 es muy bueno.

La evaluación de las oportunidades de ESG en MSCI funciona de manera similar a los riesgos, pero el modelo utilizado para combinar la exposición y la gestión difiere. La exposición indica la relevancia de la oportunidad para una empresa determinada en función de sus segmentos comerciales y geográficos actuales. La gestión indica la capacidad de la empresa para aprovechar la oportunidad. Cuando la exposición es limitada, la puntuación se limita hacia la mitad del rango de 0-10, mientras que una alta exposición permite puntuaciones más altas y más bajas.

Las calificaciones de MSCI de ESG también revisan las controversias, que pueden indicar problemas estructurales en la capacidad de gestión de riesgos de una empresa. En el modelo de clasificación de ESG, un caso de controversia que un analista considere que indica problemas estructurales y que podrían suponer futuros riesgos materiales para la empresa, provoca una mayor deducción de la puntuación que un caso de controversia que se considere un indicador importante de los resultados recientes pero que no sea una señal clara de un futuro riesgo material. Un caso de controversia se define como un caso o situación en curso en el que las operaciones y/o productos de la empresa tienen supuestamente un impacto negativo en el medio ambiente, la sociedad y/o la gobernanza.

Las fuentes de datos de MSCI son similares a las que podrían utilizar los equipos de Morningstar Sustainalytics y otros equipos internos. Concretamente:

- datos macro a nivel sectorial o geográfico de conjuntos de datos académicos, gubernamentales y de organizaciones no gubernamentales (ONG); y
- publicación de datos por la empresa (por ejemplo, presentaciones del 10-K, memoria de responsabilidad corporativa, resultados de la Junta de accionistas).

Para llegar a la calificación final de la letra, el promedio ponderado de la puntuación se normaliza por la industria. El rango de puntuaciones de cada industria se establece anualmente tomando un promedio móvil de tres años de las puntuaciones superior e inferior entre los componentes del Índice MSCI ACWI; los valores se fijan en el percentil 97,5 y 2,5. Utilizando estos rangos, el promedio ponderado de la puntuación se convierte en una puntuación ajustada a la industria de 0 a 10, donde cero es lo peor y 10 lo mejor. La puntuación ajustada por la industria corresponde a una calificación entre la mejor (AAA) y la peor (CCC).

CONCLUSIÓN

Los inversores que tienen que elegir un proveedor de calificaciones de ESG se enfrentan a muchos desafíos debido al gran número y a los diferentes tipos de proveedores disponibles, así como a la falta de correlación y coherencia en las calificaciones producidas por los diferentes proveedores. Incluso dos proveedores bien conocidos y establecidos, con metodologías sólidas, pueden asignar diferentes calificaciones a la misma empresa, pero ese obstáculo por sí solo no debería impedir que los inversores consideren o adopten una estrategia de integración del ESG.

Un enfoque podría ser que los inversores deberían evaluar las diversas metodologías de los proveedores de calificaciones de ESG para seleccionar el proveedor cuya metodología se ajuste más a las necesidades y tipo de análisis del propio inversor. Cada vez más, se está poniendo más énfasis en incrementar la transparencia de las empresas a través de un cambio en la regulación de publicación de resultados. Además, se debatió la publicación de indicadores no financieros, que podrían al menos ayudar al cálculo del desempeño de ESG. Los primeros pasos en esta dirección los está dando la Directiva de la UE sobre la presentación de informes no financieros (2014/95/UE), que exige a las grandes entidades de interés público con más de 500 empleados (empresas que cotizan en bolsa, bancos y compañías de seguros) que revelen cierta información no financiera. Sin embargo, las directrices para la publicación de esta directiva son muy vagas y sólo se refieren a las grandes empresas, por lo que carecen de detalle y perímetro de impacto.

La inversión responsable tiene como objetivo incluir la información ESG en la toma de decisiones de inversión, para asegurar que todos los factores relevantes sean tenidos en cuenta al evaluar el riesgo y el rendimiento. Ignorar los factores ESG significa ignorar los riesgos y oportunidades que pueden afectar significativamente al rendimiento de la inversión.

En este contexto, los proveedores de calificaciones de ESG desempeñan un papel cada vez más importante en el proceso de inversión al proporcionar su evaluación de las empresas a través de diversas métricas de ESG. Sin embargo, para los analistas y gestores de carteras la prioridad debería ser más bien analizar los datos de ESG importantes y evaluar si estos suponen ahora o en el futuro más bien un riesgo o una oportunidad para el rendimiento de la empresa en mercado. Por lo tanto no debería centrarse en una sola cifra como es la calificación agregada (rating) de ESG del proveedor de datos.

Una verdadera integración de ESG en el proceso de inversión de los inversores y gestores de activos debería ser el análisis y la integración (en la decisión de inversión) de los impactos financieros de las cuestiones importantes de ESG, y no la toma de una calificación agregada (rating) del proveedor de datos.