

LAS AGENCIAS DE RATING DE SOSTENIBILIDAD Y SU CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO SOSTENIBLE: NUEVOS RETOS ANTE LOS RIESGOS GLOBALES

SUSTAINABILITY RATING AGENCIES AND THEIR CONTRIBUTION TO SUSTAINABLE DEVELOPMENT: NEW CHALLENGES IN THE FACE OF GLOBAL RISKS

Elena Escrig Olmedo, María Ángeles Fernández Izquierdo, Idoya Ferrero Ferrero, María Jesús Muñoz Torres, Juana María Rivera Lirio ¹

Grupo de Investigación Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social – Mercados Financiero -IUDESP, Departamento de Finanzas y Contabilidad, Universitat Jaume I, Campus del Riu Sec - Avda. Vicent Sos Baynat s/n, Castellón, 12071, España
eescrig@uji.es; afernand@uji.es; ferrero@uji.es; munoz@uji.es; jrivera@uji.es

Fecha recepción artículo: 22/03/2021 • Fecha aprobación artículo: 26/04/2021

.....

¹ El orden de los autores es alfabético.



RESUMEN

Este artículo explora el papel de las agencias de rating de sostenibilidad en el impulso del desarrollo sostenible. Más específicamente, el artículo analiza los principales retos a los que se enfrentan las agencias de rating de sostenibilidad en el actual contexto de riesgos globales y en qué medida están haciendo frente a tales riesgos. Para ello se realiza un estudio de gabinete que evidencia que el mercado de la evaluación de la sostenibilidad corporativa está experimentando importantes cambios con la inclusión en el mercado de las tradicionales agencias de rating crediticias y las nuevas regulaciones que impulsan la integración de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza en los sistemas de medición de la sostenibilidad corporativa. Sin embargo, aún existe un amplio margen para que su papel sea mucho más transformador. Por ello, es necesario definir metodologías más concretas que permitan la medición de los riesgos de sostenibilidad a lo largo de las cadenas de suministro, dado el carácter global de estas, así como valorar el impacto tanto positivo como negativo en los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las organizaciones que están bajo la lupa de estas agencias.

Palabras clave: Agencias de rating de sostenibilidad; Medición de la sostenibilidad corporativa; Riesgos de sostenibilidad; Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS); Cadenas de suministro.

ABSTRACT

This research explores the role of sustainability rating agencies in driving sustainable development. More specifically, this research analyzes the main challenges facing sustainability rating agencies in the current context of global risks and how are facing such risks. To that end, a desk study is carried out that shows that the market for the evaluation of corporate sustainability is undergoing significant changes with the inclusion in the market of the traditional credit rating agencies and the new regulations that foster the integration of environmental, social and governance risks into corporate sustainability assessment systems. However, there is still ample scope for its role to be much more transformative. Therefore, it is necessary to define more specific methodologies that allow the assessment of sustainability risks along supply chains, considering their global nature, as well as assessing both the positive and negative impact on the Sustainable Development Goals of the organizations that are under the scrutiny of these agencies.

Keywords: Sustainability rating agencies; Corporate sustainability assessment; Sustainability risks; Sustainable Development Goals (SDG); Supply chains.

Elena Escrig Olmedo es Doctora en Sostenibilidad de las Organizaciones (2013) por la Universitat Jaume I (UJI) y actualmente es Profesora Titular del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la UJI. Su investigación actual se centra en las finanzas sostenibles, la inversión socialmente responsable y la evaluación de la sostenibilidad corporativa. Ha publicado artículos científicos en revistas académicas internacionales de alto impacto y está involucrada en varios proyectos de investigación financiados con fondos externos, como Sustainable Market Actors for Responsible Trade (SMART) (2016-2020), financiado por el programa marco de investigación e innovación de la UE Horizon-2020. Miembro del Grupo de Investigación en Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social-Mercados Financieros.



María Ángeles Fernández Izquierdo es Doctora en Economía por la Universidad de Valencia. Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad en el Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I (España). Su investigación se centra en los mercados de valores, la RSC y las finanzas sostenibles. Ha publicado artículos científicos en revistas académicas internacionales de alto impacto. Está involucrada en varios proyectos de investigación financiados con fondos externos, como Sustainable Market Actors for Responsible Trade (SMART) (2016-2020), financiado por el programa marco de la UE para la investigación y la innovación Horizon-2020. Coordina el Grupo de Investigación en Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social-Mercados Financieros.

Idoya Ferrero Ferrero es doctora en Dirección de Empresas (2012) por la Universitat Jaume I (UJI). Actualmente, es Profesora Titular del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la UJI. Su investigación actual se centra en el gobierno corporativo, la evaluación de la sostenibilidad y reporting. Ha publicado artículos científicos en revistas académicas internacionales de alto impacto y está involucrada en varios proyectos de investigación financiados con fondos externos, como Sustainable Market Actors for Responsible Trade (SMART) (2016-2020), financiado por el programa marco de investigación e innovación de la UE Horizon- 2020. Miembro del Grupo de Investigación en Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social-Mercados Financieros.

María Jesús Muñoz Torres es Doctora en Economía Agraria por la Universidad Politécnica de Valencia (1994). Es Catedrática del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I. Actualmente, su investigación se centra en la valoración de la RSC, la ISR y los modelos de negocio sostenibles. Ha publicado artículos científicos en revistas académicas internacionales de alto impacto y está involucrada en varios proyectos de investigación financiados con fondos externos, como Sustainable Market Actors for Responsible Trade (SMART) (2016-2020), financiado por el programa marco de investigación e innovación de la UE Horizon- 2020. Miembro del Grupo de Investigación en Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social-Mercados Financieros.

Juana María Rivera Lirio es Doctora en Dirección de Empresas (2007) por la Universitat Jaume I (UJI). Actualmente, es Profesora Titular del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la UJI. Su investigación actual se centra en la gestión de la RSC, la evaluación de la sostenibilidad y las finanzas sostenibles. Ha publicado artículos científicos en revistas académicas internacionales de alto impacto y está involucrada en varios proyectos de investigación financiados con fondos externos, como Sustainable Market Actors for Responsible Trade (SMART) (2016-2020), financiado por el programa marco de la UE para la investigación y la innovación Horizon-2020. También es miembro de Daughters of Themis. Miembro del Grupo de Investigación en Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social-Mercados Financieros.



1. INTRODUCCIÓN

El panorama dinámico y rápidamente cambiante de nuestro mundo actual se ve muy afectado por crecientes turbulencias de carácter ecológico y social, así como por la crisis de la pandemia mundial COVID-19. El Foro Económico Mundial, en su informe anual de riesgos, titulado *The Global Risks Report (2021)*, ha destacado entre los principales riesgos globales a los que se enfrenta actualmente la humanidad el riesgo de enfermedades infecciosas y el fracaso en la acción internacional contra los efectos del cambio climático, que perjudican la prosperidad aumentando las desigualdades sociales actuales de nuestro planeta (World Economic Forum, 2021). En este contexto, la mayor respuesta a nivel internacional para hacer frente a dichos riesgos, buscando un desarrollo sostenible, es la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible (los denominados Objetivos de Desarrollo Sostenible - ODS, ONU, 2015).

Por tanto, la generación de información sobre los principales riesgos globales de sostenibilidad y la contribución al cumplimiento de los ODS es un reto para las empresas, pero también para el mercado financiero que busca atraer y dar respuesta a nuevos inversores. Ante este nuevo panorama, el mercado financiero y especialmente las agencias de rating de sostenibilidad, como principales actores de mercado, deben jugar un papel clave.

Las agencias de rating de sostenibilidad evalúan el desempeño de las organizaciones en términos de sostenibilidad. Para ello, disponen de equipos de analistas profesionales que se encargan de examinar el cumplimiento de una serie de criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) por parte de las organizaciones, para después evaluar mediante metodologías propias y complejas la sostenibilidad corporativa.

Sus mediciones son consideradas como un referente, por un lado, para las empresas que buscan gestionar sus organizaciones de una manera más sostenible y mostrar su contribución al desarrollo sostenible a sus diferentes grupos de interés (Pope et al., 2004), logrando de esta manera un posible impacto reputacional de la empresa (Boiral et al., 2020), por otro lado, para los inversores, tanto profesionales como privados, que buscan incluir variables ambientales y sociales en su toma de decisiones de inversiones (Busch et al., 2016).

Así pues, el objetivo de este trabajo es dar respuesta a la pregunta de investigación ¿cuál es el papel en concreto de las agencias de rating de sostenibilidad para el desarrollo sostenible? debatiendo sobre los principales retos a los que se enfrentan las agencias de rating de sostenibilidad en el actual contexto de riesgos globales, a través de un análisis de situación de la evolución del mercado de las agencias de rating, que permita conocer hacia dónde va la medición de la sostenibilidad corporativa para hacer frente a tales retos y en qué medida será una herramienta útil para empresas e inversores, así como para la consecución de un desarrollo sostenible.

Los resultados del análisis evidencian que, debido al reciente y creciente interés de las tradicionales agencias de rating crediticias por la medición de riesgos de sostenibilidad, las agencias de rating de sostenibilidad están desarrollando metodologías de medición de riesgos globales, que están siendo integradas por las tradicionales agencias de rating crediticias. Sin embargo, parece necesario definir metodologías más concretas que permitan también la medición de los riesgos de sostenibilidad a lo largo de las cadenas de suministro, dado el carácter global de estas, así como valorar el impacto tanto positivo como negativo en los Objetivos de Desarrollo Sostenible.



Desde el punto de vista académico con esta investigación se pretende contribuir a la revisión de la literatura existente sobre la medición de la sostenibilidad corporativa aportando nuevas vías de estudio. Esta investigación amplía el conocimiento sobre cómo se estructura el actual mercado de las agencias de rating de sostenibilidad y los retos a los que se enfrentan. Desde el punto de vista profesional esta investigación servirá para brindar información precisa a los usuarios de la información sobre la naturaleza de las agencias de rating de sostenibilidad, ya sean éstos, inversores, gestores, analistas o investigadores.

El resto de este documento está organizado de la siguiente manera. La sección 2 revisa la literatura relacionada. La sección 3 describe brevemente el método de análisis utilizado en la propuesta. La sección 4 presenta los principales resultados. Finalmente, en la sección 5 se discute sobre las principales conclusiones.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA: NUEVOS RETOS PARA LAS AGENCIAS DE RATING DE SOSTENIBILIDAD

En los últimos años son numerosos los estudios académicos que han surgido en torno a las agencias de rating de sostenibilidad. La mayoría de ellos han estudiado sus metodologías y modelos de evaluación (Escrig-Olmedo et al., 2010; 2014; 2019; Chatterji et al. 2016; Saadaoui y Soobaroyen, 2018; Diez- Cañamero et al., 2020). Otros más recientes, aunque en menor medida, han intentado avanzar en el análisis de cómo las agencias de rating de sostenibilidad integran en sus evaluaciones la medición de riesgos ASG (Boiral et al., 2020; Hübel y Scholz, 2020). Sin embargo, desde el conocimiento de las autoras de este trabajo, ninguna investigación se ha centrado en analizar de una manera integral los nuevos retos que plantea la medición de la sostenibilidad corporativa para el mercado financiero en el actual contexto de riesgos globales y cómo las agencias de rating de sostenibilidad están haciendo frente a tales riesgos. A continuación, se presentan los nuevos retos a los que se enfrentan las agencias de rating de sostenibilidad según la literatura académica más reciente.

2.1. INTEGRACIÓN EN EL MAINSTREAM DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA MEDICIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

Las agencias de sostenibilidad constituyen una fuente importante de información para el inversor socialmente responsable, para decisores y empresas. El hecho de que exista un número de agencias de análisis de sostenibilidad elevado y que éstas tengan metodologías tan diversas ha conllevado procesos de fusiones y adquisiciones o alianzas por parte de las agencias que tienen mayor poder y peso en el mercado (Escrig-Olmedo et al., 2010; 2019). Esto se produce por dos motivos principalmente: por cuestiones financieras (búsqueda de economías de escala y sostenibilidad financiera), y por poder de mercado (porque se necesita potenciar una información a nivel global sobre las compañías, ya que estas no operan exclusivamente en el mercado local, y así optimizar la investigación al obtener más fuentes de información) (Avetisyan y Hockerts, 2017).



Tal y como señalan Escrig-Olmedo et al. (2019), tras el surgimiento, en torno al año 2008, después de la crisis financiera, de una multitud de agencias de rating de sostenibilidad, rankings de sostenibilidad y proveedores de información ASG que buscaban definir nuevos sistemas de medición incorporando otras variables más allá de las financieras, se lleva a cabo un proceso de fusiones y adquisiciones entre las distintas agencias de rating de sostenibilidad con el objetivo de establecer equipos multidisciplinares y globales que permitan la evaluación de aspectos más específicos de sostenibilidad y el análisis de más compañías. Se puede decir que este proceso se consolida en 2020, con la entrada de las agencias de calificación crediticia tradicionales en la industria ASG, que han integrado los sistemas de evaluación de las agencias de rating de sostenibilidad en sus modelos de evaluación corporativa.

2.2. DESAFÍOS DE LA EVALUACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

La mayoría de estudios sobre las agencias de rating de sostenibilidad han puesto en evidencia determinadas limitaciones presentes en sus metodologías de evaluación, dando lugar a considerar diversos desafíos en la medición de la sostenibilidad corporativa: (i) falta de transparencia (Delmas y Blass, 2010; Windolph, 2011; Saadaoui y Soobaroyen, 2018); (ii) falta de convergencia (Semenova y Hassel, 2015; Chatterji et al., 2016; Clementino y Perkins 2020); (iii) dificultades para agregar datos de diferente naturaleza e información tanto cualitativa como cuantitativa (Windolph, 2011; Boiral y Henri, 2017; Capelle-Blancard y Petit, 2017); (iv) falta de integración de las expectativas de los distintos grupos de interés (Windolph, 2011; Escrig-Olmedo et al., 2014); (v) la compensación entre criterios que conduce a que resultados muy negativos sean compensados con resultados positivos (Delmas y Blass, 2010; Windolph, 2011; Escrig-Olmedo et al., 2014); (vi) o la integración parcial de los Principios de Sostenibilidad (Escrig-Olmedo et al., 2019). Sin embargo, sin duda, uno de los principales desafíos a superar es el hecho de que las evaluaciones de desempeño de la sostenibilidad corporativa, que brindan las agencias de rating de sostenibilidad, se basan principalmente en resultados a corto plazo (Muñoz-Torres et al., 2019).

2.3. MEDICIÓN DE LA CONTRIBUCIÓN REAL A LOS ODS

Los ODS son una iniciativa intergubernamental para el desarrollo sostenible, definida a nivel macro, que necesita de la participación del sector privado para alcanzar las metas en ellos establecidas (Bebbington y Unerman, 2018). Adicionalmente, esta iniciativa también puede orientar a las empresas en el proceso de transición al desarrollo sostenible (Le Blanc, 2015). Sin embargo, el hecho de que las metas e indicadores desarrollados para monitorear la implementación de los ODS tengan un enfoque macro dificulta su aplicación a nivel empresarial y las empresas encuentran difícil evaluar y medir su contribución real a los ODS (Diez-Cañamero et al., 2020). Por ello, diferentes herramientas para la medición de la sostenibilidad corporativa se han ajustado, hasta cierto punto, al vincular las actividades corporativas con su aportación para abordar los ODS. Sin embargo, estas herramientas muchas veces son complejas y difíciles de implementar (Lu et al., 2020). Esto dificulta, por un lado, que las empresas puedan conocer su contribución al desarrollo sostenible y, por otro lado, que los inversores tengan la información adecuada para su toma de decisiones de inversión. En este contexto, el mercado financiero, a través de las mediciones de la sostenibilidad corporativa que realizan las agencias de sostenibilidad, puede jugar un papel clave.



2.4. INTEGRACIÓN DE RIESGOS GLOBALES DE SOSTENIBILIDAD EN LA MEDICIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

El riesgo de sostenibilidad se define como un evento o condición ambiental, social o de gobernanza que, si ocurre, podría causar un impacto negativo material real o potencial en el valor de la inversión derivado de un impacto de sostenibilidad adverso (SFDR, 2019; Art. 2). En consecuencia, los riesgos de sostenibilidad se basan en la estimación de la probabilidad de ocurrencia de eventos ambientales y sociales y la medición de sus impactos (Boiral et al., 2020), los cuales podrían afectar directamente al desarrollo sustentable.

En los últimos años, el mercado financiero está haciendo esfuerzos por integrar en la medición de riesgos los riesgos de sostenibilidad. En marzo de 2018, la Comisión Europea publicó su Plan de Acción para Financiar el Crecimiento Sostenible (European Commission, 2018) introduciendo la sostenibilidad en la agenda política de los mercados de capitales. Este Plan de Acción requiere que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) fomente la integración de los riesgos ASG en los procesos de decisión de inversión siendo las agencias de calificación crediticia cruciales en este proceso. Por ello, las tradicionales agencias crediticias están aumentando sus esfuerzos para identificar los principales riesgos globales de sostenibilidad a través de la integración de las metodologías de evaluación de las agencias de rating de sostenibilidad. Así, por ejemplo, en 2019 Moody's adquirió una participación mayoritaria del proveedor de datos de ASG Vigeo.Eiris. También en 2019 Fitch Ratings diseñó un sistema de puntuación que permite conocer cómo los problemas de ASG impactan en las decisiones de calificación crediticia individuales (Fitch Ratings ESG Relevance Scores Data). Por su parte, a principios de 2020, Standard & Poor's adquirió el negocio de calificaciones ASG de SAM y Morningstar anunció que se hacía cargo de Sustainalytics. Esto pone en evidencia, tal y como señalan Escrig-Olmedo et al. (2019), un proceso de consolidación de la industria de la medición de la sostenibilidad corporativa en el mercado financiero.

Sin embargo, la medición de riesgos de sostenibilidad no es una tarea fácil considerando las debilidades que todavía presentan las metodologías de evaluación de las agencias de rating de sostenibilidad, y los desafíos relacionados con la medición de riesgos de sostenibilidad como, por ejemplo: la complejidad misma del propio concepto y por tanto de su medición, el carácter multidimensional y la imprevisibilidad de los riesgos de sostenibilidad (Boiral et al., 2020). En el contexto actual, el mercado financiero necesita definir metodologías más adecuadas para evaluar dichos riesgos (Aziz et al., 2015; Dorfleitner et al., 2015; Weber et al., 2015; Boiral et al., 2020).

Pero, ¿cómo están haciendo frente las agencias de rating de sostenibilidad a todos estos desafíos para alcanzar un desarrollo sostenible?

3. METODOLOGÍA

Para dar respuesta al objetivo de estudio y conocer cómo ha evolucionado el mercado de la evaluación de la sostenibilidad corporativa y cómo se enfrentan las agencias de rating de sostenibilidad a los principales retos de la medición de la sostenibilidad corporativa en el actual contexto de riesgos globales, se ha desarrollado un estudio de gabinete. En concreto, se ha analizado con detalle el caso de tres de las agencias de rating de sostenibilidad más importantes en el mercado financiero, dada su utilidad y calidad, según SustainAbility Institute (2020) y los resultados publicados en su informe *Rate the Raters*, 2020. Las agencias de rating analizadas son: SAM (que recientemente ha transferido su negocio de calificación



ASG a S&P Global), Sustainalytics y Vigeo. Eiris (V.E). De hecho, las evaluaciones de SAM y Sustainalytics fueron calificadas por inversores y expertos como las de mayor calidad y utilidad, mientras V.E fue valorada de manera muy positiva por inversores situándose en el octavo lugar de las agencias de rating de sostenibilidad de mayor calidad y en el décimo lugar respecto a su utilidad (SustainAbility Institute, 2020). Señalar, además, que la elección de estas tres agencias de rating de sostenibilidad también viene determinada porque sus valoraciones están siendo utilizadas por las agencias de rating crediticias más importantes.

Para desarrollar este análisis se ha utilizado la información pública disponible en las páginas web corporativas de las agencias de rating de sostenibilidad, así como otros informes públicos sobre sus metodologías de evaluación a fecha de febrero de 2021.

Los aspectos analizados han sido: (i) el proceso de constitución de las actuales agencias de rating de sostenibilidad hasta la actualidad, (ii) las principales características de sus metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa, (iii) cómo miden la contribución real a los ODS y (iv) cómo incorporan la evaluación de riesgos ASG en sus modelos de valoración.

4. RESULTADOS

En el presente apartado se analiza cómo las agencias de rating de sostenibilidad del mercado se enfrentan a los retos actuales de la medición de la sostenibilidad corporativa en el actual contexto de riesgos globales, mediante el análisis de los resultados del estudio de tres de las agencias de rating de sostenibilidad más importantes del mercado: SAM, Sustainalytics y V.E que han sido seleccionadas siguiendo el proceso anteriormente mencionado.

4.1. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LA EVALUACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

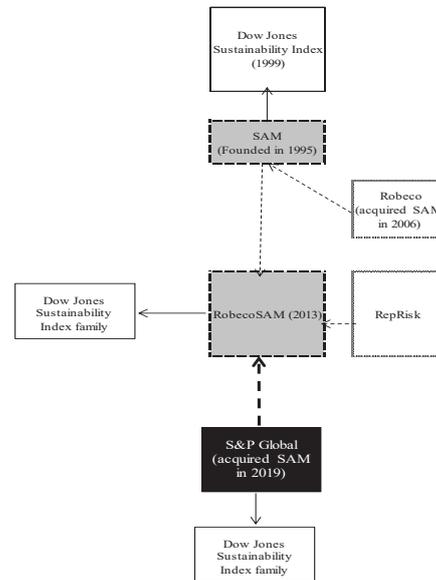
Como se puede observar en las figuras 1, 2 y 3, las actuales agencias de rating de sostenibilidad son el resultado de una serie de fusiones y adquisiciones que se han producido en el mercado financiero. Poniendo el foco en las agencias de sostenibilidad SAM, Sustainalytics y V.E podemos extrapolar interesantes conclusiones sobre el comportamiento del mercado.

En 2006, Robeco adquirió SAM Group, una de las compañías líderes del sector de la inversión socialmente responsable. En 2013, SAM Group pasa a denominarse RobecoSAM. Sin embargo, en 2019, RobecoSAM transfirió su negocio de ratings e índices ASG a la agencia crediticia S&P Global. Una de sus actividades principales es evaluar la sostenibilidad corporativa utilizando para ello la herramienta 'S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA)', la antigua 'SAM CSA'. Actualmente, S&P Global se encarga de evaluar, en términos de sostenibilidad, a los componentes de los índices de sostenibilidad Dow Jones (ver Figura 1).



Tras la disolución de la red de consultoras SiRi Company en 2009 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: su rating sobre riesgos ASG para empresas, su rating sobre la gobernanza de las organizaciones, su rating ASG de países, su plataforma global para inversores, estudios sectoriales, etc. Además, participa en la elaboración del índice del mercado bursátil Jantzi Social Index, entre otros, que se basa en el modelo del índice S&P/TSX 60 e incluye 50 empresas canadienses que superan un amplio abanico de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ver Figura 2).

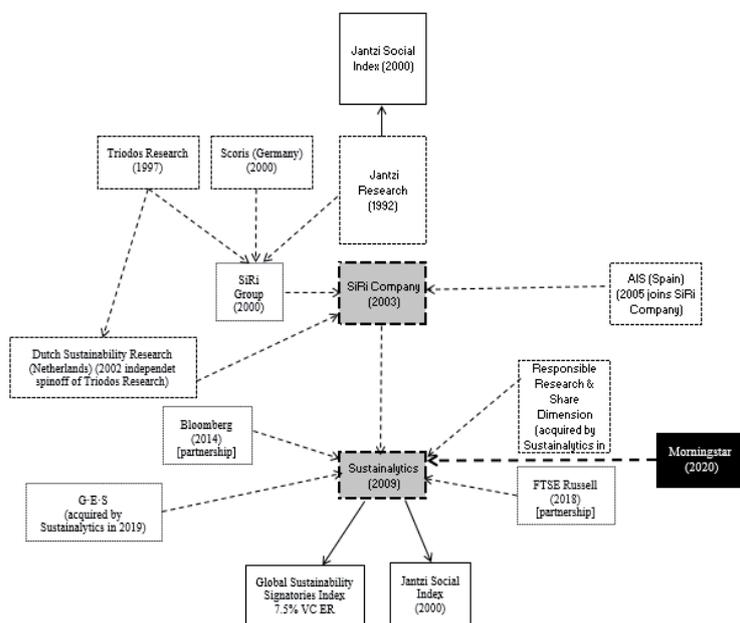
Figura 1: Proceso de creación de la actual SAM (S&P Global)



Fuente: Actualización a fecha de 2021 del trabajo de Escrig-Olmedo et al. (2019)

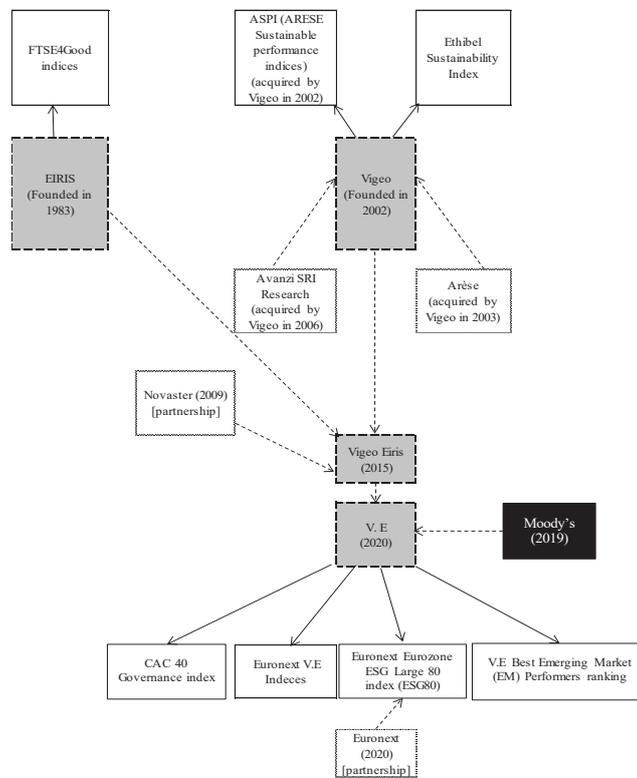
Las agencias de investigación de información ASG Vigeo y EIRIS se fusionaron el 22 de diciembre del 2015 para crear una sola agencia europea con alcance global. De esta forma, en 2020 se constituye la actual V.E como proveedor global de información ambiental, social y de gobernanza para inversores, empresas públicas y privadas. V.E está presente en Hong Kong, París, Londres, Boston, Bruselas, Casablanca, Milán, Montreal y Santiago (Chile) y cuenta con un amplio equipo de profesionales. Además, desde el 2019 se convierte en un afiliado de Moody's (Ver Figura 3).

Figura 2: Proceso de creación de la actual Sustainalytics



Fuente: Actualización a fecha de 2021 del trabajo de Escrig-Olmedo et al. (2019)

Figura 3: Proceso de creación de la actual V.E



Fuente: Actualización a fecha de 2021 del trabajo de Escrig-Olmedo et al. (2019)

4.2. METODOLOGÍAS DE EVALUACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

Uno de los aspectos destacados tras el análisis de las tres agencias es la heterogeneidad de las metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa utilizada por las agencias de rating.

SAM (S&P Global) evalúa a las empresas sobre una serie de criterios de sostenibilidad financieramente materiales que cubren las dimensiones económicas y de gobernanza, ambiental y social. Cada empresa evaluada recibe una puntuación entre 0-100, y se clasifica frente a otras empresas de su propia industria.

El modelo de Sustainalytics se compone de más de 300 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.

V.E ofrece principalmente dos tipos de servicios: (i) un servicio de 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 (índices, ratings, etc.); (ii) un servicio de consultoría, trabajando 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.



Tabla 1: Principales características de las metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa

Criterios de análisis		SAM (S&P Global) ¹	Sustainalytics	V.E.
Número de compañías evaluadas		10.000 empresas	12.000 empresas	5.000 empresas
Número de indicadores utilizados		Establece 3 dimensiones de análisis (gobernanza & económica, ambiental y social), 23 criterios de análisis y 1000 data-points aproximadamente para 61 industrias.	Define 20 cuestiones ASG materiales respaldadas por más de 300 indicadores y 1300 data-points.	Analiza 38 criterios ASG y sobre 250 data-points.
¿Integra en su metodología de evaluación las valoraciones de los stakeholders?		PARCIALMENTE. Si define indicadores de medición teniendo en cuenta los distintos stakeholders, pero no se observa que incorpore sus expectativas en el proceso de evaluación.	SÍ. Menciona que su evaluación se basa en una perspectiva multistakeholder.	SÍ. Los integra mediante la integración en su proceso de evaluación de la medición de riesgos para sus stakeholders y también de sus expectativas.
¿Se establecen mecanismos para la compensación entre criterios?		SÍ. Para cada dimensión y criterio establece diversos pesos según el sector.	De la información pública no se desprende con claridad cuáles son dichos mecanismos.	SÍ. Cada criterio es evaluado en función de tres aspectos: <ul style="list-style-type: none"> ● Relevancia de los compromisos (Liderazgo) mediane la evaluación de políticas. ● Eficacia de su aplicación (Implementación) mediane la evaluación de la amplitud y profundidad de las medidas concretas. ● Rendimiento obtenido (Resultados). Y dentro de cada uno de estos aspectos se establecen otras tres evaluaciones.
¿Evalúa la sostenibilidad desde una perspectiva a largo plazo?		PARCIALMENTE. En algunos de sus indicadores se incorpora una perspectiva de largo plazo evaluando información y datos de 5 años, pero en otros no.	SÍ. Aunque no se observan indicadores que incorporen una perspectiva a largo plazo, parece que la metodología de evaluación de la performance corporativa se basa en un análisis de riesgos ASG lo que podría integrar esa visión a largo plazo.	SÍ. Aunque no se observan indicadores que incorporen una perspectiva a largo plazo, parece que la metodología de evaluación de la performance corporativa se basa en un análisis de riesgos ASG, lo que podría integrar esa visión a largo plazo.

1 Nota: Para realizar dicho análisis, teniendo en cuenta que SAM ha sido adquirida por S&P Global y que actualmente la metodología de evaluación es 'S&P Global CSA', se ha analizado la información de S&P Global. Fuente: Elaboración propia a partir del análisis de la información disponible en las Webs corporativas de las agencias de rating S&P Global, Sustainalytics y V.E.



La Tabla 1 muestra que las metodologías de evaluación utilizadas por las agencias de rating de sostenibilidad están intentando integrar los desafíos de la medición de la sostenibilidad corporativa, comentados anteriormente en la revisión de la literatura. Sin embargo, parece que hay cuestiones que aún deberían mejorarse. Así, por ejemplo, aunque las metodologías de medición de dichas agencias definen indicadores de medición teniendo en cuenta los distintos *stakeholders*, no se observa que se incorporen sus expectativas en el proceso de definición y evaluación de dichos indicadores, aunque con metodologías de evaluación de riesgos esto podría superarse, tal y como hacen Sustainalytics y V.E., puesto que dichas metodologías permiten integrar en el proceso de evaluación el conocimiento experto a través de *focus groups*, encuestas o equipos de trabajo compuestos por distintos *stakeholders*. Por otro lado, aunque solo para el caso de SAM se observan indicadores que incorporan una perspectiva a largo plazo, parece que cuando la metodología de evaluación de la performance corporativa se basa en un análisis de riesgos ASG podría integrar esa visión a largo plazo.

4.3. MEDICIÓN DE LA CONTRIBUCIÓN REAL A LOS ODS

En el actual contexto, las agencias de rating de sostenibilidad se enfrentan al desafío de desarrollar indicadores que permitan medir la contribución global de las empresas al desarrollo sostenible, ya sea positiva o negativa a través del grado de cumplimiento de los ODS. En la Tabla 2 se recoge una primera aproximación de cómo las agencias de rating de sostenibilidad dicen incorporar la medición de la contribución real a los ODS sin indagar en los indicadores que utilizan para ello.



Tabla 2: Medición de la contribución real a los ODS

Criterios de análisis		SAM (S&P Global) ¹	Sustainalytics	V/E
¿Hace mención a la integración de los ODS en su metodología de evaluación?	<p>SÍ. La herramienta de evaluación de los ODS de Trucost proporciona un análisis cuantitativo del desempeño de una organización en los ODS a lo largo de la cadena de valor, desde la entrada de materias primas hasta el uso y eliminación de productos, dentro del contexto del ámbito geográfico de una empresa.</p>	<p>SÍ. Tiene herramientas disponibles (como las Métricas de Impacto) que permiten ilustrar la exposición a los ODS en las carteras de inversión y en toda la empresa.</p>	<p>SÍ. Su sistema de evaluación de los ODS combina un análisis tanto de los productos que desarrollan las empresas como del comportamiento de las empresas en cuestiones ASG.</p>	
¿Considera todos los ODS en la medición o sólo algunos de ellos?	<p>SÍ.</p>	<p>SÍ. Dice que lleva a cabo una evaluación de los 17 ODS.</p>	<p>Los ODS se clasifican en 8 temas para facilitar los procesos de inversión: 5 se relacionan con comportamientos (capital natural, bienestar social, capital humano, ética y gobernanza) y 3 se relacionan con el impacto del producto (cambio climático, herramientas de desarrollo, y vidas saludables)</p>	
¿Analiza si las organizaciones integran los ODS en sus estrategias?	<p>SÍ. Trucost realiza un análisis global de la política de la empresa observando cómo busca mitigar los riesgos relacionados con la falta de consecución de los ODS y su contribución al logro de los mismos.</p>	<p>NO. No tiene ningún indicador para medir la integración de los ODS en la estrategia empresarial.</p>	<p>SÍ. Cuestiona la sistemática integración de los ODS en políticas corporativas, procesos, y sistemas de control/notificación.</p>	
¿Tiene una metodología definida de medición de la contribución real de los ODS?	<p>SÍ. En primer lugar, establece un perfil de exposición a los ODS de la empresa para identificar cuáles son más importantes. Luego, analiza el desempeño en términos de ODS para la empresa, basado en la ponderación del sector y comparando la empresa con sus principales competidores. Al final, evalúa la contribución positiva mediante la creación de valor y el riesgo del posible incumplimiento de los ODS.</p>	<p>NO. No se observa un sistema de medición de la contribución real a los ODS concreto, aunque sí que integra determinadas consideraciones en su metodología de evaluación.</p>	<p>SÍ. Cada empresa está calificada en términos de su contribución general a los ODS (en una escala de cinco puntos de muy positiva a muy adversa). Para ello utiliza 28 data-points.</p>	

¹ Nota: Para realizar dicho análisis, teniendo en cuenta que SAM ha sido adquirida por S&P Global y que actualmente la metodología de evaluación es 'S&P Global CSA', se ha analizado la integración de los ODS en el proceso de evaluación de S&P Global.

Fuente: Elaboración propia a partir del análisis de la información disponible en las Webs corporativas



Los resultados de la Tabla 2 evidencian que las agencias de rating están haciendo esfuerzos por medir la contribución de las organizaciones a los ODS. Sin embargo, todavía no parecen tener metodologías de evaluación claramente definidas para ello. V.E parece ser de las tres agencias de rating de sostenibilidad la que tiene una metodología más claramente definida. En cambio, Sustainalytics, aunque sí contempla los ODS en su metodología de análisis, no presenta indicadores que midan claramente si las organizaciones integran los ODS en sus estrategias ni sus impactos. Por otro lado, está el caso de SAM. Su herramienta de evaluación de la sostenibilidad corporativa (SAM CSA), que ahora ha sido adquirida por S&P Global, no parece tener una metodología definida de medición de la contribución real de los ODS. Sin embargo, S&P Global sí integra la medición de los ODS en sus valoraciones a través de la herramienta 'Trucost SDG Evaluation Tool'.

4.4. INTEGRACIÓN DE RIESGOS GLOBALES DE SOSTENIBILIDAD EN LA MEDICIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA

La Tabla 3 muestra cómo las agencias de calificación de sostenibilidad analizadas están integrando la medición de los riesgos de sostenibilidad en sus modelos de evaluación.

Los resultados de la Tabla 3 muestran que las agencias de rating de sostenibilidad están incorporando los riesgos de sostenibilidad en sus modelos de medición. Sin embargo, mientras Sustainalytics parece tener un sistema para la evaluación de riesgos de sostenibilidad claramente definido, de la información pública suministrada por SAM y V.E no se desprende que sea así. La forma de definir y medir los riesgos de sostenibilidad es muy heterogénea, aunque estas metodologías parecen tener una carencia común y es que ninguna de ellas menciona cómo medir los riesgos de sostenibilidad a lo largo de la cadena de suministro global, aguas arriba y aguas debajo de la organización objeto de análisis.



Tabla 3: Medición de riesgos de sostenibilidad corporativa

Criterios de análisis SAM (S&P Global)		Sustainalytics		VE
¿Cuál es la definición de riesgo que tienen en cuenta?	Evalúa aquellos factores de sostenibilidad que impulsan el valor comercial y que tienen el mayor impacto en los supuestos de valoración a largo plazo utilizados en el análisis financiero.	Grado en el que el valor económico de una empresa está en riesgo debido a factores ASG, es decir, la magnitud de los riesgos ASG no administrados de una empresa.	En su sistema de valoración de la performance ASG corporativa incorpora la evaluación del riesgo. Para ello, tras seleccionar los aspectos materiales según la industria, evalúa el riesgo desde el punto de vista de la compañía y desde el punto de vista de los <i>stakeholders</i> . Posteriormente, evalúa el desempeño en términos de sostenibilidad de la compañía y finalmente, obtiene una puntuación final que completa con el análisis de las controversias surgidas en torno a la compañía.	Entiende el riesgo, principalmente, como las controversias surgidas en torno a la compañía.
¿Cómo están las agencias de rating midiendo el riesgo?	La actual S&P Global integra la metodología de SAM, en donde cada factor se analiza y clasifica de acuerdo con la magnitud y probabilidad de su impacto en los impulsores del valor comercial y el desempeño financiero de la empresa a lo largo del tiempo.	El rating de riesgos ASG: <ul style="list-style-type: none"> Mide la exposición de una empresa a los riesgos materiales específicos de la industria y cómo de bien una empresa está gestionando esos riesgos. Considera tres aspectos principales: (i) gobierno corporativo, (ii) cuestiones materiales de ASG y (iii) cuestiones idiosincrásicas. Categoriza cinco niveles de riesgo: insignificante, bajo, medio, alto y severo. 		
¿Cómo se obtiene la puntuación final?	La puntuación final se determina mediante un enfoque matricial que combina los resultados de la evaluación de impacto del incidente y el análisis de la respuesta de la empresa. Así, una puntuación que sea baja muestra un impacto negativo significativo, una puntuación alta muestra casos de bajo impacto.	La puntuación final de riesgo ASG muestra el riesgo no gestionado, que se define como “un riesgo ASG material que no ha sido gestionado por una empresa”. Incluye 2 tipos de riesgo: <ol style="list-style-type: none"> Riesgo inmanejable, que “no puede ser abordado por iniciativas de la empresa”, Gap de gestión que “representa riesgos que potencialmente podrían ser gestionados por una empresa, pero que no se gestionan suficientemente de acuerdo con su evaluación” 	La puntuación final muestra: (i) la relevancia de las políticas, (ii) la coherencia de su implementación, y (iii) los resultados obtenidos.	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en SAM (2019): CSA Guide Corporate Sustainability Assessment Methodology. Sustainalytics (2019): The ESG Risk Ratings. Methodology -Abstract. Versión 2.0 y la Web corporativa de VE.



5. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

Son diversos los retos a los que las agencias de rating de sostenibilidad deben enfrentarse en el actual contexto de riesgos globales. Entre ellos caben destacar 4 retos prioritarios: (i) la integración en el *mainstream* de los mercados financieros de la medición de la sostenibilidad corporativa, (ii) la superación de las limitaciones que presentan las metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa derivadas del carácter multidimensional y la complejidad del concepto de sostenibilidad, (iii) la medición de la contribución real a los ODS y (iv) la integración de riesgos globales de sostenibilidad en la medición de la sostenibilidad corporativa.

Respecto al primero de los retos, tras el estudio realizado, se ha podido constatar que cada vez más la sostenibilidad está siendo integrada en las valoraciones de los mercados financieros, como demuestra el hecho que tres de las mayores agencias crediticias del mundo (Moody's, S&P Global y Morningstar) estén integrando las evaluaciones de las principales agencias de rating de sostenibilidad o adquiriendo sus modelos de evaluación. Este proceso de fusiones y adquisiciones está dando lugar a empresas más grandes, más profesionalizadas y más conectadas con la industria financiera.

Por otro lado, las metodologías de evaluación de la sostenibilidad corporativa presentan dos grandes desafíos relacionados con la definición de indicadores de medición con una visión a largo plazo, que permitan la toma de decisiones estratégicas, y con la incorporación de las expectativas de los *stakeholders* en los procesos de evaluación, que ayuden a integrar en análisis cuantitativo una evaluación cualitativa. Para superar dichas limitaciones parece que la definición de metodologías para la evaluación de riesgos de sostenibilidad podría ser clave. De hecho, la medición de los riesgos de sostenibilidad, como se ha comentado previamente, se basa en la estimación de la probabilidad de ocurrencia de eventos ambientales y sociales y sus impactos (Boiral et al., 2020), lo que permite anticiparse a situaciones potencialmente adversas. Además, las metodologías de medición de riesgos permiten integrar el conocimiento experto de distintos *stakeholders* en el proceso de análisis para seleccionar y gestionar los riesgos identificados.

Con respecto a cómo las empresas están contribuyendo a los ODS, no parece una tarea fácil de analizar. Aunque las agencias de rating de sostenibilidad están haciendo esfuerzos por incorporar en sus sistemas de medición de la sostenibilidad corporativa este aspecto, no todas las agencias analizadas disponen de una metodología definida de medición de la contribución real a los ODS. Para poder medir la contribución a los ODS, la calidad de los datos proporcionados por las empresas es fundamental. Además, los sistemas de medición definidos no solo deben medir y amplificar la contribución positiva de la empresa a los ODS, también deben evaluar y proponer vías para reducir el impacto negativo en los ODS, y su capacidad para alcanzar las metas establecidas en los ODS.

La adecuada gestión de los riesgos globales ha supuesto un importante desafío tanto para empresas como para inversores. En este contexto, las agencias de rating parecen definir metodologías e indicadores para la evaluación de los riesgos ASG. Sin embargo, estas metodologías son muy diversas, y dependen de la definición de riesgo de sostenibilidad que estén contemplando las agencias de rating de sostenibilidad. Por otro lado, estas metodologías no incluyen la medición de los riesgos de sostenibilidad a lo largo de las cadenas de suministro, aguas arriba y aguas debajo de la organización evaluada. Las grandes cadenas de suministro globales son más vulnerables y exponen a las empresas a una gran cantidad de riesgos globales. En este contexto, se hace fundamental que las agencias de rating de sostenibilidad se replanteen sus sistemas de medición de riesgos para integrar la medición de riesgos ASG a lo largo de las cadenas de suministros.



Estos resultados abren el camino a estudios posteriores para la definición de marcos de evaluación de la sostenibilidad corporativa para el mercado financiero que incorporen los nuevos retos de la medición y permitan medir los riesgos globales de sostenibilidad de las organizaciones y por ende su contribución al desarrollo sostenible.

Este trabajo reflexiona sobre la evolución futura de las agencias de rating en sostenibilidad y en su papel impulsor de la sostenibilidad desde una perspectiva global y alineada con las metas establecidas por el marco político, la denominada Agenda 2030. No obstante, este trabajo presenta una serie de limitaciones a considerar y que abren nuevas avenidas de investigación. Caben destacar los constantes cambios en el mercado de la evaluación de la sostenibilidad con múltiples procesos de fusiones, adquisiciones y desaparición de agencias de calificación ASG, así como la selección de una serie de casos limitados para el análisis que puede hacer que no se muestren todas las particularidades de las agencias de rating de sostenibilidad, aunque creemos que la muestra cubre la tendencia principal. Además, este estudio, que se basa en la información suministrada en las páginas web de dichas agencias, se ve limitado por la falta de información pública y detallada sobre las evaluaciones de la sostenibilidad corporativa que realizan las agencias de rating de sostenibilidad y por el sesgo de los investigadores en la interpretación de los datos.

En trabajos futuros se espera abordar dichas limitaciones ampliando la muestra de estudio, así como estudiando de manera independiente la integración de cada ODS en el mercado financiero y, especialmente, en la evaluación de la sostenibilidad corporativa por parte de las agencias de rating de sostenibilidad.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Avetisyan, E., Hockerts, K. (2017). The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression. *Business Strategy and the Environment*, 26(3), 316-330.
- Aziz, N. A. A., Manab, N. A., Othman, S. N. (2015). Exploring the perspectives of corporate governance and theories on sustainability risk management (SRM). *Asian Economic and Financial Review*, 5(10), 1148-1158.
- Bebbington, J., and Unerman, J. (2018). Achieving the United Nations sustainable development goals. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31 (1), 2-24.
- Boiral, O., Henri, J.-F. (2017). Is sustainability performance comparable? A study of GRI reports of mining organizations. *Business & Society*, 56(2), 283-317.
- Boiral, O., Talbot, D., Brotherton, M.C. (2020). Measuring sustainability risks: A rational myth? *Business Strategy and the Environment*.
- Busch, T., Bauer, R., Orlitzky, M. (2016). Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues. *Business & Society*, 55(3), 303-329.
- Capelle-Blancard, G., Petit, A. (2017). The weighting of CSR dimensions: one size does not fit all. *Business and Society* 56, 919-943.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Clementino, E., Perkins, R. (2020). How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 1-19.
- Delmas, M., Blass, V. D. (2010). Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings, *Business Strategy and the Environment* 19 (4), 245- 260.
- Diez-Cañamero, B., Bishara, T., Otegi-Olaso, J. R., Minguez, R., Fernández, J. M. (2020). Measurement of Corporate Social Responsibility: A Review of Corporate Sustainability Indexes, Rankings and Ratings. *Sustainability*, 12(5), 2153.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., Nguyen, M. 2015. Measuring the level and risk of corporate responsibility—An empirical comparison of different ESG rating approaches. *Journal of Asset Management*, 16(7), 450-466.
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 915.
- Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M.J. Fernández-Izquierdo, M.A. (2010). Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *International Journal of Sustainable Economy*, Vol. 2 No. 4, pp. 442-461.
- Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. A., Rivera- Lirio, J. M. (2014). Lights and shadows on sustainability rating scoring. *Review of Managerial Science* 8, 559-574.
- European Commission. (2018). "Action Plan: Financing Sustainable Growth". Disponible en: https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en (Acceso febrero 2021).
- Hübel, B., & Scholz, H. (2020). Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings. *Journal of Asset Management*, 21(1), 52-69.
- Le Blanc, D. (2015). Towards integration at last? The Sustainable Development Goals as a network oftargets. *Sustainable Development*, 23 (3), 176-187.



- Lu, J., Liang, M., Zhang, C., Rong, D., Guan, H., Mazeikaite, K., & Streimikis, J. (2020). Assessment of corporate social responsibility by addressing sustainable development goals. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- Muñoz-Torres, M. J., Fernández-Izquierdo, M. Á., Rivera-Lirio, J. M., Escrig-Olmedo, E. (2019). Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 439-452.
- Pope, J., Annandale, D., Morrison-Saunders, A. (2004). Conceptualising sustainability assessment. *Environmental impact assessment review*, 24(6), 595-616.
- Saadaoui, K., Soobaroyen, T. (2018). An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
- SFDR (2019): Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088> (Acceso febrero 2021)
- Semenova, N., Hassel, L.G. (2016). The moderating effects of environmental risk of the industry on the relationship between corporate environmental and financial performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(1), 97– 114.
- SustainAbility Institute (2020): Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results. Disponible en: <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/> (Acceso febrero 2021).
- Weber, O., Hoque, A., Ayub Islam, M. (2015). Incorporating environmental criteria into credit risk management in Bangladeshi banks. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(1–2), 1–15.
- World Economic Forum (2021): Global Risks Report 2021, 16th Edition. Disponible en <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2021> (Acceso febrero 2021).
- Windolph, S. E. (2011). Assessing corporate sustainability through ratings: challenges and their causes. *Journal of Environmental sustainability*, 1(1), 5.

