



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE  
CALIFICACIÓN DE SOSTENIBILIDAD  
EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN:  
Estudio del ASG Rating en el IBEX-35  
(2006-2019)**

Autor: Cristina De Miguel Alvarez-Vieitez

Director: Dr. Natalia Cassinello Plaza

MADRID | Abril 2021

## RESUMEN

La finanzas sostenibles se han convertido en una corriente predominante dentro del mercado. Actualmente más de la mitad de los activos en Europa y el 25% en Estados Unidos, se encuentran gestionados bajo estrategias de inversión sostenible. Inversores, instituciones y compañías, han comenzado a introducir criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) en sus estrategias. La medición del ASG y la detección de las controversias asociadas, ha demostrado ser una estrategia eficaz de gestión del riesgo en la inversión.

Las agencias de calificación sostenible ofrecen un rating sobre la actuación ASG de las compañías. En este trabajo, se analizan dichas calificaciones sostenibles y se argumenta que la divergencia de metodologías no permite la correcta medición de la actuación ASG de las compañías. Se ha llevado a cabo un estudio acerca de la calificación ASG ofrecida por cuatro agencias para las empresas del IBEX-35 entre 2006 y 2019. Los resultados apuntan a la existencia de una baja correlación entre las calificaciones, que son difícilmente comparables. Las calificaciones parecen estar más relacionadas con variables como el tamaño o nivel de divulgación de información ASG por las compañías. La gestión de la materialidad y la creación de una metodología armonizada son indispensables para que las calificaciones de sostenibilidad se conviertan en herramientas eficaces para los inversores.

**Palabras clave:** Finanzas sostenibles, ISR, Inversión sostenible, ASG, ESG, Agencias de calificación sostenible, calificación ASG, divergencia de calificación, Ibex-35.

## ABSTRACT

Sustainable finance has become a predominant trend in the market. Currently more than half of the assets in Europe and 25% in the United States are managed under sustainable investment strategies. Investors, institutions and companies have started to introduce Environmental, Social and Governance (ESG) criteria into their strategies. ESG measurement and the detection of associated controversies has proven to be an effective investment risk management strategy.

Sustainable rating agencies provide a rating on the ESG performance of companies. In this paper, we analyze these sustainable ratings and argue that the divergence of methodologies does not allow the correct measurement of companies' ESG performance. A study has been carried out on the ESG rating offered by four agencies for the IBEX-35 companies between 2006 and 2019. The results point to the existence of a low correlation between the ratings, making them hardly comparable. The ratings seem to be more related to variables such as the size or level of ESG disclosure of the companies. The management of materiality and the creation of a harmonized methodology is essential for them to become effective tools for investors.

**Keywords:** Sustainable finance, SRI, sustainable investment, ASG, ESG, sustainable rating agencies, ESG rating, rating divergence, Ibex-35.

## ÍNDICE

I.	INTRODUCCIÓN.....	8
1.1	Justificación del tema .....	8
1.2	Objetivo del trabajo .....	10
1.3	Metodología.....	10
1.4	Estructura.....	11
II.	LAS FINANZAS SOSTENIBLES: CONCEPTO, CRITERIOS ASG Y ESTRATEGIAS .....	12
2.1	Las Finanzas Sostenibles: Evolución del concepto de Inversión Social y Responsable 13	
2.2	Criterios ASG: Ambiental, Social y de Gobernanza: .....	16
2.2.2	Criterios Ambientales.....	17
2.2.3	Criterios Sociales .....	18
2.2.4	Criterios de Gobernanza.....	18
2.3	Formas de integración de los criterios ASG en las inversiones .....	21
2.3.1	Métodos de integración sostenible .....	21
2.3.2	Situación actual .....	23
III.	EL INVERSOR SOSTENIBLE.....	26
3.1	Perfil del inversor institucional en ASG .....	27
3.2	Perfil del inversor minorista en ASG.....	28
IV.	DIVULGACIÓN EMPRESARIAL DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA	32
V.	AGENCIAS DE CALIFICACIÓN.....	37
5.1	Índices ASG.....	40
5.2	La Calificación ASG .....	42
5.2.1	Metodología empleada .....	44
5.2.2	Principales Agencias de calificación.....	45
5.3	¿Lo están haciendo bien las Agencias ? “Rate the Raters” .....	47
5.3.1	Armonización.....	49
5.3.2	Materialidad .....	52
VI.	RENTABILIDAD-RIESGO-SOSTENIBILIDAD .....	54
VII.	ANÁLISIS EMPÍRICO: Caso ASG en el IBEX-35 .....	57
7.1	Muestra y Metodología.....	57
7.2	Análisis empírico: la divergencia de criterios ASG en el IBEX-35 .....	58
7.2.1	Comparativa ESG Rating Global del IBEX-35 desde 2006-2019 por agencia: .....	58
7.2.2	Divergencia de ESG Rating Global y por factores del IBEX-35 en 2019:.....	63
7.2.3	Estudio de los factores A-S-G en las empresas del IBEX-35 en 2019: .....	69
7.2.4	Estudio sectorial del ESG del IBEX-35 en 2019:.....	72
7.2.5	Relación de la capitalización bursátil y ASG del IBEX-35 en 2019: .....	76
7.2.6	Comparativa de empresas Top y Bottom según criterio ASG del IBEX-35 .....	78
7.3	Conclusiones.....	82

VIII. CONCLUSIONES .....	84
BIBLIOGRAFÍA.....	89
ANEXOS .....	98

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura Nº 1: Criterios ASG de las Agencias MSCI (2016), Refinitiv (2020) y FTSE Rusell (2021).....	19
Figura Nº 2: Métodos de integración de la sostenibilidad en las inversiones .....	22
2.3.2 Situación actual .....	23
Figura Nº 3: Estrategias de Inversión Sostenible por área geográfica .....	24
Figura Nº 4: Interés generacional por la Inversión ASG.....	29
Figura Nº 5: principales causas de disuasión para adoptar estrategias de inversión sostenible.....	35
Figura Nº 6: Incremento en el número de compañías divulgando información no financiera según CDP (2020) .....	36
Figura Nº7: Resumen de las características de las principales Agencias ASG.....	46
Figura Nº 8: Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Bloomberg en el IBEX-35 (2006-2019) .....	58
Figura Nº9: Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Sustainalytics en el IBEX-35 (2014-2019) .....	60
Figura Nº10: Evolución Histórica de la calificación Total ASG de S&P en el IBEX-35 (2016-2019).....	61
Figura Nº11: Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Refinitiv en el IBEX-35 (2006-2019).....	62
7.2.2 Divergencia de ESG Rating Global y por factores del IBEX-35 en 2019: .....	63
Figura Nº 12: Tabla de correlaciones entre las variables. Año 2019 .....	64
Figura Nº13: Gráfico de barras de cada agencia de rating y diagrama de dispersión por parejas de agencias. (2019) .....	64
Figura Nº14: Correlaciones Factor Ambiental. Año 2019 .....	66
Figura Nº15: Correlaciones Factor Social. Año 2019.....	67
Figura Nº16: Correlaciones Factor Gobierno. Año 2019.....	68
Figura Nº17: Calificaciones ASG de las empresas del IBEX-35 en Bloomberg, Sustainalytics, S&P y Refinitiv (2019) .....	69
Figura Nº18: Compañía con calificaciones más dispersas de cada Agencia (2019).....	70

Figura N°19: Calificación ASG por media de sectores del IBEX-35 en Bloomberg, Sustainalytics, S&P y Refinitiv .....	72
Figura N°20: Dispersión de las calificaciones ASG por sector.....	73
Figura N°21: Dispersión de las calificaciones Ambientales por sector.....	73
Figura N°22: Dispersión de las calificaciones Sociales por sector .....	74
Figura N°23: Dispersión de las calificaciones de Gobernanza por sector.....	74
Figura N°24: Compañías del IBEX-35 mejor y peor calificadas en ASG (en media) y compañías con mayor y menor capitalización (2019).....	77
Figura N°25: Cotización y capitalización media de los grupos Top y Bottom del IBEX-35 (2019-2020).....	79
Figura N°26: Volatilidad y variación de cotización y capitalización en los grupos Top y Bottom del IBEX-35 (2019-2020) .....	80
Figura N°27: Dispersión de las Calificaciones ASG de los grupos Top y Bottom de las empresas del IBEX-35 (2019).....	81
Figura N°28: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019). Bloomberg.....	102
Figura N°29: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 .....	103
(2006-2019). Sustainalytics.....	103
Figura N°30: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019). S&P .....	104
Figura N°31: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35.....	105
(2006-2019). Refinitiv.....	105
Figura N°32: Tabla resumen de las compañías del IBEX-35 y su Ticker.....	106
Figura N°33: Mejores y Peores compañías del IBEX-35. Calificadas por Bloomberg en 2019.....	107
Figura N°34: Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por Sustainalytics en 2019 .....	107
Figura N°35: Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por S&P en 2019 .....	108
Figura N°36: Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por Refinitiv en 2019.....	108
Figura N°37: Sectores y subsectores del IBEX-35.....	109
Figura N°38: Clasificación de las empresas del IBEX-35 por sector.....	109
Figura N°39: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Bloomberg (2006-2019) .....	110
Figura N°40: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Sustainalytics (2014-2019).....	110

Figura N°41: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en S&P (2016-2019).....	111
Figura N°42: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Refinitiv (2006-2019).....	111
Figura N°43: Cotización y calificación ASG del Sector Energía del IBEX-35 (2010-2019).....	112
Figura N°45: Capitalización y Calificación ASG de las compañías del IBEX-35 por Agencia.....	114
Figura N°46: Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35.....	115
Figura N°47: Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35.....	116

## ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I: Descripción de las Principales Calificaciones ASG.....	98
Anexo II: Opinión individual de las Calificaciones: análisis Rate the Raters 2019 y 2020 .....	101
Anexo III: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019).....	102
Anexo IV: Tabla resumen de las compañías del Ibex-35 y su Ticker.....	106
Anexo V: Tablas resumen de las compañías mejo y peor calificadas del IBEX-35 por cada Agencia (2019).....	107
Anexo VI: Sectores del IBEX-35 y empresas contenidas en cada sector .....	109
Anexo VII: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 .....	110
Anexo VIII: Análisis de la cotización y calificación ASG del Sector de Petróleo y Energía del IBEX-35 .....	112
Anexo IX: Capitalización de las empresas del IBEX-35 por sector .....	113
Anexo X: Capitalización y calificación ASG en 2019.....	114
Anexo XI: Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35.....	115

## **GUÍA DE ABREVIATURAS Y SIGLAS**

**ASG:** Ambiental, Social y Gobernanza

**AUM:** Assets Under Management (Activos bajo control)

**CDP:** Carbon Disclosure Project

**CNMV:** Comisión Nacional de Mercados y Valores

**ESG:** Environmental, Social and Governance

**ESMA:** Autoridad Europea de Valores y Mercado

**FASG:** Financiero, Ambiental, Social y Gobernanza

**GRI:** Global Responsible Investment

**GSIA:** Alianza Global de las Inversiones Sostenibles

**ISR:** Inversión Social y Responsable

**KPI:** Key Performance Indicators

**ODS:** Objetivos de Desarrollo Sostenible

**PRI:** Principios de Inversión Responsable

**RSC:** Responsabilidad Social Corporativa

# I. INTRODUCCIÓN

## 1.1 Justificación del tema

Durante las últimas décadas, los mercados han experimentado una creciente tendencia hacia la inversión sostenible, abogando por inversiones a más largo plazo y a valorar no sólo la rentabilidad de la misma, sino también su actuación en cuanto a responsabilidad con la sociedad. Esto ha supuesto el nacimiento de las finanzas sostenibles.

El término de Finanzas Sostenibles fue acuñado en 1992 por el programa medioambiental de Naciones Unidas, y definido como una financiación que apoye el desarrollo sostenible en tres dimensiones: la económica, medioambiental y social (Ryszawska, 2016). Como resultado de este proceso, la inversión sostenible ha pasado a ocupar una posición central y a ser una tendencia que ha llegado para quedarse. Frente a la forma tradicional de inversión, surge la demanda de criterios basados en aspectos ambientales, sociales, y de gobierno corporativo denominado por sus siglas ASG) con la finalidad de capturar una mayor rentabilidad en la inversión y reducir riesgos. Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV, 2020)

El apoyo a las finanzas sostenibles se muestra con los más de 3000 signatarios de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de las Naciones Unidas, quienes se han comprometido a incorporar las cuestiones ASG en el análisis de las inversiones y en el proceso de toma de decisiones. (Escrig-Olmedo et al., 2018). Según los datos más reciente revelados por Naciones Unidas, estos inversores gestionan más de 103,4 billones de dólares en activos, habiendo crecido un 20% dicha cuantía respecto al año anterior (UN PRI , 2020).

Este proceso se vio acelerado con la crisis financiera de 2008, a raíz de la cual, los mercados empezaron a exigir una mayor divulgación de información no financiera para poder tomar decisiones de inversión.

Por otra parte, las calificaciones en ASG se han convertido en un producto indispensable para los inversores institucionales y minoristas, al igual que para las compañías que también hacen uso de dichas calificaciones para valorar y mejorar su actuación sostenible (Escrig-Olmedo et al., 2018). Con este fin las empresas divulgan información acerca de sus actuaciones sostenibles que debe ser analizada y comparada por los inversores.

En respuesta a la creciente demanda de los inversores de esta información, han surgido las agencias de calificación de sostenibilidad, quienes elaboran tanto índices como ratings basados en la actuación en ASG de las compañías (Escrig-Olmedo et al., 2018).

Sin embargo, hasta la fecha, estos ratings son elaborados de manera aindividual y arbitraria por cada agencia, lo que que los resultados sean dispares y difícilmente comparables entre agencias .

En este contexto es necesario, que las agencias aborden el problema de la divergencia cuanto antes, focalizándose en dos áreas esenciales: la armonización de la metodología y la detección de los atributos a los que debe darse mayor peso en las calificaciones atendiendo al sector en el que opera la compañía y su capacidad de afectar al resultado financiero de la compañía (Sustainalytics, 2020), esto es lo que se conoce como el problema de la materialidad (Berg et al., 2019).

Para ello, es necesario conocer en qué consiste la inversión sostenible y la información disponible de compañías y agencias de calificación identificando las limitaciones y divergencias entre ellas para la toma de decisiones.

## **1.2 Objetivo del trabajo**

El objetivo del presente trabajo es doble, por una parte, estudiar el perfil del inversor sostenible y el papel que juegan las agencias de rating sostenible dentro del panorama actual de las inversiones con criterios ASG. Posteriormente analizar empíricamente las características y divergencias en el rating de sostenibilidad de las empresas del IBEX-35 desde 2006 a 2019.

Se parte de la hipótesis: que las agencias de rating proporcionan calificaciones dispares y heterogéneas por las metodologías utilizadas. Para ello se analizarán las principales divergencias, teniendo en cuenta los sectores y el tamaño por su capitalización bursátil de las empresas del IBEX-35

## **1.3 Metodología**

En cuanto a la metodología empleada para la realización de este trabajo en primer lugar, se ha realizado una revisión de la literatura existente sobre la evolución y situación actual de las inversiones sostenibles, haciendo especial hincapié en la búsqueda relacionada con el desarrollo y el papel de las agencias de calificación. Este análisis descriptivo es de gran importancia para comprender la evolución y el estado actual del mundo financiero con criterios ASG y servirá de base para comprender la problemática existente en torno al ASG rating y el análisis cuantitativo propuesto. Para realizar tal análisis se ha hecho uso de las diferentes bases de datos ofrecidas por la Biblioteca de la Universidad (EBSCO, WoS y Dialnet principalmente) y también Google Scholar y artículos no académicos específicos.

En segundo lugar, para la elaboración del análisis cuantitativo se han recabado datos financieros de las acciones y ratings ASG en bases de datos económico- financieras como Bloomberg y Thomson Reuters. Información completada con los datos de mercado, informes de expertos e informes tanto financieros como no financieros publicados por agencias, instituciones y compañías de interés. Se han descargado los datos en excell para su análisis y se ha completado el estudio con un análisis en Notebook de Jupyter (usando el lenguaje Python) para analizar la dispersión de los datos entre los ratings.

Para la realización de este análisis empírico, la información recabada ha permitido realizar el análisis sobre las calificaciones de sostenibilidad concedidas por distintas agencias de rating a las empresas del IBEX-35. Se ha realizado un estudio comparativo de los indicadores ASG elaborados por 4 empresas de rating (Bloomberg, S&P, Sustainalytics y Thomson Reuters) así como de las calificaciones individuales de cada pilar del ASG (Ambiental, Social y Gobierno Corporativo).

#### **1.4 Estructura**

El trabajo se estructura en 7 apartados. En primer lugar, se realiza una introducción al concepto de las finanzas sostenibles, la inversión con criterios ASG y la problemática de la medición de dichos criterios (apartados I y II). Posteriormente se analiza el perfil del inversor sostenible y la necesidad de disponer de información no financiera divulgada por las empresas, que facilite su toma de decisiones (apartado III y IV). En el apartado V se analizan las agencias de calificación de sostenibilidad como intermediarios en el mercado encargados de elaborar instrumentos como índices y ratings de sostenibilidad que sirvan como parámetros de referencia para los diferentes agentes del mercado. En el apartado VI la literatura muestra como el incluir el factor ASG en las decisiones de inversión pueden reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad.

En el apartado VII se realiza un análisis empírico de los ratings de sostenibilidad de las empresas del IBEX-35 para confirmar la dispersión entre los ratings y analizar las calificaciones entre ellas por sectores y criterios de ASG. Finalmente, las conclusiones del trabajo, que confirman la dispersión y necesidad de una mayor homogeneidad en la medición de los factores ASG (VII).

## II. LAS FINANZAS SOSTENIBLES: CONCEPTO, CRITERIOS ASG Y ESTRATEGIAS

En las últimas décadas hemos atendido a una silenciosa revolución dentro del sector financiero (Ryszawska, 2016). Ha tenido lugar un desplazamiento del eje en el mundo de las inversiones desde el modelo neoclásico a modelos relacionados con las finanzas sostenibles debido a una creciente concienciación de los diferentes agentes del mercado de la importancia de incluir criterios de sostenibilidad y justicia social en las inversiones.

Mike Townsend, en su libro *The Quiet Revolution*, recoge que: *“Estamos en una nueva era. Los sistemas, reglas y comportamientos que llevaron al éxito de los negocios en el siglo XXI ya no funcionan. (...) Hay una gran duda sobre si nuestro sistema económico nos permitirá hacer la transición necesaria a un mundo más sostenible o si estamos atrapados en un curso de colisión fatal”*. (Townsend, 2016).

A continuación, se describe en qué consisten las finanzas sostenibles, cuáles son los tres factores a tener en cuenta para la medición de la sostenibilidad, así como las estrategias principales de la inversión sostenible.

## **2.1 Las Finanzas Sostenibles: Evolución del concepto de Inversión Social y Responsable**

El concepto de finanzas sostenibles fue definido en la Primera Cumbre para la Tierra celebrada en Río en 1992 por el Programa Ambiental de las Naciones Unidas. El término hace referencia al sistema financiero que apoya el desarrollo sostenible teniendo en cuenta tres áreas diferentes: la medioambiental, la social y la de gobierno corporativo, áreas introducidas en la toma de decisiones por parte de reguladores, supervisores, intermediarios financieros, empresas y particulares (EBA, 2020).

En su origen destacaron los impulsos procedentes de organismos internacionales, quienes, conscientes del reto que la construcción de un sistema financiero sostenible suponía y de la importancia de cambiar la mentalidad de los agentes del mercado, elaboraron diferentes instituciones con el objetivo de interactuar tanto con inversores como con los Estados.

No existe una definición pacífica sobre la Inversión Sostenible y Responsable (ISR), ya que existen muchos términos asociados a este concepto que abarcan dimensiones diferentes de las finanzas sostenibles (inversión sostenible, inversión ética, inversión de impacto...). La mayoría de ellos carecen de definiciones formales, y a menudo se utilizan indistintamente (PRI, 2020). En los Principios de Inversión Responsable (PRI, 2020) esta se define como una estrategia para incorporar factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en las decisiones de inversión y en la propiedad activa.

En 2006, en el seno de las Naciones Unidas se elaboraron los Principios de Inversión Responsables mediante la colaboración conjunta de esta organización y 20 inversores institucionales, de entre los más grandes del mundo. El resultado de esta cooperación fue la creación de 6 principios de inversión responsable que buscan la incorporación de criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG) al proceso de inversión. Dichos principios pueden ser voluntariamente asumidos por los inversores mediante la adhesión a este tratado. Desde entonces, se han convertido en el referente mundial sobre inversión responsable, contando actualmente con más de 3.000

signatarios quienes gestionan conjuntamente un total de 103 billones de dólares (UN PRI, 2020).

En los últimos años se observa un creciente compromiso de los Estados y empresas con el desarrollo Sostenible. En 2016 tuvo lugar el Acuerdo de París por el cambio climático, contando con más de 195 Estados signatarios. Anteriormente, en 2015, se desarrolló la Agenda 2030 adoptada por todos los miembros de la ONU con la determinación de 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) (Fontrodona et al., 2020).

La Unión Europea, uno de los principales impulsores de la ISR, comenzó en 2018 una iniciativa legislativa consistente en la elaboración de una taxonomía homogeneizada y común para paliar las deficiencias derivadas de la falta de un marco normativo consistente en materia ASG (Fontrodona et al., 2020). La Comisión Europea estableció un plan centrado en 3 objetivos y 10 acciones. Los objetivos se centran en conseguir un crecimiento sostenible a través de la inclusión de criterios ASG en las estrategias de inversión, gestionar los riesgos financieros posibles derivados de cambios ambientales y sociales, así como fomentar la transparencia y la orientación a inversiones a largo plazo. Entre las 10 acciones cabe destacar, la creación por parte de la Unión Europea de un sistema de clasificación de las actividades que engloba el término de sostenibilidad y una taxonomía unificada, así como la integración de los criterios de sostenibilidad en los ratings y los estudios de mercado de las empresas (Coleton, et al., 2020).

Destacan otras instituciones como la Alianza Global de Inversión Sostenible (por sus siglas en inglés GSIA) cuyo objetivo es dar mayor visibilidad, cohesión y efectividad a la evolución y consolidación de la inversión sostenible a nivel mundial. Entre sus miembros, destaca el Foro Europeo de Inversión Sostenible (Eurosif) o el Foro Americano para la Inversión Responsable y Sostenible (USSIF). España también cuenta con su propio foro de apoyo a las finanzas sostenibles denominado Spainsif.

La demanda de productos financieros sostenibles es cada vez mayor, y aunque, inicialmente este cambio fue promovido por inversores institucionales, está en aumento el número de agentes del mercado interesados en la ISR. Por lo tanto, se ha generalizado

cada vez más la importancia de incorporar factores ASG dentro de los criterios de inversión y en la definición de las estrategias corporativas.

Para el desarrollo de un sistema financiero sostenible, es necesario que los diferentes agentes del mercado tengan acceso a información fiable y relevante en ASG. Surgieron así a finales del siglo pasado las agencias de calificación de Sostenibilidad, las cuales introducen criterios ASG en la valoración y rating de las empresas y en la elaboración de sus índices (Escrig-Olmedo et al., 2018).

## **2.2 Criterios ASG: Ambiental, Social y de Gobernanza:**

De acuerdo con la definición dada por Spainsif, la Inversión Socialmente Responsable (ISR) se define como: “aquella filosofía de inversión que desde una aproximación a largo plazo integra los criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de la cartera de inversión” (2018). Además de los criterios estrictamente financieros (rentabilidad, riesgo y liquidez), la inversión sostenible incluye criterios ASG. (CNMV, 2020)

El origen del término ASG (ESG por sus siglas en inglés) para referirse a los criterios de inversiones sostenibilidad tiene su origen en un estudio de 2004 Who Cares Wins ((UN Global Compact, 2004).

El ASG comprende factores de sostenibilidad que afectan a la valoración de las acciones, hechos que afectan al entorno de la empresa y los riesgos que lleva asociados. Se habla así de factores, situaciones y riesgos ASG.

La cuestión relevante en este asunto es cómo se definen los términos ASG y qué conceptos engloba cada término. Estos marcos conceptuales no están cerrados, existiendo diferentes taxonomías y contenidos según los distintos organismos internacionales, instituciones financieras o empresas privadas. Entre ellas destacar la clasificación de la ONU en 2016 y la realizada por el sector bancario en base a una encuesta realizada por la EBA a las entidades de crédito en 2020. Por su parte las agencias de rating sostenibles también han aportado distintas variables a considerar en la medición de cada factor ASG.

Sin embargo, no hay homogeneidad de criterios, sino una divergencia que dificulta la medición y comparación de los criterios ASG. Esto pone de manifiesto la necesidad de buscar una definición común y que permita una medición para una mejor valoración y gestión de riesgos.

### *2.2.1 Definición de los términos ASG en las agencias de rating sostenible*

Las agencias de calificación de sostenibilidad, evalúan tanto criterios ASG como el resultado financiero de las compañías para ofrecer una valoración de sostenibilidad. Sin embargo, cada agencia de rating utiliza una metodología de investigación y

ponderación propia, incluyendo dentro de la A, S y G indicadores diferentes (Fernández Izquierdo et al., 2018). Además, la evidencia sugiere que los criterios incluidos dentro de los tres pilares ha ido cambiando a lo largo del tiempo, adaptándose en cada momento a las preocupaciones actuales y la concepción que se tuviera de la ISR. Varios estudios han analizado la evolución de los criterios contenidos en los tres pilares durante el periodo comprendido entre 2008 y 2018 (Escrig-Olmedo et al., 2018; Fernández Izquierdo et al., 2018), concluyendo que las agencias de calificación ASG han ido integrando nuevos criterios en sus modelos de evaluación para evaluar el rendimiento de las empresas de forma más consistente y precisa. Sin embargo, cada agencia de calificación ASG considera relevantes diferentes componentes individuales de la ISR. Esto implica que los ratings no son homogéneos ni entre agencias, ni en algunas ocasiones en series temporales.

Es por tanto necesario, pasar a analizar a qué nos referimos por criterios Ambientales, Sociales o de Gobernanza, cómo han evolucionado estos criterios en el tiempo y cómo son incorporados por las diferentes agencias de rating en la calificación que proporcionan.

### *2.2.2 Criterios Ambientales*

Este es el primero de los tres pilares del ASG. Tiene en cuenta actividades empresariales que puedan tener un impacto medioambiental positivo o negativo. Algunos ejemplos son la lucha contra el cambio climático, la eficiencia energética, (CNMV, 2020), el trato animal, el uso de energías renovables o las innovaciones hechas en estos campos.

En su conjunto, los resultados del estudio llevado a cabo por Escrig Olmedo et al. (2018) muestran que ha habido un creciente interés por las cuestiones medioambientales durante el periodo de estudio (2008-2018). En 2008, los criterios más utilizados versaban sobre la política y gestión ambiental criterio que fue incluido por la totalidad de las agencias analizadas en su metodología (100%), sobre emisiones (62,5%) y el cambio climático (50%). Por su parte, en 2018, los principales criterios analizados siguieron siendo la política/gestión ambiental pero en menor medida (87,5%), y la protección de la biodiversidad (87,5%). Se incluyeron nuevos criterios de evaluación por

parte de las agencias de calificación como el cambio climático (75%), y la gestión/reducción de residuos (75%).

### *2.2.3 Criterios Sociales*

En este segundo pilar se Incluyen aspectos relacionados con la salud, los derechos humanos, los derechos de los trabajadores, la diversidad e inclusión así como la satisfacción de los trabajadores y el apoyo proporcionado a los mismos. (Tucker III and Jones, 2020)

En 2008, las agencias de calificación incluían como criterios más relevantes de este pilar el desarrollo del capital humano y su formación (100%), los derechos humanos (87,5%) y las relaciones con la comunidad (87,5%). Por su parte, en 2018 se dio mayor peso a la gestión laboral, a la calidad de las condiciones de trabajo, la salud y la seguridad (Escrig-Olmedo et al., 2018) así como el respeto de la libertad sindical y libertad de asociación, gestión de la cadena de suministro (Fernández Izquierdo et al., 2018) y la protección de datos.

### *2.2.4 Criterios de Gobernanza*

El último de los pilares aúna los criterios sobre Buen Gobierno Corporativo. Se refieren a cuestiones de gobierno corporativo de la empresa, relacionados íntimamente con la estructura empresarial y que analizan las políticas y planes de Responsabilidad Social Corporativos. Se tienen en cuenta factores como la cultura de la compañía, la diversidad e independencia del órgano de gobierno, la rendición de cuentas, la existencia de brecha salarial, la no discriminación de los trabajadores por sexo, edad o capacidad (CNMV, 2020).

En el análisis realizado en 2008 destacaron criterios como las funciones y comités de gobierno corporativo (100%), la estructura del consejo de administración (75%) y la política de remuneración de administradores y altos cargos (62,5%). (Escrig-Olmedo et al., 2018).

La situación en 2018 no ha variado mucho en este pilar, con la excepción de las políticas de anticorrupción y soborno, (72,2%) posicionándose como el segundo criterio más analizado por las agencias de calificación. (Fernández Izquierdo et al., 2018)

A continuación se presenta una tabla a modo de resumen con los criterios incluidos en cada uno de los pilares por algunas de las agencias de calificación ASG más importantes

**Figura N° 1:** Criterios ASG de las Agencias MSCI (2016), Refinitiv (2020) y FTSE Rusell (2021)

	<b>MSCI</b>	<b>Refinitiv</b>	<b>FTSE Rusell</b>
<b>Ambiental</b>	Cambio climático, Uso de recursos naturales, contaminación y residuos Oportunidades medioambientales	Uso de recursos Emisiones Innovación	Biodiversidad Cambio climático Contaminación Seguridad del agua
<b>Social</b>	Capital humano (salud y seguridad) Responsabilidad del producto, oposición de los grupos de interés, oportunidades sociales	Mano de obra Derechos humanos Comunidad Responsabilidad del producto	Responsabilidad del cliente Salud y seguridad Derechos humanos Normas laborales Cadena de suministro
<b>Gobernanza</b>	Gobierno corporativo (consejo, sueldos, propiedad, contabilidad) <u>Eticidad</u> del negocio, políticas de anti- corrupción y soborno	Gestión Accionistas Estrategia de RSC	Anticorrupción Gobierno corporativo Gestión de riesgos Transparencia fiscal

*Fuente: Elaboración propia basada en información proporcionada por FTSE Rusell, 2021; Refinitiv, 2020; J.P. Morgan Chase & Co., 2016*

Como se puede observar la heterogeneidad se deriva de que cada agencia fija los indicadores clave a medir (KPIs, por sus siglas en inglés Key Performance Indicators) que variarán dependiendo de la industria en la que opere la compañía analizada. Este

problema, ha sido estudiado por académicos (Berg, 2019; Billio et al., 2020) y puesto de manifiesto por organizaciones como la Autoridad Europea de Valores y Mercados (por sus siglas en inglés ESMA, 2021), quien ha solicitado a la comisión Europea que revise el reglamento sobre las agencias de calificación de sostenibilidad para atacar este problema de la falta de armonización y el tratamiento de la materialidad financiera atendiendo a la industria valorada.

## **2.3 Formas de integración de los criterios ASG en las inversiones**

Una de las tendencias más importantes en la gestión de carteras durante la última década ha sido la incorporación de criterios ASG en las políticas de inversión. Esto, es una tendencia mundial, no pudiendo supeditarse a un área geográfica concreta. Según la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA, 2016), a principios de 2014 se gestionaban 21,4 billones de dólares a través de alguna forma de Inversión Socialmente Responsable (ISR), lo que representaba alrededor del 30% del total de activos mundiales gestionados. De 2012 a 2014, los activos bajo gestión ISR aumentaron más del 60%, frente a un aumento del 15% de las estrategias convencionales.

La Alianza Global de la Inversión Sostenible (GSIA) (2012) elaboró una definición inclusiva de la inversión sostenible, definiendo siete estrategias primordiales de inversión las cuales denomina colectivamente como Inversión Sostenible (IS) o Inversión Socialmente Responsable (ISR).

### *2.3.1 Métodos de integración sostenible*

Las 7 estrategias de inversión definidas por la GSIA en el Informe Global de las Inversiones Sostenibles (2012) se han asentado como estándares globales de clasificación. A continuación se hace un breve resumen de cada una de ellas:

**Figura N° 2: Métodos de integración de la sostenibilidad en las inversiones**

<b>Método</b>	<b>Descripción</b>
<b>1. Método de exclusión o screening negativo:</b>	Excluir del universo de inversión mediante la aplicación de filtros, aquellas industrias o empresas cuya actividad se considere contraria a los criterios ASG. (Castro Lores, 2019) Suelen descartarse sectores como el armamentístico, el del tabaco, alcohol... (Fernández Izquierdo et al., 2018) Forma de inversión sostenible más extendida en Europa y Estados Unidos.
<b>2. Método de screening basado en normas</b>	Subcategoría de filtrado, donde son excluidas del universo de inversión aquellas empresas que violen determinados estándares o normas de inversión ASG. Algunos de los marcos de referencia empleados son: Los tratados de la ONU, la Declaración de Derechos Humanos de la ONU, las pautas de la OCDE... (PRI, 2018)
<b>3. Método de filtrado o screening positivo:</b>	Subcategoría de filtrado, basada en la búsqueda las compañías más socialmente responsables para invertir en ellas: <ul style="list-style-type: none"> <li>- <u>Inversión Best-In-Class</u>: invertir en aquellas compañías que hayan tenido mejores rendimientos que sus competidores en criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo. (Castro Lores, 2019)</li> <li>- <u>Inversión Best-Effort</u>: invertir en empresas que hayan tenido mayores incrementos en medidas de sostenibilidad con la intención de incentivar sus esfuerzos y evitar que se estaquen.</li> </ul>
<b>4. Método de Inversión temática:</b>	Invertir en activos vinculados al desarrollo de la sostenibilidad, centrándose en cuestiones específicas del ASG ( cambio climático, la eco-eficiencia, huella de carbono...) (Castro Lores, 2019)
<b>5. Método de integración en ASG:</b>	Integración de factores ASG en el análisis financiero tradicional por medio de un proceso sistemático y el uso de fuentes de investigación adecuadas. (Castro Lores, 2019) El proceso de integración se centra en el impacto potencial de las cuestiones ASG en las finanzas de la empresa (positivo y negativo), que a su vez pueden afectar a la decisión de inversión.
<b>6. Método de propiedad activa o active ownership:</b>	Mantenimiento de un compromiso activo con las compañías en cartera: ejercicio de la propiedad activa, del voto de las acciones y mantenimiento de un compromiso activo con la empresa en materia de ASG. Se trata de una forma de inversión a largo plazo, que busca influir en el comportamiento, aumentando la divulgación y transparencia de la sostenibilidad.
<b>7. Método de inversión de impacto</b>	Inversión de impacto: inversiones realizadas en empresas, organizaciones y fondos con la intención explícita de generar impacto social o ambiental y obtener un rendimiento financiero. (Fernández Izquierdo et al., 2018)

*Fuente: Elaboración propia basada en información de (Castro Lores, 2019), (PRI, 2018), (Fernández Izquierdo et al., 2018)*

Es común encontrar inversores que aplican varias de estas metodologías de forma combinada, siendo por tanto, complementarias y no exclusivas. (CaixaBank RSC, 2020)

### 2.3.2 *Situación actual*

Según el informe del GSIA (2018) la estrategia de inversión sostenible más extendida a nivel mundial sigue siendo el método de exclusión. El cual, en 2018, contaba con un total de 19,8 billones de dólares en activos gestionados, a pesar de haber sufrido un pequeño receso a nivel global a favor de las estrategias de inversión activas. (GSIA, 2018) Destaca así el creciente uso del método de integración ASG, que ha crecido un 69% en los últimos dos años, hasta alcanzar los 17,5 billones de dólares en activos bajo gestión.

Aunque los activos gestionados bajo inversión temática positive screening o Best-In-Class son menos abundantes, han experimentando una tendencia de uso creciente durante los últimos años. A comienzos de 2018 había un total de 1,8 billones de dólares gestionados bajo criterios de positive screening, 1 billón en inversión temática de sostenibilidad y 444.000 millones bajo inversión de impacto. La única metodología que ha experimentado una bajada en el volumen es el screening basado en normas, el cual ha descendido un 24% respecto a 2016.

El número de los activos gestionados bajo criterios ASG experimentó un crecimiento del 25% entre 2014 y 2016 (GSIA, 2016) y un 34% entre 2016 y 2018 (GSIA, 2018). Podemos concluir que la inversión sostenible ha pasado de ser un nicho en el mundo de la inversión donde los principales criterios seguidos se debían a criterios éticos, a convertirse en una de las corrientes principales de gestión de carteras, habiéndose desarrollado múltiples métodos y estrategias a seguir. La inversión sostenible supone actualmente el 50% de los activos gestionados profesionalmente en Australia, Canadá, Europa y Nueva Zelanda, el 25% de las inversiones en Estados Unidos y el 18% en Japón. Además, se trata de un mercado en expansión por lo que podemos esperar aún mayor crecimiento y afianzamiento en los próximos años.

Un estudio realizado por Amel-Zadeh y Serafeim (2018), titulado “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey”, reveló que el 63% de los encuestados aplicaban estrategias de inversión sostenibles porque son sustancialmente relevantes para el rendimiento de las inversiones. Mientras que tan sólo el 33% dijo que se tratara de una responsabilidad ética. (Patel, 2018)

Este cambio en el perfil del inversor de motivación ética a motivación financiera ha supuesto también un cambio en las estrategias de inversión a seguir. Los segundos son significativamente más propensos a implementar estrategias de integración, mientras que las motivaciones éticas están relacionadas con una mayor probabilidad de uso de estrategias de selección negativa y positiva (Patel, 2018).

La actual distribución de las estrategias por área geográfica se encuentra resumida en la siguiente tabla:

**Figura N° 3: Estrategias de Inversión Sostenible por área geográfica**

País	Situación Actual
Europa	<p>Más de 13,6 billones de dólares gestionados bajo estrategias de inversión sostenible. Mercado con el mayor volumen de inversión sostenible a pesar de haber sufrido una pérdida relativa de importancia entre 2016 y 2018 pasando a representar del 53% al 49% de los activos totales gestionados.</p> <p>Destaca el endurecimiento legislativo que ha tenido lugar durante estos años. El método de exclusión es el de mayor uso.</p> <p>Más de las tres cuartas partes de la selección basada en normas tiene lugar en Europa.</p>
Estados Unidos	<p>País que ha experimentado el crecimiento más rápido entre 2012 y 2014 (76%) frente a una media de crecimiento mundial de aproximadamente el 50%.</p> <p>Mayor proporción de los activos mundiales en inversión temática, inversión de impacto, inversión Best-In-Class e integración ASG.</p>
Japón	<p>Incremento del 300% entre los años 2016 (540.000 millones de dólares) y 2018(2,18 billones de dólares) del número de activos gestionados bajo criterios sostenibles.</p> <p>Representa el 7% de los activos de inversión sostenible a nivel mundial, pero, curiosamente,</p> <p>El método de active ownership constituyen la estrategia predominante, gestiona el 13% de los activos globales que siguen esta estrategia de inversión.</p>
Canadá	<p>Canadá posee el 6% de los activos mundiales de inversión con criterios ASG.</p> <p>El 17% de los activos gestionados bajo el método de selección basada en normas se encuentran domiciliadas en Canadá.</p>

*Fuente: Elaboración propia basada en información de (GSIA, 2018; CaixaBank RSC, 2020)*

La mayoría de las inversiones en ISR siguen siendo realizadas por inversores institucionales, pero cada vez hay más oferta disponible. La inversión sostenible es cada vez más accesible. Están disponibles en todas las clases de activos y a través de una gama cada vez más amplia de vehículos de inversión, incluyendo también sistemas adecuados para inversores minoristas. (GSIA, 2018) Es por tanto necesario que pasemos a estudiar cuál es el perfil actual del inversor sostenible, ya que sus motivaciones, grado de profesionalidad o volumen de activos bajo gestión, determinará sobremanera la evolución a seguir por las finanzas sostenibles.

### **III. EL INVERSOR SOSTENIBLE**

El interés por la búsqueda de inversiones que colaboren con la mejora del entorno y la sociedad ha ido en aumento, tomando un papel cada vez mayor el inversor sostenible. La creciente presión de las partes interesadas se reflejó en un artículo de Harvard Business Review (HBR) de 2019 en el que se señalaba que los propietarios de activos se enfrentan a una creciente demanda de los clientes para garantizar que sus inversiones marquen la diferencia en el mundo.

El artículo de HBR citaba a Michael Baldinger, responsable de Inversión Sostenible y de Impacto de UBS Asset Management, quien afirmaba que "la demanda de opciones de inversión ASG es tan alta que muchas empresas de gestión de activos se están apresurando a reunir nuevas ofertas". La inversión sostenible y de impacto en UBS Asset Management se ha triplicado con creces desde diciembre de 2016, contando con 17.000 millones de dólares en AUM (SustainAbility, 2020).

A continuación, se analiza el perfil del inversor, tanto institucional como minorista interesado en los criterios ASG.

### 3.1 Perfil del inversor institucional en ASG

El origen e impulso de las finanzas sostenibles se encuentra en los inversores institucionales, quienes han ido generando una creciente demanda de productos socialmente responsables. El Director General de Spainsif en su ponencia del II Congreso Internacional de Sostenibilidad del Medio Ambiente (CISM) (2020) afirmó que en España, más del 80% de la inversión sostenible está apoyada por inversores institucionales quienes ven en el ASG una gran oportunidad para la reducción del riesgos de retorno e impacto. Esta reducción de riesgo y mejora de la rentabilidad ha sido estudiada por numerosos académicos (Charlo et al., 2013, Eccles et al., 2014; Velte, 2017; Verheyden, et al., 2016; Jain et al., 2019). Esta relación rentabilidad-riesgo-sostenibilidad es hoy imprescindible para el análisis de las decisiones de inversión.

En un estudio realizado por Eccles y Klimenko (2020) para HBR se entrevistó a 70 altos ejecutivos de 43 empresas de inversión institucional, incluyendo a gestoras de activos como BlackRock, Vanguard y State Street, propietarios de activos como el Sistema de Jubilación de los Empleados Públicos de California (CalPERS), o el de Profesores del Estado de California (CalSTRS) y los fondos de pensiones de Japón, Suecia y Países Bajos. La conclusión sacada es que la inversión sostenible se ha convertido en una tendencia dominante entre los inversores institucionales con un crecimiento constante de la demanda. “Nuestros principales clientes quieren saber que sus inversiones marcan la diferencia para hacer del mundo un lugar mejor”, señaló Rina Kupferschmid-Rojas, responsable de finanzas sostenibles del Grupo UBS (Eccles y Klimenko, 2020).

Si bien, el crecimiento de la inversión sostenible fue impulsado inicialmente por los inversores institucionales, los inversores minoristas también están mostrando un interés creciente, lo que supone grandes flujos de entrada para los fondos de inversión que invierten según criterios ASG (Berg et al., 2019). Los activos minoristas son inversiones personales adquiridas en bancos o a través de plataformas financieras con niveles de inversión bajos (GSIA, 2018). Se analiza a continuación quiénes son los inversores minoritarios que están socialmente comprometidos en sus inversiones y a quién deberán dirigir sus productos sostenibles los asesores financieros.

### 3.2 Perfil del inversor minorista en ASG

La Comisión Europea, en su Plan de Inversión para una Europa Sostenible (2020) estimó que para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París (2016), será necesario que se produzca en Europa un aumento anual de la inversión en activos sostenibles de 260 billones de euros hasta 2030. Los inversores institucionales son claramente los principales agentes de cambio para esta clase de inversión, pero en el Plan Comunitario también se recogen medidas dirigidas a incentivar la inversión por parte de accionistas minoritarios. Ya en 2018, en el Estudio sobre ISR en Europa realizado por Eurosif, se recoge que el sector financiero reconoce cada vez más que los inversores minoristas son clave para garantizar que la inversión sostenible se convierta en algo habitual.

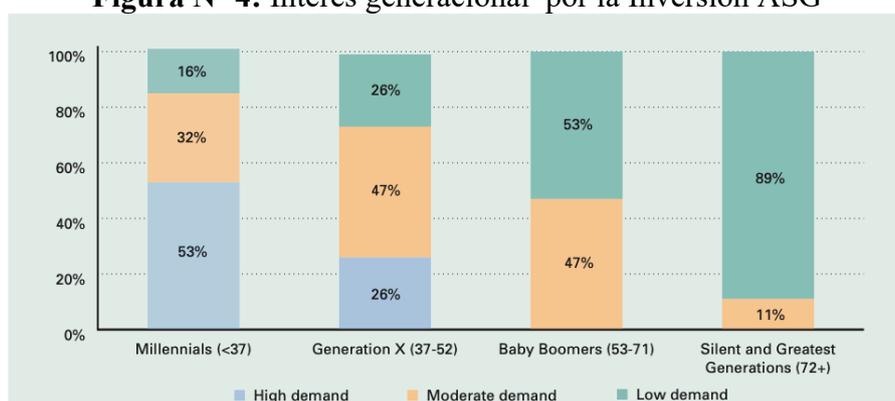
Es relevante establecer cuál es el perfil del inversor interesado en las finanzas sostenibles. Es extendida la creencia de que la inversión sostenible sólo interesa a los millennials y a las mujeres. Sin embargo, se han llevado a cabo varios estudios acerca del perfil del inversor en ASG que desmienten estos populares prejuicios (Tucker III and Jones, 2020; Amel-Zadeh y Serafeim 2018, Cerulli, 2018; Morningstar, 2018 ).

El Fórum de Inversión Responsable y Sostenible (US-SIF) llevó a cabo un estudio en 2018 que demostró que 1 de cada 4 dólares invertidos en Estados Unidos siguen estrategias de inversión sostenible (Tucker III and Jones, 2020). Esta misma conclusión puede sacarse de los datos europeos tal y como revela Javier Garayoa Arruti Director General *Spainsif*. En términos generales, el apetito por la inversión ASG ha aumentado a una tasa de crecimiento compuesta anual del 13% desde 1995.

Morningstar (2018) llevó a cabo un exhaustivo estudio acerca del perfil del inversor poniendo especial interés en características sociodemográficas como el género, nacionalidad o grupo de edad. El resultado global de tal estudio fue que el 72% de la población tiene un interés entre medio o alto en la inversión sostenible. Entrando en mayor detalle, este estudio revela que no hay diferencias significativas en las preferencias por razón de género.

En otro estudio llevado a cabo por Cerulli en 2018 se estudia las preferencias en inversión atendiendo a un criterio generacional. El estudio revela que entre los millennials (nacidos entre 1981-1996) un 85% tiene interés entre medio y alto en la inversión ASG y en la generación X (nacidos entre 1965 y 1980) entorno a un 73%, siendo los grupos de edad con mayor interés en esta clase de inversión. En el futuro, se espera que los millennials y la generación X dediquen una mayor parte de sus fondos a productos específicos de ASG. Sin embargo, Cerulli también observa que muchos asesores carecen de la experiencia y las herramientas necesarias para integrar los criterios ASG en el proceso de inversión y ofrecer a los clientes productos de inversión que satisfagan sus objetivos.

**Figura N° 4: Interés generacional por la Inversión ASG**



*Fuente: (Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing. Tucker III and Jones, 2020)*

El nivel de riqueza generacional también influirá en la capacidad de los inversores para perseguir los objetivos de inversión ASG (Tucker III and Jones, 2020). El Centro de Servicios Financieros de Deloitte llevó a cabo una investigación para estimar cómo evolucionará la riqueza generacional en el período comprendido entre 2015 y 2030, previendo que la riqueza neta de Estados Unidos aumente hasta alcanzar los 120 billones en 2030, de los cuales más del 50% estarán destinados a activos financieros.

La situación en Europa no es muy diferente. El ahorro de los hogares europeos representa más del 40% del total de activos financieros en la UE y cada vez hay más pruebas de que a la mayoría de los inversores minoristas les gustaría invertir de forma

sostenible. El estudio sobre la ISR realizado por Eurosif en 2018 reveló el aumento de la inversión por parte de los inversores minoristas durante los dos últimos años quienes empieza a adquirir una dimensión significativa, pasando de representar el 3% de los inversores en 2013 hasta representar el 30% en 2017. Es decir, entre 2014 y 2018 se produjo un aumento de la demanda en el sector minorista de más del 800%, un gran indicador de potencial aun sin capitalizar.

El panorama de la riqueza mundial se espera que sea muy diferente en la próxima década con el traspaso de los capitales por herencia a las nuevas generaciones. Poco a poco atenderemos a un cambio demográfico generacional de la riqueza donde se producirá el traspaso de capitales de las generaciones más seniors, y con ello, un importante cambio en las tendencias y preferencias de inversión. Los boomers, la generación X y los millennials experimentarán un fuerte crecimiento del patrimonio neto y de los activos financieros durante al menos los próximos 10 años.

Un estudio reciente de Cerulli (2018) estima que casi 45 millones de hogares transferirán 68 billones de dólares en riqueza a los herederos y a la caridad en los próximos 25 años. El 70% de esta transferencia será realizada por los boomers (nacidos entre 1946 y 1964), que transferirán 48 billones de dólares, de los cuales, cerca del 67% pasarán a la Generación X.

El sector minorista tiene el potencial de convertirse en una de las piedras angulares de las finanzas sostenibles. Orientar y proteger a los inversores minoristas sólo es posible cuando el sector es capaz de definir métricas y normas de práctica comunes que puedan servir de referencia para las inversiones (Eurosif, 2018). En este sentido, tanto los asesores financieros como los organismos reguladores juegan un papel decisivo en sacar el máximo potencial a la inversión minorista en sostenibilidad en las próximas décadas.

Podemos concluir por tanto, que los inversores institucionales siguen siendo los principales agentes impulsores de la inversión sostenible a la vez que los minoristas aumentan el porcentaje de estas inversiones en sus carteras (30%). Además, la transferencia de capitales a las generaciones de millennials y generación X hace esperar

un mayor aumento futuro. La inversión con criterios ASG ha dejado de ser una mera opción para convertirse en una corriente principal en el mercado, donde cada vez más las estrategias seguidas aúnan tanto criterios financieros como de sostenibilidad.

Sin embargo, para potenciar al máximo esta clase de inversión es necesario que se produzca un cambio tanto en el panorama normativo (que busque una mayor regulación y estandarización del campo) como por parte de los asesores financieros (que deberán formarse y asesorar en este ámbito a sus clientes).

Los inversores y asesores necesitan la información sostenible de las empresas así como la valoración de la misma por expertos. A continuación, se describe qué tipo de información no financiera publican las empresas en sus memorias en este sentido así como cuáles son los métodos de análisis y evaluación de la misma seguidos por las principales agencias de rating de ASG.

#### **IV. DIVULGACIÓN EMPRESARIAL DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA**

Actualmente las empresas han de cumplir con determinados estándares de divulgación de información no financiera. Este hecho no resulta únicamente de la existencia de imperativos legales sino también de la necesidad de satisfacer las exigencias de los inversores y diferentes grupos de interés quienes exigen conocimiento sobre información relacionada con la sostenibilidad de la empresa.

Muchas compañías se encuentran inmersas en un proceso de transformación de sus objetivos pasando de buscar únicamente la maximización de beneficios a la inclusión de objetivos de mejorar y aportación positiva a la sociedad. Esta transformación profunda de la misión y valores que las empresas están realizando es un pilar fundamental hacia una mayor integración del ASG. Es un cambio de cultura que afecta a la entidad a todos los niveles.

La información ASG pública de las empresas, es un conjunto de información no financiera que considera el rendimiento y la exposición al riesgo de una empresa en relación con temas relacionados con la sostenibilidad. Por un lado, los inversores y gestores de activos integran los factores ASG para alinear los valores morales con su enfoque de inversión (Kiesel y Lücke, 2019). Por otro lado, las estrategias de inversión ASG buscan mitigar los riesgos y mejorar el rendimiento financiero de una cartera de inversiones (Fulton et al. 2012).

Se ha demostrado que la divulgación de información ASG por parte de las empresas está relacionada con efectos económicamente significativos, como la reducción de los costes de capital y la superación de los índices de referencia. (Patel 2018)

Durante la segunda mitad del siglo XX, coincidiendo con los inicios de las finanzas sostenibles, era extendida la creencia de que toda actividad relacionada con la inversión medioambiental y socialmente responsable que excediera los límites legales supondría unos costes adicionales para la compañía, quien en consecuencia, vería disminuido su valor (Friedman, 1970). Su máxima expresión se encuentra bajo la teoría

de la agencia desarrollada por Jensen y Meckling. Tal y como explica Friedman, la principal responsabilidad social de la compañía debía ser la maximización del beneficio de sus accionistas. Una creencia errónea derivada de la afirmación de que la inversión sostenible significa sacrificar algún rendimiento financiero es la creencia de que el deber fiduciario significa centrarse sólo en los rendimientos, ignorando así los factores ASG que pueden afectarlo. Sin embargo, la jurisprudencias y normativa reciente deja claro que es una violación del deber fiduciario no tener en cuenta esos factores (Eccles y Klimenko, 2020).

Posteriormente, empezaron a cobrar fuerza las teorías empresariales que tienen en cuenta a los diferentes grupos de interés (stakeholders) más allá de los accionistas. La teoría de los grupos de interés parte de la base de que la satisfacción de los intereses de los diferentes stakeholders, determinará en última instancia el éxito de los productos y servicios ofrecidos por la compañía (Freeman, 1984). Es necesario satisfacer las necesidades de los stakeholders para alcanzar una mayor eficiencia y reducción de los riesgos empresariales (Fatemi & Fooladi, 2013). Desde la perspectiva de la gestión estratégica, Porter y Kramer (2006) afirman igualmente que "la Responsabilidad Social Empresarial puede ser mucho más que un coste, una restricción o una obra de caridad: puede ser una fuente de oportunidades, innovación y ventaja competitiva".

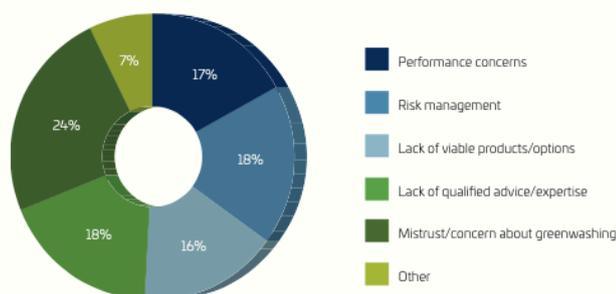
Las mediciones ASG captan dimensiones adicionales de los resultados de las empresas, que no se revelan en los datos contable (rendimiento medioambiental, social y de gobierno corporativo) y pueden utilizarse para evaluar la capacidad de dirección de una empresa, y apoyar la gestión de riesgos (Tarmuji et al., 2016).

Actualmente son muchas las empresas que divulgan información no financiera a los mercados más allá de las exigencias normativas vinculantes siguiendo directrices como las establecidas por the Global Reporting Initiative (GRI), cuyo origen se remonta al año 2000, habiendo sufrido una profunda transformación en 2016. Año en el que dejaron de proporcionar directrices y establecieron las primeras normas mundiales para la elaboración de informes de sostenibilidad. Sin embargo siguen existiendo grandes diferencias tanto en la intensidad como en la forma de divulgación de la información por parte de las empresas (Ioannou, y Serafeim, 2016).

Los motivos que llevan a una empresa a divulgar información no financiera de manera voluntaria al mercado atienden a diversas razones. Cahan et al., (2015) argumentaron que los buenos resultados en materia de ASG generan una publicidad favorable, y como resultado, las compañías se beneficiarán de un mayor valor de la empresa (o un menor coste de capital) si esto se acompaña de una cobertura mediática favorable. Por otro lado, las empresas emitan tales informes con el objetivo de mitigar riesgos reputacionales derivados de actividades poco responsables o de la ineficiencia de las directrices en sostenibilidad. En los últimos años se ha acuñado el término “greenwashing”. Este término puede definirse como la intersección de dos comportamientos de las empresas: un mal comportamiento medioambiental y una comunicación positiva sobre el comportamiento medioambiental. (Delmas et al. 2011). La compañía trata de transmitir una impresión falsa o proporcionar información engañosa sobre cómo los productos de una empresa son más respetuosos con el medio ambiente.

Piet Klop, Senior Advisor sobre inversión sostenible de PGGM Investments en una entrevista realizada por Eurosif en 2018 relativa a la inversión socialmente responsable dijo que uno de los mayores problemas a los que nos enfrentamos actualmente es al greenwashing. En su entrevista declara que: “medir la diferencia que están marcando nuestras inversiones en términos tangibles y en qué medida nuestro capital ha contribuido a ese impacto es uno de los mayores retos a los que nos enfrentamos”. Este mismo documento de Eurosif recoge una encuesta realizada a un total de 263 gestores y propietarios de activos, con unos activos gestionados combinados de 20 billones de euros, lo que representa una cobertura del 79% del mercado europeo. El 24% de los encuestados identificaron el greenwashing como la principal causa de disuasión a la hora de adoptar estrategias de inversión sostenible. En 2016, este factor se situaba en quinto lugar entre los factores que más preocupaban a los inversores habiéndose situado en tan sólo dos años a la cabeza de preocupaciones de los inversores.

**Figura N° 5:** principales causas de disuasión para adoptar estrategias de inversión sostenible.



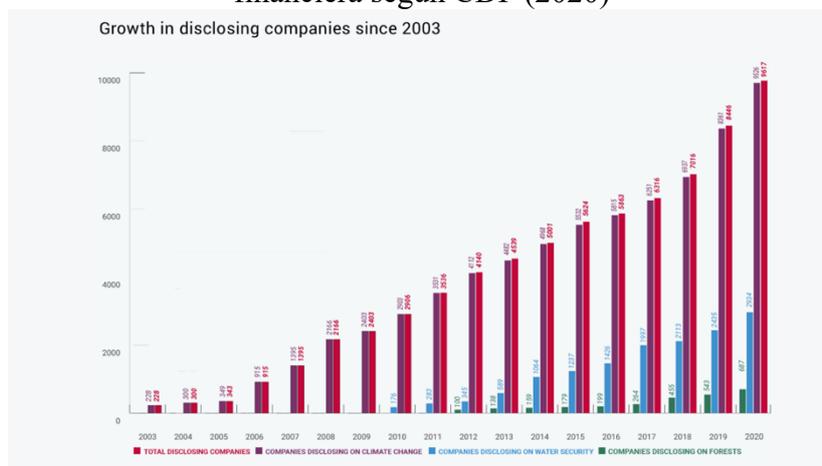
*Fuente: Eurosif, European SRI Study, 2018*

Estudios recientemente realizados demuestran que cuando existen preocupaciones sobre la sostenibilidad de una compañía, la divulgación de información relativa a su actuación ASG, limita los efectos adversos de estos hechos sobre la valoración de la empresa. La divulgación ayuda a las empresas a legitimar su comportamiento, explicando a los inversores la idoneidad de sus operaciones y sus políticas ASG y persuade a los inversores de que se han asumido compromisos para superar las debilidades ASG (Fatemi et al., 2017).

Otro problema relativo a la divulgación de información no financiera es la saturación de los mercados con la misma. Ya sea por imperativo legal, o por voluntad propia de las empresas, la cantidad de información no financiera comunicada por los mercados ha crecido exponencialmente en los últimos 20 años.

Carbon Disclosure Project (CDP) es una organización sin ánimo de lucro que gestiona el sistema mundial de divulgación medioambiental. Es considerada un entidad referente en el campo de la divulgación no financiera y cuenta con el conjunto de datos más completo sobre la actuación de empresas y ciudades. CDP, afirma haber alcanzado la cifra récord en 2020 de empresas divulgando información a través de su plataforma con un 14% más que el año pasado y un 70% más que en 2016. Cuenta con más de 9.600 empresas que representan más del 50% de la capitalización bursátil mundial.

**Figura N° 6:** Incremento en el número de compañías divulgando información no financiera según CDP (2020)



Fuente: CDP, *The A List 2020*, 2020.

Nos encontramos en una era de sobreinformación, donde los mercados se ven inundados con datos, lo que dificulta la detección de información relevante para los inversores y consecuentemente dificulta la generalización de estrategias de inversión ASG. En palabras de Jorge Franganillo profesor de Información y Documentación de la universidad de Barcelona en relación con la crisis financiera de 2008: “paradójicamente, tras el boom de la tecnología, la información puede acabar siendo el primer enemigo del conocimiento, ya que una información por exceso o saturación, puede acabar superando nuestra capacidad de percepción” (Calleja Pascual, 1995).

Para procesar toda esta información cobran relevancia las agencias de calificación de sostenibilidad. Estas surgen como respuesta a la demanda de los inversores socialmente responsables que exigen información social y medioambiental de las empresas para poder invertir de forma más sostenible (Escrig-Olmedo et al., 2018). Las agencias de calificación han desarrollado sus propias herramientas de medición y evaluación de los criterios financieros, ambientales y de gobernanza (FASG) (Fernández Izquierdo et al., 2018). Se pone así de manifiesto la labor impulsora y modeladora que están realizando estas agencias en el análisis de la sostenibilidad corporativa constatando que están potenciando el desarrollo de la inversión socialmente responsable (Fernández Izquierdo et al., 2018). Se analizará a continuación la evolución de estas agencias así como los productos ofrecidos por las mismas.

## V. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Ha habido en las últimas décadas una elevada proliferación de agencia de calificación sostenible habiendo cada una desarrollado sus propios criterios de medición y expresión del rating de las empresas valoradas. Existen actualmente más de 600 índices y calificaciones sostenibles (SustainAbility, 2019).

El origen de las agencias de rating sostenible se remonta a 1980 y su evolución está íntimamente ligada al de las finanzas sostenibles. Estas agencias comenzaron con el objetivo de ofrecer una opinión de las compañías incluyendo tanto criterios financieros como medioambientales y sociales. Vigeo Eiris fue la primera agencia de calificación constituida en el año 1983 en Francia. Posteriormente, en 1988 se constituyó en Estados Unidos la agencia Lydenberg & Domini (KLD). Inicialmente sus productos se dirigían a un nicho muy concreto del mercado, a clientes especializados en la inversión con criterios éticos o con fines religiosos (Berg et al., 2019).

El objetivo primordial del rating sostenible es capturar dimensiones adicionales del rendimiento de una compañía que no pueden ser valorados mediante el análisis de los resultados contables. Las agencias de calificación ASG captan un ámbito más amplio de datos no financieros sobre el rendimiento medioambiental, social y de gobierno corporativo (Tarmuji et al., 2016).

En sus orígenes, la cantidad de información disponible era limitada y provenía de prensa, análisis de ONGs , publicaciones gubernamentales o regulaciones. El producto final eran unos informes sobre sostenibilidad que podían ser interpretados por los inversores, pero no se ofrecía una calificación definitiva.

A comienzos del siglo XXI, el volumen de información disponible aumentó considerablemente y las agencias comenzaron a ofrecer una valoración más concreta de las compañías. Fue en este contexto donde surgieron las agencias de calificación sostenibles modernas. El foco ya no se encontraba en la eticidad de las inversiones, sino en la materialidad financiera. Estos agentes dejaron de ser actores aislados del mercado

orientados a un nicho de mercado limitado para convertirse en un sector en auge y necesario.

Con la crisis de 2008 se produjo un cambio en la percepción en los mercados de capitales de la sostenibilidad empresarial y se produjo un proceso de expansión y consolidación en los mercados de las agencias de calificación (Escrig-Olmedo et al., 2018). Estas agencias surgen en respuesta a la demanda de los inversores socialmente responsables de información ASG de las empresas, coincidiendo con el aumento del compromiso empresarial con la sostenibilidad y el inicio de las emisiones de bonos verdes.

Entre 2011 y 2018 el número de empresas del S&P 500 que reportaban sus esfuerzos no financieros y los resultados de su RSC y su actuación en ASG incrementó del 20% al 86% (Escrig-Olmedo et al., 2018).

Muchos de los primeros proveedores de calificaciones ASG han experimentado cambios fundamentales, siendo, en muchos casos, adquiridos por proveedores de datos financieros ya existentes (Berg et al., 2019). Esto se debe en gran medida a que con la aplicación de la inteligencia artificial y el desarrollo del campo científico del machine learning, la investigación sobre ASG está a punto de entrar en un periodo de superabundancia. En este contexto, los proveedores de datos financieros son actores más capacitados para ofrecer un producto de calidad y que aporte valor a los inversores (Blackrock, 2019).

Este proceso de consolidación se ha producido por una doble vía. En primer lugar, mediante crecimiento orgánico extendiendo las alianzas con diferentes agencias y proveedores de datos y mediante crecimiento inorgánico, con la aparición de nuevas agencias y procesos de fusión y adquisición (fusión de Vigeo y Eiris). Se ha producido muchos supuestos de integración vertical, habiéndose introducido al sector de la calificación ASG compañías proveedoras de datos financieros y gestores de evaluación. Este es el caso de compañías como MSCI (Morgan Stanley Sustainable Capital International) o recientemente mediante la adquisición por parte de S&P de la línea de negocio de calificación ASG de RobecoSam (S&P, 2019).

Para poder hacer frente a esta situación las agencias de calificación ASG han integrado en sus sistemas a actores especializados en gobierno corporativo, gestión de datos, riesgos o comunicación. Además, este cambio en el mercado ha propiciado la aparición de equipos de trabajo más profesionales, multidisciplinares y multiculturales y la ampliación del alcance geográfico y sectorial. (Escrig-Olmedo et al., 2018)

La inversión sostenible ha evolucionado enormemente en las últimas tres décadas, estando invertidos sosteniblemente casi el 50% de los activos totales bajo gestión en Europa y más del 25% en EEUU. Paralelamente también han evolucionado las agencias de calificación sostenibles, conllevando mejoras tanto en las calificaciones en materia de ASG como a la evolución de los índices ASG (Blackrock, 2019).

A continuación se expone en detalle los productos ofrecidos por las agencias de rating sostenible: índice y calificaciones ASG. Se analizará qué son, así como el método empleado por las principales agencias para su elaboración.

## 5.1 Índices ASG

Los índices bursátiles sirven como indicadores de la evolución de precios de los títulos más representativos de un mercado. Están compuestos por un conjunto de valores seleccionados para representar el mercado. Al hablar de los índices ASG nos referimos a los indicadores del mercado bursátil socialmente responsable, que se diferencian de los tradicionales por incluir criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza en la selección de valores (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Por lo demás, se rigen con tipos de políticas y procedimientos similares y pueden utilizarse para muchas de las mismas aplicaciones. Los efectos más directos de la inclusión de criterios ASG son ayudar a eliminar la exposición a sectores o empresas que violan los valores del inversor o que llevan asociados ciertos riesgos sobre la sostenibilidad. Permite la utilización de las puntuaciones de ASG como una capa adicional en el proceso de inversión, que ayuda a perseguir la rentabilidad financiera a la vez que se alinea el capital con ciertos criterios de sostenibilidad (Blackrock, 2019).

Aunque los índices ASG están diseñados para generar un rendimiento ajustado al riesgo similar al del mercado, los fondos que tratan de seguir esos índices pueden beneficiarse a largo plazo de la inversión en empresas más sostenibles (Blackrock, 2019).

En cuanto a su elaboración, es importante entender la metodología para entender el potencial y posibles aplicaciones que tienen. Los proveedores de los índices publican la metodología empleada para la elaboración del mismo e incluyen una declaración del objetivo y los pasos dados para su elaboración. El objetivo en los índices ASG se refiere al tipo de exposición ASG que se pretende proporcionar. Esto viene determinado por dos factores: la selección de los componentes y su ponderación.

Para la selección de los componentes, se toma como referencia base un índice que sirva de matriz para la elección de los componentes ASG. Posteriormente, mediante la aplicación de filtros de exclusión negativa se descartarán ciertas industrias. Entre las restantes, serán seleccionados los componentes finales, basándose en estrategias de

inversión temática o de impacto. Posteriormente, se procederá a la ponderación de los componentes de acuerdo con las reglas del índice. Existen muchas opciones de ponderación: por capitalización bursátil, la ponderación equitativa, que asigna el mismo peso a todos los componentes, independientemente de su tamaño, o la inclinación, que sobrepondera o infrapondera a las empresas basándose en reglas relacionadas con una métrica concreta del índice. Para el mantenimiento del índice, se establecen unas normas de reequilibrio y suponen una oportunidad para incorporar los datos ASG más actuales.

La historia de los índices de sostenibilidad es relativamente reciente, el primero de los índices fue lanzado en 1990 por Kinder, Lydenberg, Domini & Co. Este era conocido como Domini 400 social index. Actualmente, se denomina MSCI KLD 400 Social Index y está formado por 400 empresas que cumplen ciertos requisitos sobre sostenibilidad. Para poder pasar a formar parte de este índice, los potenciales candidatos han de tener resultados positivos en aspectos como las relaciones laborales y humanas, la seguridad de los productos, la seguridad ambiental y el gobierno corporativo.

En 1999 surgió el Dow Jones Sustainability Index (DJSI en adelante) uno de los índices sostenibles más importantes.

Actualmente existen más de quince agencias oferentes de índices, algunos de los cuales se centran en determinados sectores u ofrecen un benchmark basados en ciertos criterios. Destacan FTSE Environmental Opportunities, especializado en cuestiones ambientales, Calvert Social Index, especializado en ética, o el Stoxx Euro Christian, especializado en la religión. Uno de los más recientes y de gran importancia es el FTSE4Good que se lanzó en 2001.

Al estudiar la evolución de índices como el MSCI 400 se pone de manifiesto cómo estos instrumentos han contribuido a las mejoras en la investigación de ASG, permitiendo consecuentemente que las agencias pasen de emitir juicios de valor cualitativo a la creación de las calificaciones ASG. Actualmente estas calificaciones que apoyan la toma de decisiones de inversión transparentes y coherentes basadas en los índices ASG. (Blackrock, 2019).

## 5.2 La Calificación ASG

Otro de los productos elaborados por las agencias de calificación de Sostenibilidad es la calificación ASG. Para obtener una valoración de sostenibilidad se parte de la información pública de la empresa en relación con un alto número de indicadores sociales, medioambientales y de gobierno corporativo que permiten la obtención de una calificación ASG.

Estos datos se obtienen de la información ofrecida por las propias compañías en sus memorias, de bases de datos externas, informes de sostenibilidad, a través de encuestas y cuestionarios realizados por las propias empresas y a través de otras fuentes externas. Toda esta información recopilada es analizada y valorada por equipos multidisciplinares, quienes agregan la información con el objetivo de obtener una calificación final (SustainAbility, 2020).

Cada agencia recoge, agrega y pondera esta información de una manera diferente llevando a cabo un proceso de evaluación propio. Para ello, en primer lugar define una serie de criterios que quiere medir. A partir de los datos recogidos y su posterior tratamiento, se asigna una puntuación a estos criterios, que atendiendo al mercado, el sector o la propia compañía se ponderarán de una forma determinada, atribuyendo diferentes pesos a estos criterios. El objetivo final de la calificación es ofrecer a los inversores un instrumento que les ayude a comprender mejor los riesgos y oportunidades asociadas a los criterios de sostenibilidad de las posibles inversiones.

Debido a la disparidad de criterios y ponderaciones empleados por cada agencia, los ratings obtenidos por diferentes agencias pueden llegar a ser poco congruentes (Billio et al., 2020). Otro gran problema que presenta el rating en ASG, es que, en general, sólo están disponibles para un número limitado de compañías. Suelen cubrirse principalmente las grandes empresas que divulgan al mercado información no financiera elaborando informes y dedicando parte de sus recursos a la comunicación de sus actuaciones en sostenibilidad. Esto da lugar a que muchas pequeñas empresas que son socialmente

responsables y sostenibles al carecer de una calificación ASG no pueden ser incluidas en las carteras sostenibles (Hübel y Scholz, 2019).

Las agencias de calificación ASG ofrecen a los inversores un instrumento para evaluar el rendimiento ASG de una compañía de forma similar a como las agencias de calificación crediticia permiten valorar la solvencia de una compañía. Pero no son ratings comparables entre sí, existiendo claras diferencias entre ellos. En primer lugar, la definición de qué son los resultados en ASG es mucho menos clara que la manejada por las agencias de rating tradicional para medir la solvencia empresarial. Del mismo modo, la calificación crediticia es un producto maduro y con un largo recorrido, por lo que las normas y requerimientos de divulgación de información financiera son claros y están estandarizados. Por el contrario, la divulgación de información relativa a la sostenibilidad se encuentra en etapas muy tempranas en términos de regulación. Por el momento, la mayoría de la normativa existente no es vinculante y deja una amplia discrecionalidad a las compañías sobre cómo y qué comunicar a los mercados en materia de ASG. Por último, a diferencia de los ratings de crédito, que son pagados por las propias compañías que se califican, los ratings de ASG son pagados por los inversores. Esto conlleva a que en el caso de la calificación sostenible haya menos riesgo de “búsqueda de calificaciones” (rating shopping) que es considerada una de las principales fuentes de divergencia en el caso de los ratings tradicionales. (Berg et al., 2019)

A pesar de estas marcadas diferencias, sí que existe relación entre ambos ratings, ya que el rating tradicional indica cuál es el riesgo asociado a un determinado activo. El rating de ASG ofrece información adicional sobre el riesgo de una compañía, pudiendo influir en la solvencia. La agencia Fitch, por ejemplo, lanzó en 2019 un ranking de sostenibilidad puntuando del 1 al 5 a las compañías y donde 5 suponía que la sostenibilidad era un factor relevante y por tanto capaz por sí sólo de provocar un cambio de rating de crédito, mientras que las puntuaciones bajas significan que el ASG es insignificante para la calificación. En este sentido, Fitch consideró (2018), que sólo el 3% de las empresas tienen un factor ASG capaz de provocar cambios por sí solo en el rating de crédito, pero en el 22% de los casos, los criterios de sostenibilidad ejercen influencia en el rating de solvencia empresarial (Salobral, 2019).

De forma similar, S&P realizó un análisis de sus acciones de rating crediticio para un periodo comprendido entre 2015 y 2018 de todas las compañías que califica. Los resultados fueron que en un total de 700 ocasiones, los factores ambientales fueron relevantes para el rating crediticio, y en 346 ocasiones lo fueron los sociales. En más de 150 ocasiones los criterios de sostenibilidad supusieron cambios materiales en el rating crediticio (S&P, 2019).

### 5.2.1 Metodología empleada

Como se ha comentado anteriormente, uno de los principales inconvenientes de las calificaciones ASG, es que no existe una metodología armonizada, cada agencia ha desarrollado su propio proceso para medir el compromiso de sostenibilidad de las compañías<sup>1</sup>.

La diversidad de metodologías refleja la cultura y valores de cada agencia, quienes, en base a sus propios criterios, deciden qué variables han de ser medidas, con qué intensidad e importancia (Escrig-Olmedo et al., 2018). Sin embargo, existen tres aspectos claves, presentes en toda calificación. En primer lugar, la presencia de las tres categorías ASG y la valoración positiva de las variables que se definan dentro de ellas, la evaluación y valoración de actividades controvertidas que tendrán un impacto negativo sobre la calificación final de la inversión y, por último, la normalización de las calificaciones por sector. Es decir, para cada sector se evalúan y se da mayor relevancia a unas determinadas variables que puedan tener mayor impacto en el desarrollo de su actividad y que serán de materialidad financiera. Esta disparidad de metodologías también se debe al intento de las agencias de posicionarse en el mercado y diferenciarse de sus competidores.

Uno de los mayores inconvenientes es que en la información publicada por las agencias, no se profundiza en la metodología seguida, que pueden ser muy diversas:

---

<sup>1</sup> Ver **Anexo I** para mayor información acerca de la metodología seguida por las agencias de mayor prestigio.

agregación de puntuaciones, realización de medias ponderadas o el uso de las desviaciones típicas (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Por otro lado, cabe mencionar, que la metodología utilizada por estas agencias no es estática, sino que ha ido variando a lo largo del tiempo, con el objetivo de ofrecer una calificación lo más cercana a la realidad posible y que permita la comparación entre empresas, entre sectores y sobre todo, que aporte valor a los inversores. En un estudio realizado por Fernández Izquierdo et al. (2018) se analizó la información proporcionada por las agencias de rating entre 2008 y 2018. Las conclusiones muestran que estas agencias han integrado nuevos criterios de calificación ASG con el objetivo de medir la sostenibilidad empresarial con mayor precisión, solidez y haciendo frente a los nuevos retos que surgen en el entorno. A pesar de esto, la metodología seguida hasta el momento aún tiene un amplio campo de mejora ya que en estos ratings aún no se integra correctamente la sostenibilidad corporativa (Escrig-Olmedo et al., 2018).

Por tanto, conviene analizar cuál es la cobertura y metodología seguida por algunas de las agencias de calificación más importantes con el fin de poner en perspectiva sus similitudes y diferencias.

### *5.2.2 Principales Agencias de calificación*

Las agencias de calificación ASG examinan a las empresas evaluando su rendimiento de sostenibilidad corporativa. Para ello utilizan sus propias metodologías de investigación. Esta práctica ha convertido a las agencias de calificación ASG en un referente clave para empresas, mercados financieros y la investigación académica en todo lo que respecta a las evaluaciones de la sostenibilidad corporativa (Escrig-Olmedo et al., 2018).

A continuación expondré ciertas características en común que presentan las agencias de calificación sostenible y la metodología aplicada. Las calificaciones seleccionadas son Bloomberg ESG Data Service, ISS, MSCI ESG Risk, S&P Sustainability, Sustainalytics y Refinitiv. De estas agencias Bloomberg, S&P, Sustainalytics y Refinitiv son las calificadoras seleccionadas para la realización del caso práctico en el apartado 7 del presente trabajo.

**Figura N°7:** Resumen de las características de las principales Agencias ASG

	Ratings	Escalas de valoración	Variables agregadas	Penalizaciones	Cobertura
<b>Bloomberg</b>	ASG Total, Ambiental Social Gobernanza	0-100	120	penalizará a las compañías que no ofrezcan información de alguna variable	+10.000 compañías (large cap de mercados desarrollados)
<b>ISS</b>	QualityScore ISS-Ethix	0-10	200	-	+5.600 compañías
<b>MSCI</b>	Rating ASG	AAA/ CCC	37 pilares 10 temas	-	+6.000 compañías
<b>S&amp;P</b>	ASG Total, Ambiental Social Gobernanza	0-100	-	Ajuste por sector	+4.700 compañías
<b>Sustainalytics</b>	ASG Total, Ambiental Social Gobernanza	0-100	70	Ajustes por sector	+6.500 compañías
<b>Refinitiv</b>	ASG Total	0-100 A+/ D-	450	Ajustes por sector	+9.000 compañías

*Fuente: Elaboración propia basada en la información proporcionada por Moy Huber y Comstock, 2017; Bloomberg 2020; S&P Global, 2019; Fernández Izquierdo et al., 2018; Refinitiv, 2020.*

Se trata de un sector aún en continuo crecimiento y evolución, sometido a continuos crecimientos orgánicos (como la fusión entre Vigeo y Eiris o entre S&P y RobecoSam) e inorgánico (expansión de la cobertura de las calificaciones y de los productos ofrecidos). Existe aun mucha heterogeneidad en la metodología seguida por cada agencia tanto a la hora de determinar las métricas a medir como en su agregación, ponderación y la manera de presentar la puntuación final. La medición del ASG es en cierto modo difusa, debido a la falta de una definición, de normas de información y de características comunes. Por lo tanto, la falta de un estándar común para el ASG hace que la sostenibilidad de una empresa sea muy difícil de evaluar y, en algunos casos, “irracional” (Billio et al., 2020). Por tanto cabe preguntarse qué opinión merece a los inversores y profesionales del ASG las calificaciones dadas por estas agencias .

### **5.3 ¿Lo están haciendo bien las Agencias ? “Rate the Raters”.**

Desde 2010 se lleva desarrollando un proyecto de investigación conocido como “Rate the Raters”, cuyo principal objetivo es conocer el panorama y evolución de las agencias de calificación de Sostenibilidad y aportar una perspectiva que ayude a inversores, profesionales y compañías a sacar más valor de estas calificaciones. SustainAbility es una compañía dedicada a la investigación y estudio del impacto de la sostenibilidad en las finanzas y los mercados.

En 2019-2020 publicó dos informes que sintetizan las conclusiones extraídas de un amplio estudio basado en entrevistas y cuestionarios realizado tanto a profesionales de la sostenibilidad (2019) como a inversores en ASG (2020). En estos informes, se recogen las opiniones y valoración dada por ambos grupos de interés acerca de las diferentes agencias de calificación de Sostenibilidad, el valor que aportan, los retos y deficiencias a los que se enfrentan y el uso que dan a sus scores.

Las conclusiones más importantes que se pueden extraer de ambos informes son, en primer lugar, el ASG Rating es la fuente más utilizada para la obtención de información relativa a la sostenibilidad (55%). En segundo lugar, las características más buscadas en un rating por los profesionales en ASG son la credibilidad de las fuentes empeladas (95%) y la evaluación de las cuestiones materiales (90%). Para los inversores, son la calidad de la metodología (95%), la transparencia acerca de la metodología e información utilizada (90%) y la evaluación de las cuestiones materiales (90%). En tercer lugar, aún hay un amplio campo de mejora para estas calificaciones que, aunque se han convertido en instrumentos indispensables (al menos un 65% de los inversores dicen utilizar los ratings semanalmente) el valor que añaden aun es insuficiente (al pedirles evaluar la utilidad de los ratings, la puntuación final ofrecida para los principales ratings osciló entre un 53% la mejor y un 19% la peor).

Tanto inversores como profesionales del ASG aun observan algunas flaquezas en el servicio y score ofrecido. En primer lugar, muchos inversores comentaron que la calificación en ASG es utilizada por la información que proporciona (sus datos subyacentes) más que por el score proporcionado. Es decir, añaden valor a la hora de

tomar decisiones de inversión, pero no son capaces por sí solos de impulsar una decisión de inversión. Es decir, los inversores lo consideran tan sólo un añadido en su sistema de toma de decisiones de inversión. (SustanAbility, 2020)

Los profesionales de ASG, también reconocen que las agencias de calificación se han posicionado como un agente central en el universo de las finanzas sostenibles ayudando a la detección de lagunas en el ASG corporativo, y proporcionando un marco de referencia en el análisis de materialidad. Sin embargo, aun les preocupa la falta de coherencia y comparabilidad entre los ratings (62%), así como la falta de transparencia (57%). Estos profesionales esperan que de cara al futuro, las agencias den mayor atención a las cuestiones relevantes y materiales que afectan a cada industria (57%).

En el **Anexo II** se recoge la opinión dada por Profesionales e inversores ASG para las agencias más relevantes.

En conjunto, podemos destacar que tanto inversores como profesionales del ASG admiten que la calificación ASG es un producto muy utilizado y que se ha convertido una pieza central en la toma de decisiones de inversión y análisis del ASG. Sin embargo, se trata de un producto aún en desarrollo e incapaz por sí sólo de impulsar una decisión. A ambos grupos de interés les preocupa y esperan ver una evolución de cara al futuro en la armonización de los diferentes ratings y en la inclusión y análisis de los asuntos materiales para cada sector tanto sostenible como financieramente.

### 5.3.1 Armonización

En el estudio realizado por Rate the Raters a los profesionales de ASG, ante la pregunta ¿cuáles son los cambios y soluciones que desearías ver en las calificaciones de ASG en los próximos cinco años? El 62% de los encuestados respondieron que desearían ver mayor consistencia y comparabilidad entre los diferentes ratings. Esta fue la causa más nombrada, entre todas las posibilidades.

El número de agencias de calificación va en aumento, de la mano de la demanda de estos productos, existiendo actualmente más de 600 índices y calificaciones sostenibles (SustainAbility, 2019). Sin embargo, el resultado ofrecido por estos ratings es a menudo dispar e incluso incompatible con la valoración dada por otras agencias (Billio et al., 2020).

Un estudio realizado recientemente por el MIT (Berg et al., 2019), demuestra que la correlación entre los índices es en media de 0,54. Esta disparidad provoca que sea menos probable que los resultados ASG se reflejen en los precios de las acciones de las empresas. La divergencia de las calificaciones dispersa el efecto de estas preferencias en los precios de los activos.

Podemos apreciar tres fuentes de divergencia en la constitución de los ratings: el alcance del rating, la medición de los atributos y las ponderaciones otorgadas a cada uno de los atributos (Berg et al., 2019).

El alcance de la calificación puede definirse como el conjunto de atributos que se evalúan (emisiones de carbono, prácticas laborales, actividades de los grupos de presión...). La divergencia de alcance se refiere a la situación en la que las calificaciones abarcan atributos diferentes.

Por medición se entiende el conjunto de indicadores utilizados para medir un atributo. La divergencia de medición ocurre cuando las Agencias de calificación miden el mismo atributo pero incluyendo diferentes KPIs. Por ejemplo, para medir la huella de carbono de una empresa podrían evaluarse el número de fábricas operativas de una

compañía, el volumen de gases de efecto invernadero emitidos, el consumo de energías no renovables... Todas estas medidas captan aspectos del atributo de la huella de carbono, pero darán lugar a evaluaciones diferentes.

Por último, la divergencia de ponderaciones surge cuando las agencias de calificación difieren en la importancia relativa de los atributos. Por ejemplo, el indicador de la emisión de carbono puede entrar en la calificación final con mayor peso que el indicador de los grupos de presión o viceversa.

El estudio del MIT (2019) concluye, que la divergencia de medición es la razón más importante por la que las calificaciones ASG no son homogéneas: diferentes Calificadores utilizan diferentes KPIs para medir el mismo atributo. También tiene mucho peso la divergencia de alcance (los cCalificadores incluyen determinados atributos que otros no tienen en cuenta). El tipo de divergencia menos importante sería la divergencia de pesos.

Tanto inversores como profesionales, desearían de cara al futuro, obtener un rating donde dichas divergencias no fueran tan pronunciadas. Algunos inversores consideran enriquecedora la variedad de información incluida en cada rating, pues les permite crear sus propias valoraciones a partir de los datos divulgados por cada agencia *“No deberían hacer una norma de calificación. No queremos una calificación única en 20 años, queremos datos”* (SustainAbility, 2020). Pero, quienes abogan por esta postura, es porque valoran la materia prima que compone este producto y no el resultado final. Si pretendemos que el rating se convierta en un instrumento valioso en sí mismo, la armonización es un paso indispensable: *“La metodología y la comparabilidad tienen que venir primero. Porque si no es comparable, es inútil. Necesitamos una estandarización”* (SustainAbility, 2020).

Son bastante loables los esfuerzos legislativos llevados a cabo hasta el momento por la UE para la armonización y creación de una terminología estándar para todo el universo de las finanzas sostenibles. Dicho impulso normativo es un elemento indispensable y necesario para lograr una verdadera armonización. Sin embargo, aun se

trata de un mercado no regulado, hecho que genera mucha inquietud entre los diferentes agentes.

Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados( ESMA, por sus siglas en inglés) , ha solicitado a la Comisión Europea (CE) que lleve a cabo impulsos normativos en el ámbito de las calificaciones (ESMA, 2021). Subraya que para garantizar la calidad y fiabilidad de las calificaciones y satisfacer la creciente demanda de las mismas, es necesaria su regulación adecuada. La ESMA considera que debe establecerse una definición común de los ratings sostenibles que cubra el amplio espectro de posibles evaluaciones ASG.

Con este espíritu, en diciembre de 2020, la Comisión Europea de la mano de Black Rock emitió un estudio interino sobre “El desarrollo de herramientas y mecanismos para la integración de los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) en el marco prudencial bancario de la UE y en las estrategias empresariales y políticas de inversión de los bancos” (CE y Blackrock, 2020).

Además también está llevando a cabo importantes esfuerzos en la elaboración de un informe que armonice la taxonomía de las finanzas sostenibles titulado: "Plan de Acción sobre la Financiación del Crecimiento Sostenible". Podemos apreciar que, la Unión Europea (UE) está liderando la evolución hacia inversiones sostenibles y enfocada al largo plazo (Robson, 2020).

Debe concluirse que su apoyo e impulso suponen una alianza indispensable para lograr un posicionamiento estable y a largo plazo de las inversiones sostenibles.

### 5.3.2 *Materialidad*

La materialidad es un concepto al que cada vez se le da más relevancia. En el estudio llevado a cabo por Rate the Raters en 2012 sólo el 74% de los profesionales ASG destacó este concepto. En los resultados de 2019 y 2020 más del 90% de inversores y profesionales destacaron este concepto como uno de los más relevantes a la hora de determinar la calidad de una calificación.

El concepto de materialidad en ASG se refiere a los factores ASG más relevantes que afectan al modelo de negocio de una determinada empresa (Billio et al., 2019). Los asuntos ASG se consideran materiales si pueden tener un impacto significativo en el valor de la empresa y son relevantes para la subindustria en la que opera la empresa.

Al analizar las diferentes metodologías empleadas por las agencias de calificación ASG para la elaboración de sus ratings, se pone de manifiesto que todas ellas utilizan criterios propios para identificar qué atributos incluir y qué peso darles. Esto explica que la mayor fuente de divergencia provenga de la falta de cohesión en la medición y alcance de los ratings (Berg et al., 2019).

En febrero de 2020, tuvo lugar el encuentro “materialidad en la inversión sostenible” dirigido por Spainsif. Durante esta conferencia, Joaquín Garralda, presidente de Spainsif, señaló que “En la medida en que la información suministrada por las empresas esté relacionada con los asuntos “materiales” de su sector, le será más fácil a los analistas calificar a la empresa dentro de la categoría de ASG, facilitando así la amplitud del universo inversor. El futuro marco regulatorio del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea está orientado en esta línea de “materialidad”, que tiene su base en la estandarización que va suponer la “taxonomía”.

Es decir, uno de los mayores retos a los que se enfrenta la inversión sostenible es la detección de las cuestiones “materiales” para cada sector y se trata de un requisito indispensable para la consolidación de la industria.

La materialidad es relevante no sólo para inversores sino también para las compañías. Fernando Gómez-Bezares, Catedrático de Finanzas en Deusto Business

School con motivo del encuentro sobre “materialidad en la inversión sostenible” (2020) dijo que : “Solo las firmas que se enfocan en temas de sostenibilidad materiales, realmente asociados a su negocio, pueden tener ventajas competitivas, que se traducen en una mejora de la performance financiera en el largo plazo”. Se deberá identificar para cada sector los asuntos que más impacto tengan en la sostenibilidad. Para esto, las agencias de calificación juegan un rol determinante como principales analistas y evaluadores de la actuación en sostenibilidad de las compañías.

En definitiva, tanto profesionales como inversores quieren ver en el futuro agencias de rating sostenible que valoren de manera efectiva el impacto positivo o negativo que las compañías tienen sobre los factores ASG. Buscan, que las agencias se centren en los asuntos materiales por sectores, para que así, las compañías puedan explicar cómo su modelo de negocio y estrategia corporativa contribuye a la mejora de esas métricas.

Por otro lado, las agencias de calificación ASG han de abordar el problema de la materialidad financiera.

Las agencias deben centrarse en la identificación de factores de sostenibilidad financieramente relevantes y la elaboración de marcos de materialidad sectorial. Esto garantizará la integración de los factores de sostenibilidad financieramente relevantes en el proceso de inversión de forma estructurada (Robeco, 2020).

Este enfoque en los factores de sostenibilidad más relevantes desde el punto de vista financiero es esencial, para crear rendimientos atractivos a largo plazo mediante estrategias de inversión sostenibles y que permita aunar sostenibilidad sin comprometer el rendimiento empresarial (Robeco, 2020).

## VI. RENTABILIDAD-RIESGO-SOSTENIBILIDAD

La relación entre la rentabilidad de las inversiones y el uso de criterios ASG ha sido estudiada por un amplio sector de la literatura, habiéndose alcanzado resultados poco concluyentes (Jain et al., 2019).

Estas divergencias pueden ser explicadas por la heterogeneidad de los enfoques teóricos aplicados al estudio, los métodos empleados, las variables analizadas, la falta de rigor metodológico y las limitaciones derivadas del tamaño y la composición de las muestras (Charlo et al., 2013). Una vez más, la falta de un marco teórico y taxonomía común dentro del universo de las finanzas sostenibles provocan problemas de heterogeneidad e incongruencia en los resultados obtenidos.

Varios estudios demostraron una relación negativa entre rentabilidad y sostenibilidad (Margolis y Walsh, 2003; Orlitzky et al., 2003). Habiendo estudios que concluyen que características como la clasificación sectorial influyen en mayor medida sobre la rentabilidad que el hecho de que se invierta en proyectos sostenibles (Jain et al., 2019).

Por el contrario, cada vez son más numerosos los estudios que revelan una relación positiva entre sostenibilidad y rentabilidad (Eccles et al., 2014; Khan et al., 2016). La rentabilidad puede medirse tanto desde una perspectiva contable (ROA) como teniendo en cuenta los rendimientos del mercado (Tobin Q). Un estudio realizado por Velte en 2017 concluye que la puntuación en ASG obtenida por una compañía tiene un impacto positivo sobre el rendimiento financiero basado en contabilidad pero no en el rendimiento basado en el mercado, siendo el pilar de Gobernanza el que más influye sobre el rendimiento (Velte, 2017).

Sobre todo, se ha demostrado que la no inclusión de estos criterios de sostenibilidad supondrá una realización menor de beneficios (Charlo et al., 2013). Michael Baldinger (2017), director de inversiones sostenibles de UBS dijo que *“La incorporación de indicadores de sostenibilidad ya no es sólo algo bonito, o algo que nos*

*ayuda a dormir por la noche. Es una inversión sensata*”(Kuzima y Lindemane, 2017). Esto cobra especial sentido bajo la teoría de los grupos de interés (Stakeholders) (Tarmuji et al., 2016). Si una empresa ignora las preferencias de los grupos de interés, tendrá un efecto negativo sobre su reputación, lo que provocará un aumento de su prima de riesgo y del riesgo de retorno de sus resultados financieros (Charlo et al., 2013).

Sin embargo, la mayoría de los estudios realizados hasta la fecha no han informado de diferencias significativas en el rendimiento de las inversiones ASG y las inversiones gestionadas de forma convencional (Verheyden, et al., 2016; Charlo et al., 2013). Esto ha de ponerse en conexión con el efecto que la inversión en ASG tiene sobre el riesgo. La literatura coincide en que la inversión sostenible produce una reducción en el riesgo de la misma (Verheyden, et al., 2016).

La inversión ASG es considerada a menudo como una herramienta de gestión del riesgo: muchos inversores utilizan las puntuaciones ASG proporcionadas por las agencias de calificación como un filtro adicional en su proceso de inversión, que les permite excluir los “eslabones débiles” (Kuzima y Lindemane, 2017).

Dado que los riesgos ASG son difícilmente diversificables, se ha convertido en algo de vital importancia para los inversores comprender el perfil ASG de las empresas y carteras en las que invierten (Hübel y Scholz, 2019). Mediante este análisis, los inversores pueden reducir la exposición al riesgo ASG sin sacrificar el rendimiento financiero. Estas estrategias tienen el potencial de crear un universo de inversión con mejores características de rendimiento, riesgo y diversificación. Desde el punto de vista corporativo, las empresas socialmente responsables obtienen mayores beneficios para el mismo nivel de riesgo sistemático (Charlo et al., 2013).

La introducción de criterios ASG ha resultado ser también una forma de gestión de riesgos excepcionales (riesgo idiosincrático). Tener en cuenta estos criterios extra-financieros y de sostenibilidad permite reducir los efectos adversos derivados de acontecimientos imprevisibles o “Black Swans” (Nassim Taleb, 2007). Hay recientes estudios que demuestran que las exposiciones a riesgos ASG muy pronunciadas están asociadas a un alto nivel de riesgo idiosincrático (Hübel y Scholz, 2019). Las cuestiones

de ASG idiosincrásicas han comenzado a ser introducidas también en el análisis de la calificación ASG (Sustainalytics, 2020). La introducción de estos criterios permite que en ocasiones en las que una cuestión no se ha considerado material pase a serlo por la previsión de ocurrencia de un "acontecimiento cisne negro". En este caso, el asunto se incluirá como un evento material para la empresa y afectará a su calificación de riesgo global.

La selección ASG no sólo no perjudica el rendimiento, sino que mejora los rendimientos ajustados al riesgo (Verheyden, et al., 2016). Evitar activos con riesgos ASG pronunciados reduce el riesgo total de cartera. Sin embargo, este filtrado ASG también implica un universo de inversión más reducido y una menor oportunidad de diversificación (Verheyden, et al., 2016). Además esta reducción de opciones, puede dar lugar a una mayor correlación de los valores, socavando aún más la diversificación (Hoepner, 2010). A pesar de ello, las acciones resultantes de este cribado ASG tienden a presentar menor riesgo específico, lo que permite concluir que el screening ASG no perjudica a la diversificación de la cartera (Verheyden, et al., 2016). Podemos concluir que las inversiones sostenibles pueden provocar ganancias de diversificación tanto para las carteras convencionales como las sostenibles (Balcilar et al. 2017; Brzezczynski y McIntosh 2014) (Jain et al., 2019).

Las agencias de calificación ASG, conscientes de la importancia de la gestión del riesgo tanto para empresas como inversores, ha comenzado a incluir en sus ratings dos variables relativas a la gestión del riesgo ASG: exposición al riesgo (frecuencia con que una organización se enfrenta a una amenaza) y capacidad de gestión del riesgo (medido mediante el número de controversias registradas) (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Las carteras con una fuerte exposición a las cuestiones ASG presentan mayores riesgos que el resto de los valores del mercado (Hübel y Scholz, 2019). Existe por tanto una creciente tendencia a la evaluación de las inversiones atendiendo a su exposición al riesgo ASG. Esto permite realizar inversiones menos arriesgadas manteniendo prácticamente inalterado el rendimiento ajustado al riesgo.

## VII. ANÁLISIS EMPÍRICO: Caso ASG en el IBEX-35

### 7.1 Muestra y Metodología

Partiendo de las empresas que componen el IBEX-35 se ha obtenido tanto la calificación ASG proporcionada por 4 agencias de calificación sostenibles como la información relativa a su capitalización bursátil para el periodo comprendido entre 2006 y 2019.

Las cuatro agencias seleccionadas para el estudio han sido Bloomberg, Sustainalytics, S&P (antiguo RobecoSam) y Refinitiv. Para cada una de ellas se ha obtenido cuatro calificaciones diferentes: una calificación global ASG y una calificación individualizada para los tres pilares: Ambiental, Social y de Gobernanza (con la excepción de Refinitiv).

El análisis empírico compara en primer lugar las calificaciones otorgadas por las diferentes agencias a los componentes del IBEX-35, realizando un análisis de divergencia entre las calificaciones otorgadas por cada agencia para confirmar que no existe una correlación significativa tanto en el rating global como por cada factor (Ambiental, Social y Gobernanza). Por último se realiza un estudio de los criterios ASG en relación con los sectores, tamaño (por capitalización bursátil) y la volatilidad de las mejores y peores empresas según criterios ASG.

Para este análisis se ha hecho uso de la plataforma Bloomberg para la obtención de los Scores de Sustainalytics, S&P y Bloomberg. Los datos de Refinitiv se han obtenido mediante la plataforma Thomson Reuters. Se ha utilizado Jupyter y el lenguaje de Python para la realización de parte del análisis. De manera complementaria se han utilizado otras herramientas como Yahoo Finance o la Bolsa de Madrid.

## 7.2 Análisis empírico: la divergencia de criterios ASG en el IBEX-35

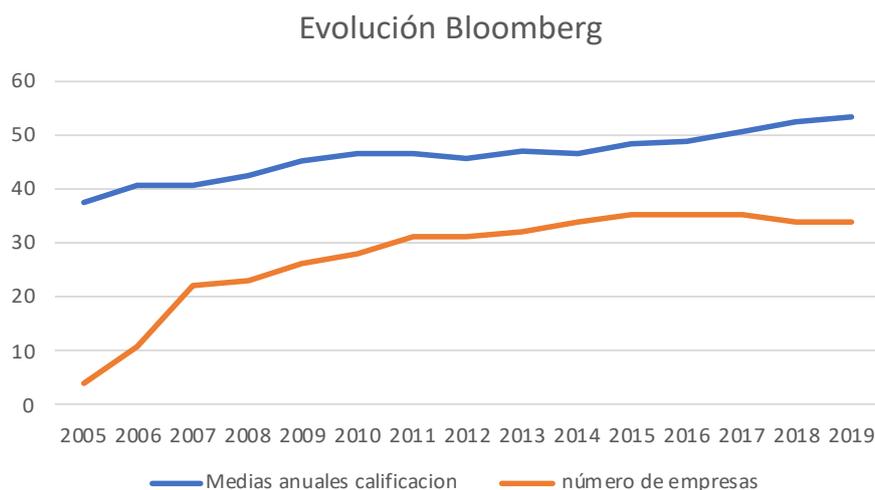
A continuación se analizan las divergencias de las calificaciones ASG entre las cuatro agencias de rating seleccionadas en relación con el IBEX-35. Se hará un análisis a lo largo del tiempo, según sectores, capitalización y volatilidad. El análisis se hará tanto a nivel de la calificación ASG Global como desglosado por factores y distinguiendo las mejores y peores empresas valoradas.

### 7.2.1 Comparativa ESG Rating Global del IBEX-35 desde 2006-2019 por agencia:

#### A) Agencia Bloomberg (datos de 2006 a 2019):

Bloomberg ofrece puntuación acerca de la actuación en sostenibilidad de las empresas del IBEX-35 para el período de estudio seleccionado (2006-2019)<sup>2</sup>. En la **figura número 8** podemos ver cómo ha habido en general una mejora de la puntuación a lo largo del tiempo, con pequeñas fluctuaciones, y que se deben fundamentalmente a modificaciones o ajustes por parte de la agencia de calificación de los pesos y variables contenidas en la calificación.

**Figura N° 8:** Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Bloomberg en el IBEX-35 (2006-2019)



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg*

<sup>2</sup> Debido al tamaño de los gráficos, se adjuntan en el **Anexo III** para su mejor visualización.

En este periodo de tiempo, tanto la puntuación como el número de empresas calificadas ha aumentado. En 2006 sólo se calificaban 11 compañías con una calificación media de 34 (sobre 100) mientras que en 2019 se calificaron un total de 34<sup>3</sup> empresas con una calificación media de 53,4.

El rating proporcionado por Bloomberg, mide concretamente el grado de divulgación de información ASG por parte de estas compañías, penalizando a aquellas que no proporcionen información sobre alguno de los KPIs establecidos. Se aprecia la consistencia de los resultados obtenidos con la tendencia descrita de aumento de divulgación de información no financiera tras la crisis de 2008. Por tanto, la mejora en la calificación no se debe únicamente a un mayor compromiso en sostenibilidad de la compañía, sino también a una divulgación mayor de información sobre ASG ( Dremptic et al., 2019; Rabener, 2020).

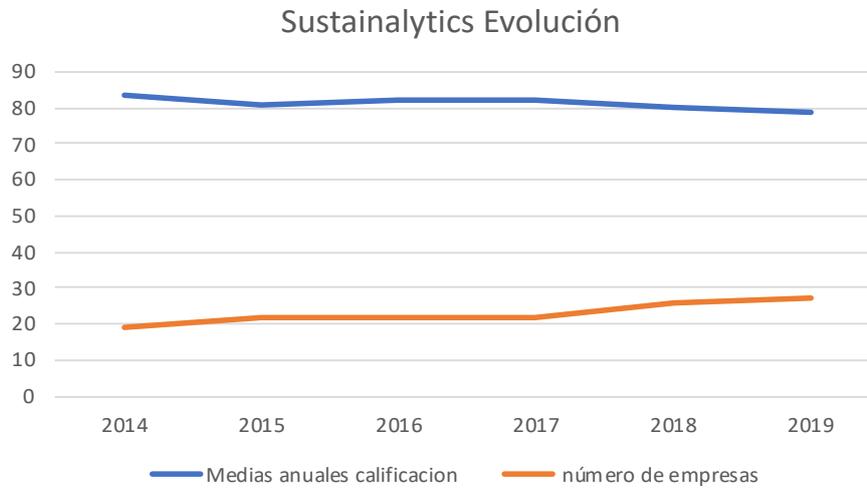
#### ***B) Agencia Sustainalytics (datos de 2014 a 2019):***

En el caso de Sustainalytics, podemos observar que la evolución de la calificación de estas compañías ha sido bastante lineal (**figura número 9**). En este caso solo hemos obtenido resultados de rating para el periodo comprendido entre 2014 y 2019. Siendo el periodo temporal pequeño, no han ocurrido muchas fluctuaciones en la calificación. Además, al ser un periodo post crisis, no es posible observar cuáles fueron los efectos que la recesión económica y la nueva normativa sobre divulgación tuvo sobre las calificaciones otorgadas por esta agencia.

---

<sup>3</sup> Bloomberg dejó de proporcionar calificación para Amadeus en 2017.

**Figura N°9:** Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Sustainalytics en el IBEX-35 (2014-2019)



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Sustainalytics destaca por ser la agencia que menos compañías califica del IBEX-35. En 2014 calificaba un total de 19 compañías, mientras que en 2019 la cifra ascendió a 27 (la última en incorporarse fue Colonial en 2018). Algunas de las compañías sobre las que aun no ofrece calificación son: Almirall, CIE Automotive, Cellnex, Meliá, Merlín Properties Socimi, Pharma Mar y Solaria Energía y Medio Ambiente<sup>4</sup>.

En este caso, la calificación media dada ha descendido de 86,6 en 2014 a 78,7 en 2019 (sobre 100). La bajada en la calificación media se debe a la incorporación de nuevas compañías al rating con scores inferiores.

Muchas compañías del IBEX-35 en el periodo de 2017 a 2018 experimentaron una bajada en su rating. Destaca Grifosol, no sólo por su bajada de rating en los últimos dos ejercicios, sino por su baja calificación a lo largo de todo el periodo de estudio, posicionada constantemente como peor empresa del IBEX-35 a excepción de en 2018 que fue superada por IAG y en 2019 por Sabadell.

En esta agencia, entre 2018 y 2019 se produjo una caída en el rating global de la mayoría de compañías del sector financiero, a excepción de BBVA que ha experimentado

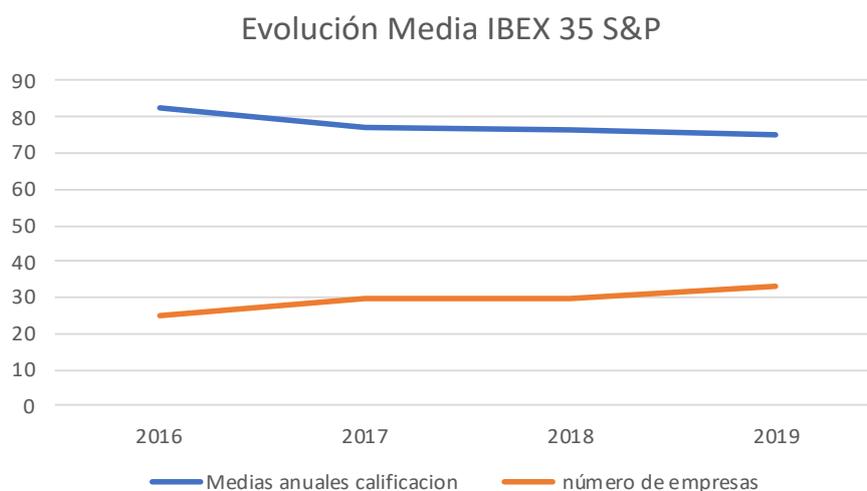
<sup>4</sup> Ver **Anexo IV** para tabla resumen de las compañías del IBEX-35 y sus tickers.

una fuerte subida en su rating ASG. Banco Santander, parece haber empeorado su rating global tanto en 2018 como 2019 y destaca sobre todo la reducción de Sabadell, que en 2014 contaba con un score superior al 90, posicionándose en Sustainlaitycs como una de las mejores empresas del IBEX-35 y habiendo recibido en 2019 a una calificación inferior a 40, posicionándose como la peor calificada.

**C) Agencia S&P antes RobecoSam (datos de 2016 a 2019):**

La Evolución seguida por este índice es muy similar a la vista en Sustanalytics. S&P sólo ofrece calificaciones sobre las compañías de IBEX-35 a partir de 2016, La evolución en el rating de estas compañías ha sido bastante lineal y con una ligera tendencia ascendente. Se ha podido apreciar en este breve periodo un aumento en el número de compañías calificadas pasando de 25 en 2016 a 33 en 2019. Las últimas compañías en haber sido incorporadas al índice han sido: Almiral, CIE Automotive y Meliá. Por su parte, la calificación media ASG descendió de 82 a 75 (sobre 100). Al igual que en el caso de Sustanalytics, esta bajada de calificación se debe a que las empresas incorporadas al rating durante los últimos años lo han hecho con calificaciones más bajas, haciendo que la media descienda.

**Figura N°10:** Evolución Histórica de la calificación Total ASG de S&P en el IBEX-35 (2016-2019)



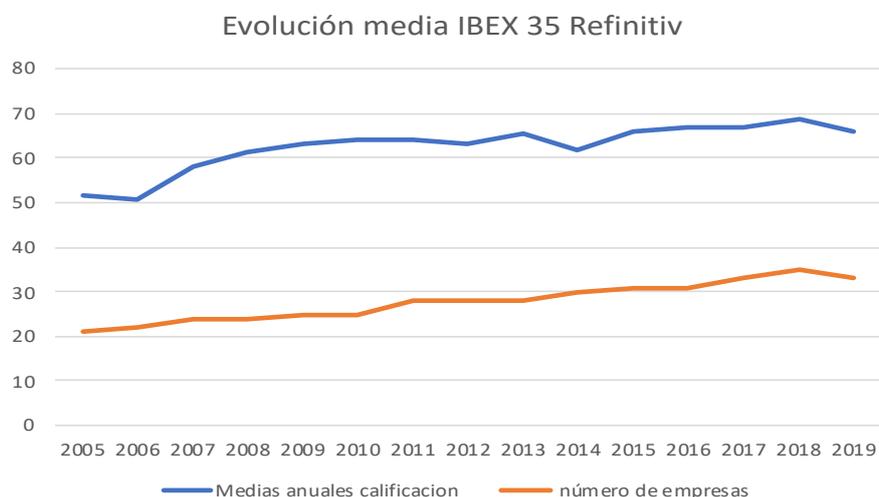
*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Una de las evoluciones que más llama la atención es la de Repsol (**figura número 10**) pues ha seguido una tendencia marcadamente a la baja entre 2016 y 2018, habiéndose recuperado levemente en 2019. Las empresas peor valoradas del índice son Almiral (incorporada en 2019), Viscofan y Aconix (incorporadas en 2017).

**D) Agencia Thomson reuters- Refinitiv (datos de 2006 a 2019):**

En cuanto a Refinitiv, parece ser la agencia en la que más variaciones ha habido en sus calificaciones. Hemos obtenido datos acerca de su evolución desde 2006 hasta 2019. A pesar de las numerosas fluctuaciones, la mayoría de las empresas han seguido una trayectoria ascendente habiendo superado la calificación de 50 y situándose la mayoría entre los 60 y 80 puntos. La calificación media del IBEX-35 ha aumentado con respecto a 2006, de 50 puntos de media a 65 (sobre 100). También ha aumentado el número de compañías del IBEX-35 calificadas de 21 compañías en 2016 a 33 en 2019, habiéndose calificado las 35 empresas durante el año 2018.

**Figura N°11:** Evolución Histórica de la calificación Total ASG de Refinitiv en el IBEX-35 (2006-2019)



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Un estudio reciente realizado por Nicolas Rabener (2020) establece que las mejoras en el rating se pueden explicar en parte por el aumento de información ASG disponible, lo cual ha provocado un cambio en la perspectiva y método de calificación

seguida por las agencias. Esto hace que el rating que se obtuvo en 2006 no resulte del todo comparable con el obtenido en 2019, por tanto, centraremos el resto del análisis empírico en conocer la situación de los ratings en 2019 y tal y como proponer Rabener, realizar un análisis transversal entre los diferentes ratings proporcionados por una agencia y entre las agencias seleccionadas.

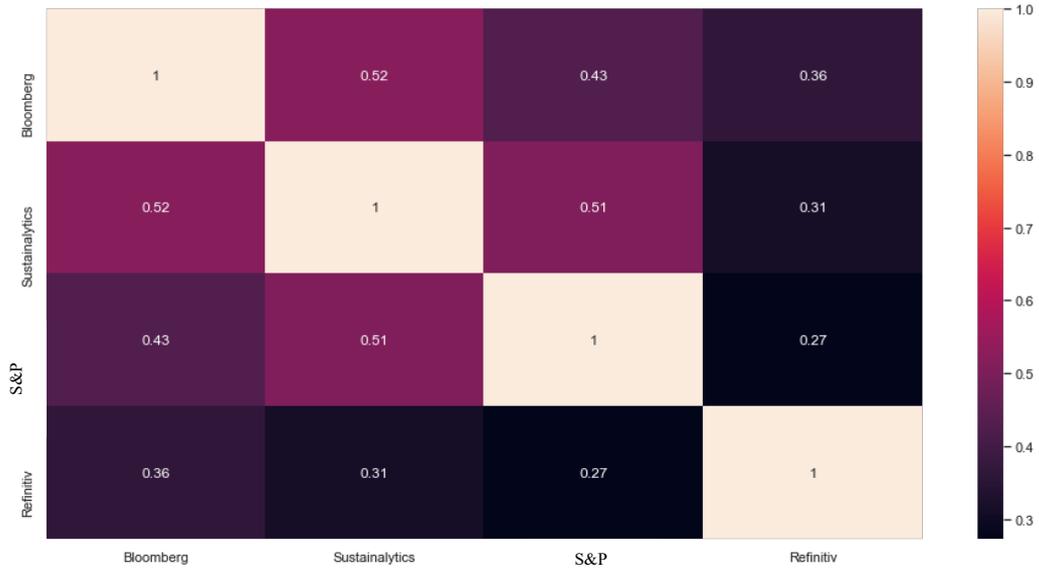
### ***7.2.2 Divergencia de ESG Rating Global y por factores del IBEX-35 en 2019:***

En este apartado se analiza la posible divergencia entre los ratings ASG en las empresas del IBEX-35, partiendo de la hipótesis de que no hay ninguna correlación significativa entre las 4 agencias de calificación seleccionadas (Bloomberg, Sustainability, S&P y Refinitiv).

Para contrastar la hipótesis se ha utilizado un notebook de Jupyter, utilizando el lenguaje Python para importar las librerías necesarias para realizar el cálculo y los gráficos. Los datos de las calificaciones de ASG se han descargado de los difusores de información de Bloomberg y Thomson Reuters.

Los resultados de las correlaciones entre los 4 ratings de acuerdo con la **figura número 12** muestran que todos tienen una correlación positiva, si bien las correlaciones están entre un máximo de 0,52 (entre Bloomberg y Sustainalytics) y un mínimo de 0,27 (entre S&P y Refinitiv). Se confirma que la correlación es débil e insuficiente. Las correlaciones más bajas son todas con relación a Refinitiv. La correlación media entre los índices analizados es de 0,4, cifra inferior al 0,54 que se obtuvo de media en el estudio del MIT para el mercado americano (Berg et al., 2019). En ambos casos no resulta significativa la correlación confirmándose la divergencia.

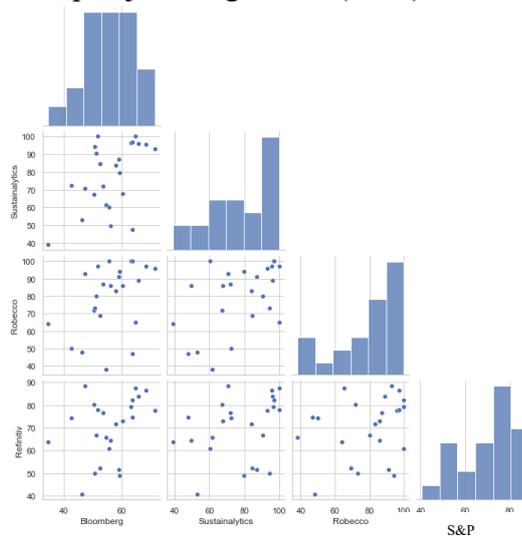
**Figura N° 12:** Tabla de correlaciones entre las variables. Año 2019



Fuente: Elaboración propia en notebook Jupiter con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.

Se muestra también gráficamente la dispersión entre las calificaciones, observando la no correlación significativa en el diagrama de dispersión (**Figura número 13**).

**Figura N°13:** Gráfico de barras de cada agencia de rating y diagrama de dispersión por parejas de agencias. (2019)

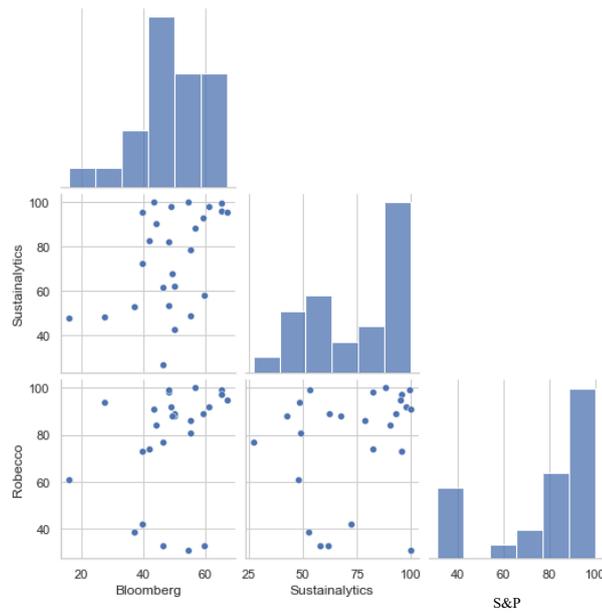
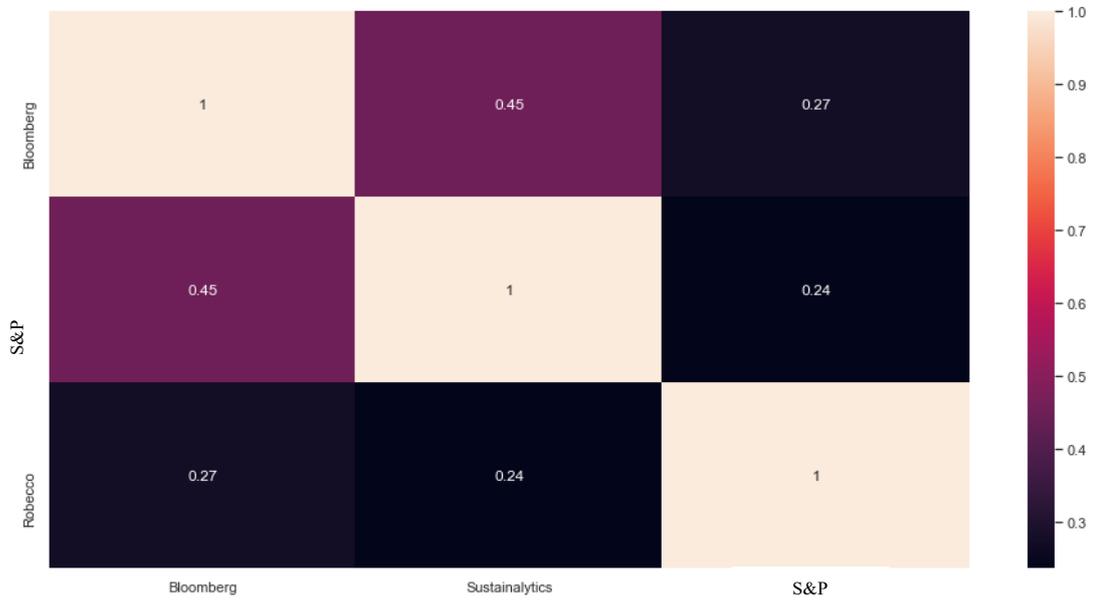


Fuente: Elaboración propia en notebook Jupiter con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.

De la **figura número 13** cabe destacar que Bloomberg es la agencia que puntúa más bajo a las mejores empresas, frente a Sustainalytics y S&P, quienes tienen la mayoría de las empresas calificadas en los valores máximos.

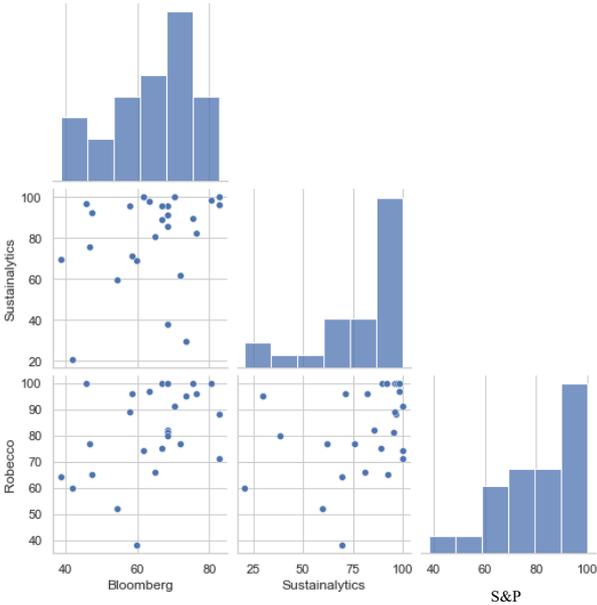
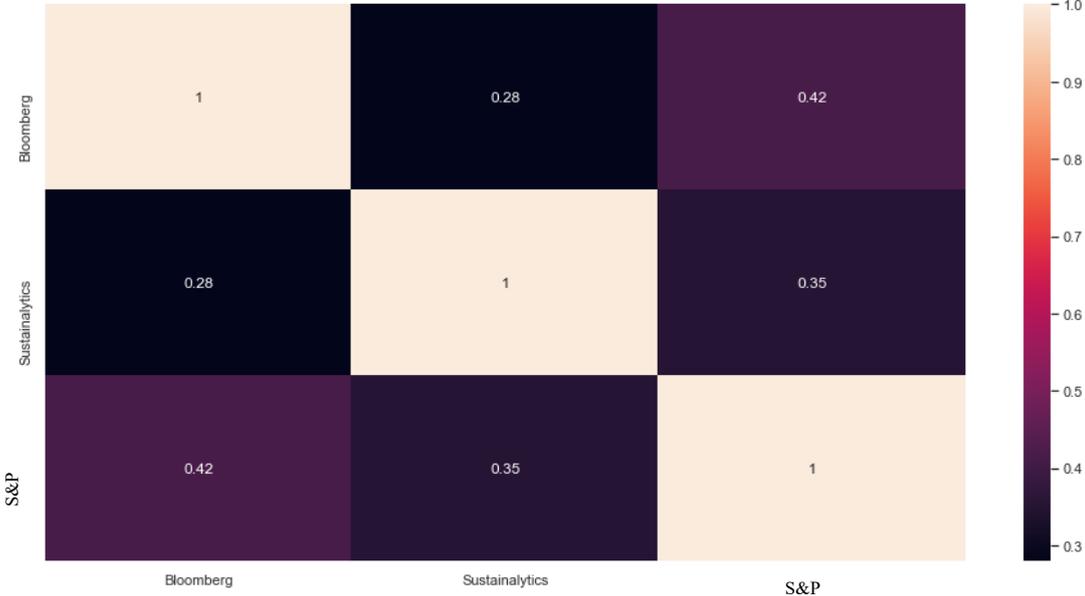
Del gráfico de dispersión se demuestra que hay una correlación positiva pero no significativa entre los ratings globales. A continuación se analizan las calificaciones desglosando los 3 factores que forman el rating ASG para tres de las agencias de rating (no se disponen datos desglosados para Refinitiv). Estas correlaciones por factores son también positivas y no significativas. En este caso, la mayor correlación es en el factor ambiental entre Bloomberg y Sustainalytics (0,45), en el social entre Bloomberg y S&P (0,42) y en el de gobernanza entre Sustainalytics y S&P (0,4).

**Figura N°14: Correlaciones Factor Ambiental. Año 2019**



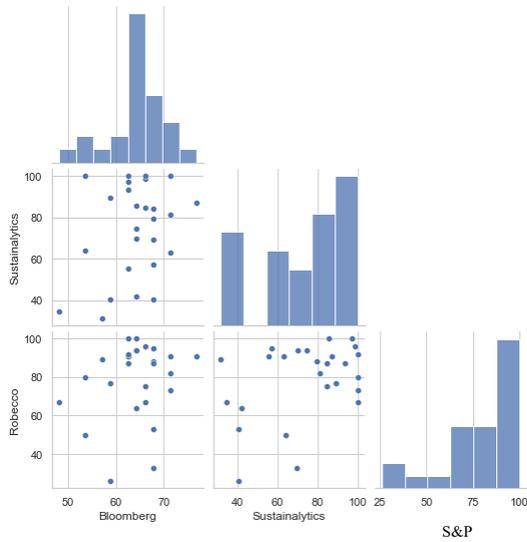
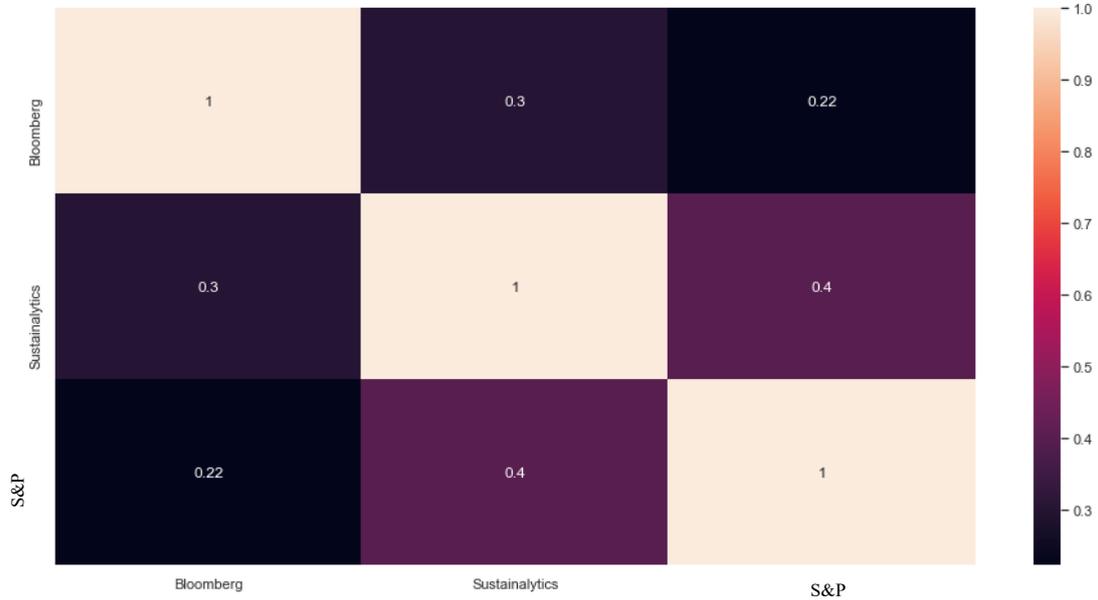
*Fuente: Elaboración propia en notebook Jupiter con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.*

**Figura N°15: Correlaciones Factor Social. Año 2019**



*Fuente: Elaboración propia en notebook Jupiter con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.*

**Figura N°16: Correlaciones Factor Gobierno. Año 2019**



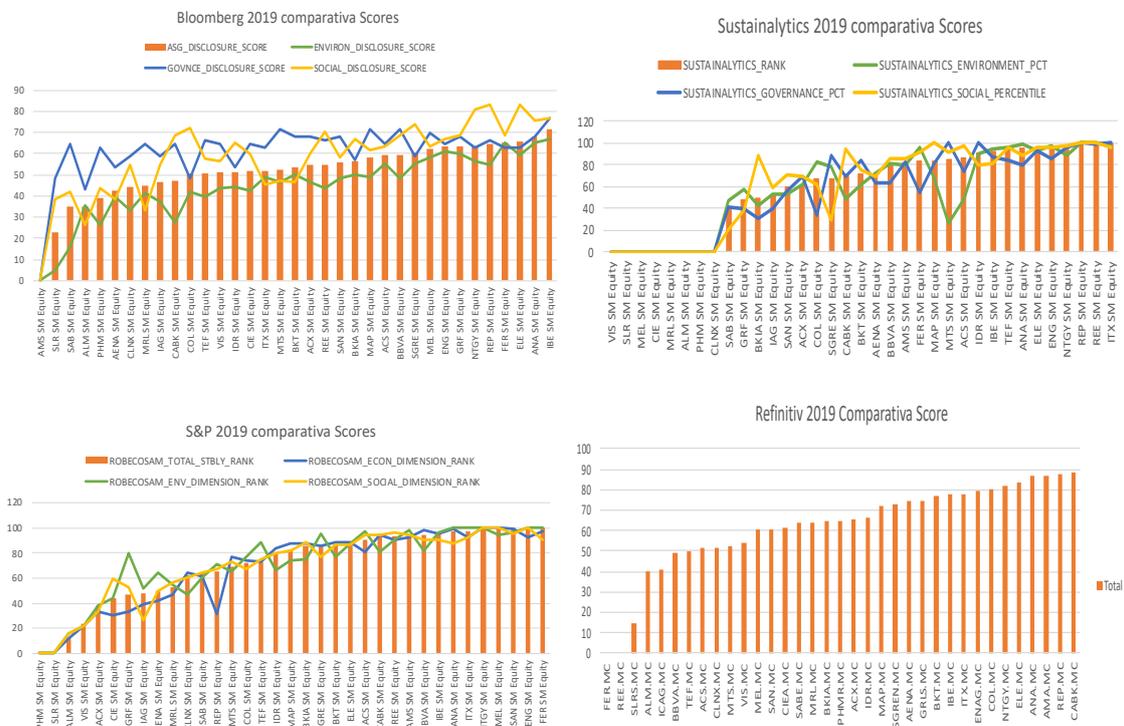
*Fuente: Elaboración propia en notebook Jupiter con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.*

A continuación se realiza el estudio de la calificación ASG de todas las compañías de manera individual para identificar las discrepancias entre las mejor y peor evaluadas.

### 7.2.3 Estudio de los factores A-S-G en las empresas del IBEX-35 en 2019:

A continuación se estudia la comparativa de ASG entre todas las empresas del IBEX-35 en 2019 ordenadas de manera creciente para cada una de las cuatro agencias (figura número 17 mediante barras). Se compara esta calificación global ASG con la calificación otorgada por cada agencia para los tres pilares de manera individual (Ambiental, Social y de Gobernanza).

**Figura N°17:** Calificaciones ASG de las empresas del IBEX-35 en Bloomberg, Sustainalytics, S&P y Refinitiv (2019)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Thomson Reuters.

La primera conclusión es que, a pesar de que las cuatro agencias proporcionan una calificación del 0 al 100, las calificaciones máximas y mínimas concedidas varían por agencia. Mientras que Sustainalytics y S&P han otorgado puntuaciones de 100 a algunas compañías, en Refinitiv, la puntuación máxima es 88 y en Bloomberg 71. Es decir, a la hora de comparar la calificación concedida a una compañía por diferentes agencias, es necesario ponerlas en conexión con la calificación que esta misma agencia

ha otorgado a las demás empresas del índice. Esto es consistente con los resultados descritos en **la figura número 13**.

La **figura número 17** muestra que las diferencias son mucho más pronunciadas en las compañías de menor calificación pero, a medida que aumenta el Score global, la dispersión de las puntuaciones disminuye considerablemente. Además, las compañías en las que existe mayor dispersión no son las mismas en cada agencia.

En Bloomberg la mayoría de las empresas calificadas tienen un rating global (ASG Disclosure Score) de entre 50 y 70. Siendo, en la gran mayoría de los casos la calificación ambiental (environmental Score) la de menor puntuación y la relativa a los factores de gobernanza (Governance Score) la más alta. Para Sustainalytics y S&P, más de la mitad de las empresas poseen una calificación entre 80 y 100. En Refinitiv más del 50% de las empresas presentan un score entre 70 y 90. De las **figuras número 14 a 16** también se puede observar que la distribución de las calificaciones ASG y las individuales de Ambiental, Social y Gobernanza, no siguen distribuciones iguales dentro del mismo rating, lo que da lugar a situaciones en las que la dispersión entre los tres criterios es muy amplia.

**Figura N°18:** Compañía con calificaciones más dispersas de cada Agencia (2019)

Agencia ASG	COMPAÑÍA	TOTAL ASG	AMBIENTAL	SOCIAL	GOBERNANZA
<b>Bloomberg</b>	Sabadell	42	16	41	64
<b>Sustainalytics</b>	ArcelorMittal	85	26	100	100
<b>S&amp;P</b>	Repsol	65	67	71	30

*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

La divergencia se debe tanto al alcance del rating, la medición de los atributos y las ponderaciones otorgadas a cada uno de los atributos (Berg et al., 2019) que hacen que calificaciones otorgadas por las cuatro agencias no sean comparables y las correlaciones entre los scores no sean significativas. Por lo general, las empresas mejor y peor

calificadas por cada agencia en cada una de las categorías no son las mismas y dependerá de la metodología seguida por cada compañía<sup>5</sup>.

Dado que no hay una correlación a estudiar por ser débil, a continuación se analizan los datos de las empresas del IBEX-35 por sectores, capitalización y distinguiendo las empresas mejor y peor valoradas con el fin de analizar la disparidad en sus ratings y para ver los posibles efectos que la pertenencia a un sector o el tamaño medido (capitalización) tienen sobre la calificación ASG.

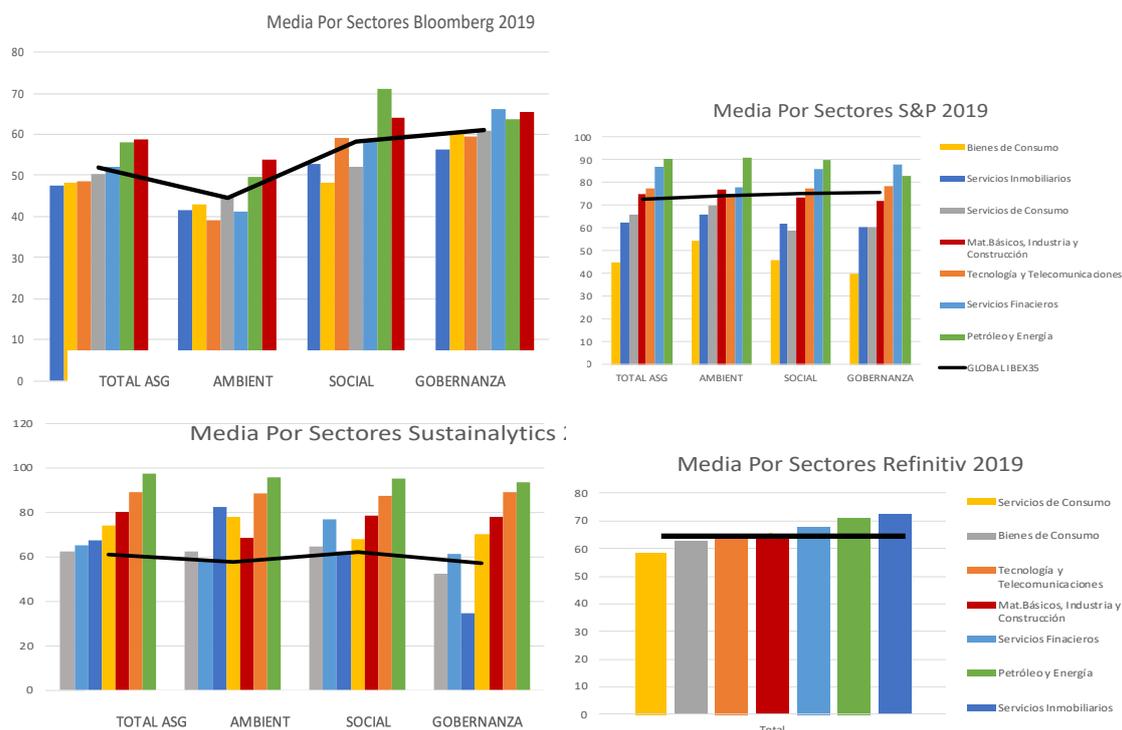
---

<sup>5</sup> Ver **Anexo V** para mayor detalle (tablas con mejor y peor y gráficos ordenados)

### 7.2.4 Estudio sectorial del ESG del IBEX-35 en 2019:

Es interesante hacer un análisis de los resultados obtenidos para cada una de las cuatro agencias por sectores. Para ello, se han clasificado estas 35 empresas en los 7 sectores principales reconocidos por el IBEX-35<sup>6</sup>.

**Figura N°19:** Calificación ASG por media de sectores del IBEX-35 en Bloomberg, Sustainalytics, S&P y Refinitiv



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

No existe tampoco consenso acerca de la actuación media en ASG por sectores. Parece ser que sí existe cierta unanimidad en cuanto a la actuación en sostenibilidad del sector de Petróleo y Energía, que las cuatro agencias sitúan en primera o segunda posición para los cuatro Scores. El sector financiero también es de los mejor calificados por todas las agencias, a excepción de Sustainalytics quien lo califica entre las últimas posiciones entre sectores. Además, analizadas individualmente empresas como Sabadell o BBVA seguían trayectorias muy particulares y poco armonizadas entre agencias. Esto quizá se

<sup>6</sup> Para mayor detalle acerca de las empresas contenidas en cada sector y los sectores determinados, ir a **Anexo VI**

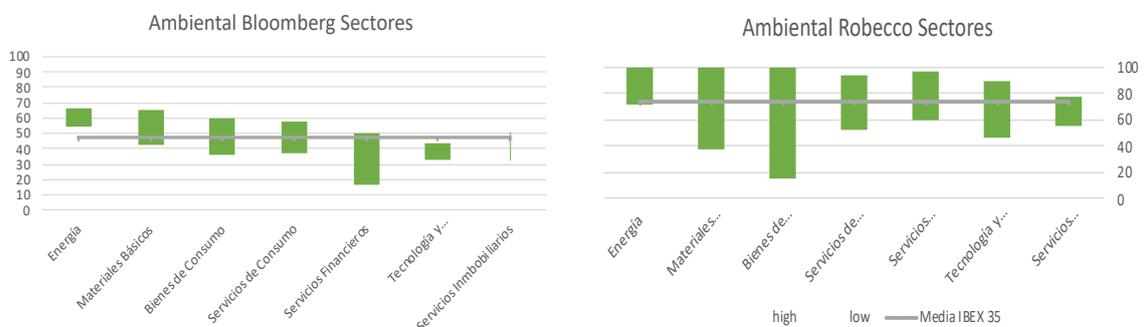
deba a un cierto sesgo sectorial. Recordemos que sustainalytics, atendiendo al sector que se esté evaluando, da mayor o menor peso a los diferentes criterios de evaluación (Moy Huber y Comstock, 2017). Al no existir una metodología homogénea ni consenso acerca de los atributos materiales para cada sector, cada agencia incluye y mide KPIs diferentes y con diferente intensidad, lo que explica en cierto modo esta falta de consenso en cuanto al desempeño sectorial.

**Figura N°20:** Dispersión de las calificaciones ASG por sector



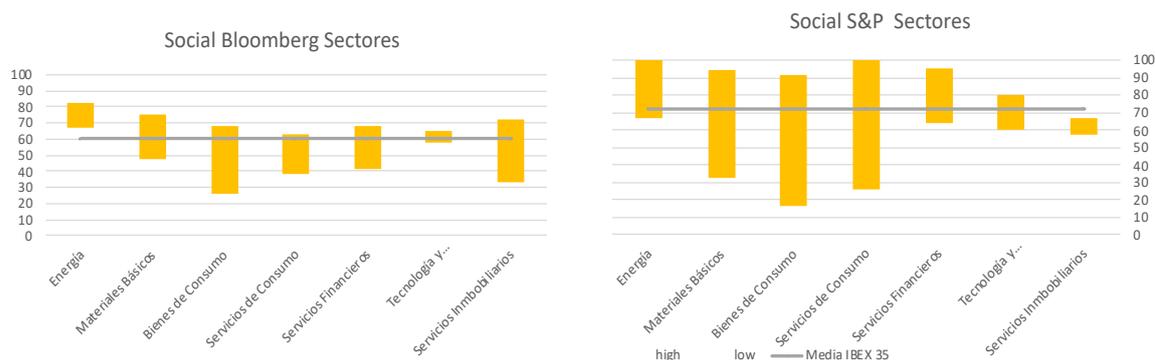
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

**Figura N°21:** Dispersión de las calificaciones Ambientales por sector



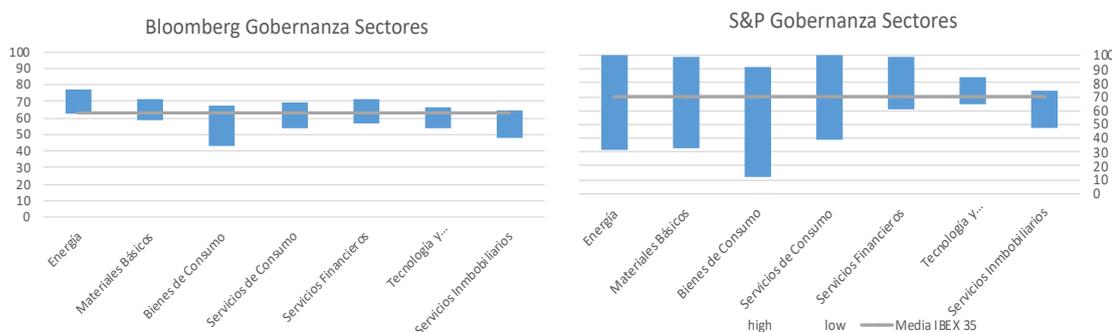
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

**Figura N°22: Dispersión de las calificaciones Sociales por sector**



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

**Figura N°23: Dispersión de las calificaciones de Gobernanza por sector**



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Dado que sustainalytics no ofrecía rating de 8 de las 35 empresas hemos prescindido de este índice para hacer la comparativa de la dispersión presentada en las **figuras 20-23** puesto que distorsionaría los resultados obtenidos. Se ha hecho una comparativa entre Bloomberg, S&P y Refinitiv (en la categoría Total ASG), eliminando las compañías que no tienen rating para alguna de ellas, que son un total del 5: Solaria Energía, Red Electrica, Ferrovial, Amadeus IT Group, y Pharma Mar.

Por lo general, en el sector de Petróleo y Energía es en el que menor dispersión existe en las cuatro categorías de análisis y para las tres agencias consideradas, situándose por encima de la calificación media del IBEX-35 en su categoría. Una vez más se demuestra que es el sector en el que más consenso existe, habiendo poca divergencia en la calificación otorgada a cada una de las empresas energéticas y entre la opinión de las agencias.

El sector de Bienes de Consumo es en el que mayor dispersión existe, especialmente en las calificaciones otorgadas por S&P. En cuanto al sector de Servicios Financieros, en la **figura número 19** se observa que en Bloomberg estas compañías se encuentran calificadas de la media para abajo, mientras que para S&P, las calificaciones se extienden desde la media hasta los máximos. Más allá de estas menciones, no se han encontrado mayores similitudes entre las calificaciones por sector. Se ha llevado a cabo un estudio más detallado acerca de las calificaciones y rentabilidad del sector de la energía que se adjunta al anexo <sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Ir a **Anexos VII Y VIII** para un análisis más pormenorizado acerca del sector Energético.

### ***7.2.5 Relación de la capitalización bursátil y ASG del IBEX-35 en 2019:***

Iberdrola, con una capitalización superior a los 58 billones de euros, se sitúa entre las top tres empresas de mayor capitalización del IBEX-35<sup>8</sup> y en 2019 fue calificada por Bloomberg como la empresa más sostenible del índice. Por el contrario, Solaria, otra empresa perteneciente al sector energético, con una capitalización de 0,85 billones de euros, es una de las empresas de menor tamaño del IBEX-35, habiendo recibido por Bloomberg la peor calificación del índice.

Tras haber observado esta posible relación entre calificación sostenible, rentabilidad y riesgo, también descrita en numerosas ocasiones por la literatura, se han seleccionado las siete empresas mejor y peor calificadas sosteniblemente del IBEX-35 para analizar con mayor detalle su actuación ASG.

Un estudio llevado a cabo por Drempetic et al. (2019) estudiaba la influencia que el tamaño de una compañía ejerce sobre la calificación ASG recibida. En este estudio analizaba la relación existente entre los informes de sostenibilidad, la medición de la sostenibilidad corporativa y la puntuación ASG en las empresas calificadas por la agencia ASSET4. La hipótesis inicial planteada es que las empresas más grandes utilizan más recursos para divulgar datos ASG y, consecuentemente, las empresas de mayor tamaño aportan más datos para ser valorados por las agencias de calificación de sostenibilidad. Este hecho se correlaciona positivamente con la puntuación ASG proporcionada por las agencias. Los resultados obtenidos confirmaban esta correlación positiva entre tamaño de la compañía, divulgación de información en sostenibilidad y mejor calificación ASG.

Tras haber comparado la capitalización a 2019 de las empresas del IBEX-35 y la calificación ASG ofrecida por las cuatro agencias objeto de estudio, los resultados no han sido tan claros para este mercado como resultaron serlo en el caso de la agencia ASSET4.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Ver **Anexo IX** para más información acerca de la capitalización de las empresas del IBEX-35 (2019 y 2020).

<sup>9</sup> En el **Anexo X** se adjuntan los resultados del análisis de esta relación entre capitalización y calificación ASG

En la **figura número 24** se realiza una comparativa entre las 7 empresas mejor y peor calificadas en ASG (en media) del IBEX-35 y las 7 empresas con mayor y menor capitalización en 2019. Esta comparativa entre tamaño y calificación pone de manifiesto que cinco de las compañías de menor capitalización, son a su vez de las peor calificadas en ASG. Por el contrario, al realizar este ejercicio con las empresas con mejores resultados, sólo dos de ellas se encuentra entre las compañías con mayor capitalización y mejor calificación ASG (Iberdrola y Amadeus).

**Figura N°24:** Compañías del IBEX-35 mejor y peor calificadas en ASG (en media) y compañías con mayor y menor capitalización (2019).

	<b>Calificación ASG Media</b>		<b>Capitalización</b>	
<b>Mayor</b>	<b>1. Amadeus IT</b> 2. Acciona 3. Naturgy 4. Enagas	<b>5. Iberdrola</b> 6. Red Eléctrica 7. Ferrovial	1. Inditex 2. Santander <b>3. Iberdrola</b> 4. BBVA	5. Telefónica <b>6. Amadeus IT</b> 7. AENA
<b>Menor</b>	<b>1. Solaria Energía</b> <b>2. Almirall</b> <b>3. Viscofan</b> 4. IAG	5. Sabadel <b>6. Pharma Mar</b> <b>7. CIE Autom.</b>	<b>1. Pharma Mar</b> <b>2. Solaria Energía</b> 3. Indra <b>4. Viscofan</b>	<b>5. Almirall</b> 6. Aeronix <b>7. CIE Autom.</b>

*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y BME (2021).*

Partiendo de los dos grupos de empresas presentados en la **figura número 24**, se procederá a hacer un análisis de las siete empresas del índice con mejor y peor calificación ASG en media con el objetivo de observar de manera sintética la influencia del tamaño, sector y dispersión de las calificaciones.

### **7.2.6 Comparativa de empresas Top y Bottom según criterio ASG del IBEX-35**

Se han seleccionado las 7 empresas con mejor y peor calificación media del IBEX-35. Para ello, se ha calculado una media de la puntuación Total ASG obtenida por estas empresas en las 4 agencias de estudio, y se han seleccionado las compañías de las colas<sup>10</sup>. El periodo de estudio ha sido de 2010 a 2019 (10 años) no se ha seleccionado el periodo de estudio original (2006-2019) ya que no se tenía los datos de cotización para esos años de muchas empresas que hoy componen el IBEX-35.

Destaca que, dentro del grupo de empresas mejor valoradas, cuatro de las siete compañías seleccionadas pertenecen al sector de la energía, por lo que parece haber una cierta preferencia por este sector específico. Esta conclusión está en línea con la alcanzada por Rabener en su estudio sobre el S&P 500 en 2020, donde menciona que la mayoría de los conjuntos de datos ASG presentan las mismas apuestas sectoriales. Sería necesario profundizar más en futuros análisis.

Destaca, también que el año medio de incorporación de las empresas mejor calificadas es 1996 mientras que en las peor calificadas es 2016 habiendo sido tres de ellas incorporadas en 2020. Por tanto, existe cierta relación entre el tiempo medio que una compañía lleva formando parte del IBEX-35 y su calificación ASG .

En el estudio llevado a cabo por Factor Research en 2020, Rabener analiza la calificación ASG de las empresas del S&P 500 en relación con diferentes ratios financieros. Tras analizar la volatilidad anualizada y el rendimiento a 12 meses de las empresas se concluye que los valores con las puntuaciones más bajas fueron más volátiles, pero también generaron los mayores rendimientos (Rabener, 2020). A continuación se hará un estudio similar para las empresas del IBEX-35. Esto coincide con lo descrito en la literatura, los factores ASG aportan una menor volatilidad y, por tanto, un menor riesgo y, en consecuencia, una mayor rentabilidad ajustada al riesgo (Ashwin et al., 2016)

---

<sup>10</sup> Para conocer las compañías que componen cada una de las dos categorías y características acerca de sus calificaciones ASG, capitalización y volatilidad ir al **Anexo XI**.

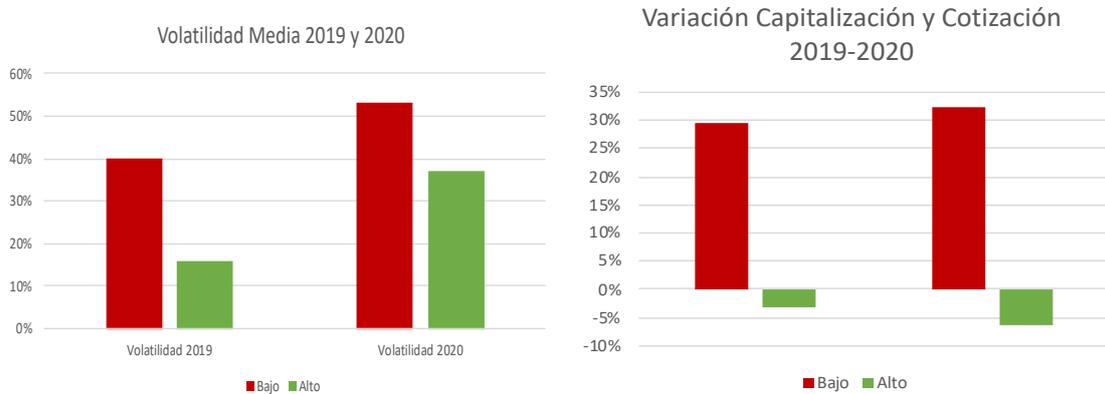
**Figura N°25:** Cotización y capitalización media de los grupos Top y Bottom del IBEX-35 (2019-2020)



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Al estudiar la cotización y capitalización de estos dos grupos en 2019, se pone de manifiesto el mayor tamaño y rendimiento de las empresas mejor calificadas. La capitalización media del grupo “alto” (top) es de casi seis veces superior (cerca de 24 billones de euros), mientras que en el grupo “bajo” (bottom) es casi seis veces inferior (cerca de 4 billones de euros). Recordemos que Bloomberg analiza el nivel de divulgación de información no financiera. Esto está en línea con lo analizado previamente: existe una relación entre el tamaño de la compañía, la cantidad de información sostenible divulgada y la calificación ASG obtenida (Drempetic et al., 2019). Variables como la capitalización y la disponibilidad de recurso van a seguir repercutiendo en la calificación ASG, mientras que no exista mayor armonización acerca de la información obligatoria a ser comunicada al mercado en materia ASG y los atributos corporativos que han de ser evaluados por parte de las agencias.

**Figura N°26: Volatilidad y variación de cotización y capitalización en los grupos Top y Bottom del IBEX-35 (2019-2020)**

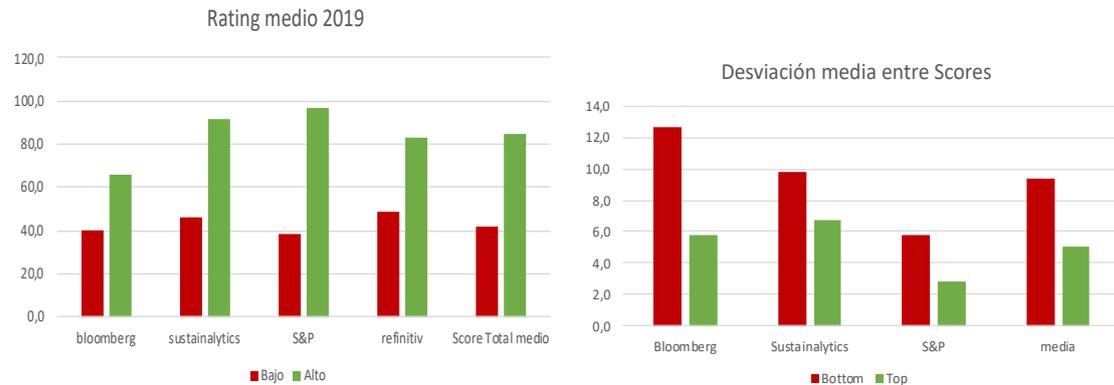


*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Al analizar la volatilidad en 2019 y 2020 y la variación de la capitalización y cotización, los resultados obtenidos son similares a los descritos por Rabener en su estudio del S&P 500. La volatilidad de las compañías peor valoradas es claramente superior a la de las empresas con mejor calificación para los dos ejercicios de estudio. En 2019 mientras que la volatilidad del grupo “Alto” fue del 16%, la del grupo “Bajo” fue del 40%. Por otro lado la variación en capitalización y cotización entre las empresas mejor valoradas fue negativo, es decir hubo una reducción en su tamaño mientras que en el grupo de las peor valoradas hubo un incremento cercano al 30% en cotización y capitalización.

En último lugar se analiza la dispersión en la calificación obtenida en los ratings de estos dos grupos.

**Figura N°27:** Dispersión de las Calificaciones ASG de los grupos Top y Bottom de las empresas del IBEX-35 (2019)



*Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.*

Para cada una de las empresas que componen los dos grupos, se ha obtenido la calificación proporcionada por las cuatro agencias sostenibles objeto de estudio en cuatro scores diferentes (Total ASG, Ambiental, Social y de Gobernanza). Cabe mencionar que no se ha obtenido calificación para muchas de las empresas peor valoradas en agencias como Sustainalytics y S&P. La calificación media de las empresas mejor valoradas es entre 1,6 y 2,5 veces superior a la de las empresas peor valoradas.

Sin embargo, parece ser que existe mayor dispersión entre los cuatro ratings ofrecidos por las agencias para el grupo de empresas peor valoradas que para el grupo de empresas mejor valoradas. Esto se debe a que existe una clara interrelación entre las tres categorías de rating. Esto ya fue propuesto por un análisis llevado a cabo por McKinsey (2019) donde se concluía que el ASG es una parte intrínseca de la forma de hacer negocios, y sus categorías individuales (Ambiental, social y de Gobernanza) están a su vez entrelazadas (Henisz et al., 2019). Esto se refleja a la hora de otorgar calificaciones, de tal forma que, una buena actuación individual en los tres pilares (Ambiental, Social y de Gobernanza) conllevará un buen rating Total ASG. Una mala actuación en alguno de los tres pilares, normalmente será penalizada mediante los mecanismos de ajuste de exposición al riesgo que las agencias han incorporado a su metodología. La compañía será penalizada y su rating en el pilar correspondiente será claramente inferior, distanciándose de la calificación dada a los otros tres ratings.

### 7.3 Conclusiones

El número de empresas calificadas y los scores otorgados por las agencias ha ido en aumento desde 2006 a 2019, señal de la progresiva consolidación del ASG en el mercado. En aquellas agencias donde se ha podido observar una bajada en la calificación media se debe a la inclusión de nuevas compañías en la calificación con scores más bajos.

Se confirma la hipótesis inicial de que la correlación existente entre las calificaciones otorgadas por diferentes agencias es positiva pero no significativa. La correlación media detectada fue de 0,4, cifra inferior a la obtenida para el S&P-500 en el estudio llevado a cabo por Berg et al. (2019). Tampoco existe una distribución igual de las calificaciones entre ratings. La calificación máxima y mínima dada por cada agencia varía, y no existe consenso acerca de cuáles son las mejores y peores empresas en sostenibilidad. Todo esto dificulta la comparación de los resultados.

Al analizar individualmente los scores ofrecidos por cada agencia, se comprueba que las calificaciones dadas para una misma empresa en cada pilar no siguen distribuciones iguales lo que da lugar a situaciones en las que la dispersión entre los tres criterios es muy amplia. Las diferencias son mucho más pronunciadas en las compañías de menor calificación pero, a medida que aumenta el Score global ASG, la dispersión de las puntuaciones disminuye considerablemente.

Del análisis sectorial cabe concluir que no existe consenso acerca de la actuación media en ASG por sectores. Destacan industrias como la energética ante la cual, los calificadores parecen sí estar de acuerdo en la actuación sostenible de las compañías que la componen. Sin embargo, en otros sectores, como el financiero, hay disparidad de criterios. Se necesita por tanto mayor armonización acerca de los temas materiales para cada industria y los pesos que otorgar a cada uno de ellos en el rating.

Al realizar un estudio comparativo de las empresas mejor y peor calificadas en ASG, se confirma la hipótesis inicial de la relación existente entre tamaño de la empresa (capitalización) y calificación ASG. La capitalización media del grupo “alto” (top) es casi seis veces superior a la de las empresas peor calificadas.

Se confirma también la hipótesis inicial de la relación entre riesgo y sostenibilidad. La volatilidad de las compañías peor valoradas se situó en un 40% frente al 16% de volatilidad de las mejor calificadas. Se muestra que la calificación ASG puede actuar como filtro excluyendo del universo de inversión, los “eslabones débiles” (Kuzima y Lindemane, 2017).

Por último se demuestra que la dispersión entre el score Total ASG, Ambiental, Social y de Gobernanza es mayor en las compañías peor calificadas. Esto puede ser explicado por la correlación existente entre los tres pilares del ASG que se encuentran intrínsecamente entrelazados entre sí, de tal forma que los esfuerzos llevados a cabo en uno de los pilares repercutirán positivamente en los otros dos (Henisz et al., 2019).

## VIII. CONCLUSIONES

Tras haber llevado a cabo la revisión literaria y el análisis empírico acerca de las calificaciones ASG en el IBEX-35, podemos concluir que:

La inversión con criterios ASG se ha convertido en una corriente principal del mercado, donde las estrategias de inversión seguidas aúnan tanto criterios financieros como de sostenibilidad. Estamos observando un progresivo cambio por parte de todos los agentes del mercado hacia la inclusión de criterios de sostenibilidad y la consolidación de estrategias ASG.

El impulso de instituciones internacionales ha sido clave para el afianzamiento de esta tendencia, destacan la Alianza Global de Inversión Sostenible o los Foros de Inversión (Eurosif, USSIF, Spainsif...) Destacan compromisos asumidos por empresas como los Principios de Inversión Responsable de la ONU y otros por parte estatal como el Acuerdo de París.

Aun no existe una definición pacífica acerca de qué es la ISR ni sobre qué criterios han de considerarse incluidos dentro del ASG. Estas siglas hacen referencia a factores Sociales, Ambientales y de Gobernanza que pueden afectar a la rentabilidad de una compañía. Sin embargo, los atributos contenidos dentro de cada pilar, han variado a lo largo del tiempo y dependen del agente que lo formule. La falta de homogeneidad dificulta la comparación de criterios ASG. Destaca el compromiso por parte de la Unión Europea (“The Green Deal”) de dar cumplimiento al Acuerdo de París y desarrollar un sistema normativo homogéneo y una taxonomía armonizada para la proliferación de las finanzas sostenibles.

Actualmente más del 50% de los activos en Europa, Australia y Canadá y el 25% en Estados Unidos se encuentran gestionados de forma sostenible bajo alguna de las 7 estrategias de inversión existentes. Estas estrategias han demostrado ser sustancialmente relevantes para el rendimiento del inversor. Esto ha provocado un cambio en el perfil del inversor sostenible, pasando de regirse por motivaciones éticas a financieras.

El impulso y transformación de la inversión sostenible ha procedido principalmente de inversores institucionales. En España en 2020 más del 80% de la inversión ASG fue apoyada por inversores institucionales. Para estos, la inversión responsable se trata de una decisión de materialidad financiera lo que la ha situado como una tendencia dominante del mercado.

Comprobamos que cada vez es mayor la demanda de productos ASG por parte de inversores minoristas. Según Eurosif la demanda de ISR por parte de inversores minoristas ha aumentado un 800% entre 2014 y 2018, suponiendo actualmente más del 30% de la inversión ASG total en Europa. Esta tendencia se va a ver aumentada con el transpaso por herencia de las fortunas hacia generaciones más jóvenes (millennials y generación X). Para lograr el desarrollo de todo el potencial que ofrece este grupo de inversores es necesario que los asesores financieros se formen e incluyan opciones de inversión ASG entre sus ofertas .

Las compañías, a consecuencia de las exigencias legales y el cambio de perspectiva de los inversores, están modificando su cultura y misión, pasando de considerar únicamente criterios financieros a introducir estrategias que aboguen por la sostenibilidad a largo plazo. Se ha sustituido el objetivo único de maximización del beneficio por otro que incluya a todos los stakeholders y el desarrollo social.

La cantidad de información ASG divulgada por las empresas ha crecido un 70% entre 2016-2020, según CDP, la sobre-información, dificulta la toma de decisiones por parte del inversor. Al carecer de un marco normativo que homogenice la divulgación siguen existiendo diferencias tanto en la intensidad como en la forma de divulgación de la información ASG por parte de las empresas. Además prácticas como el greenwashing dificultan la detección de los aspectos relevantes en ASG.

Concluimos que debido a la oferta de sobre-información ASG y la demanda de estrategias sostenibles por parte de los inversores, las agencias de calificación ASG cobraron importancia. Estas han dejado de ser actores aislados del mercado, dirigidos a un nicho limitado para convertirse en un agente central de la inversión sostenible.

El mercado de las agencias de calificación ASG ha pasado por un proceso de concentración en los últimos 10 años (de 2008 a 2018). Los inversores han comenzado a demandar de manera creciente ratings de sostenibilidad, consecuentemente, el número de agencias de calificación ASG ha aumentado y estos agentes se han consolidado en el mercado elaborando tanto índices como calificaciones ASG.

En el presente trabajo se han puesto de manifiesto las diferencias en las metodologías seguidas por las agencias de mayor prestigio, concluyendo que la divergencia procede de la falta de armonización en cuanto al alcance del rating, la medición de los atributos y las ponderaciones otorgadas a cada uno de los atributos. Concluimos que al no existir una metodología armonizada los resultados obtenidos por cada agencia son poco congruentes.

Se concluye que, aunque inversores y profesionales estén de acuerdo en que las agencias ASG son indispensables, sus ratings aun no son un producto lo suficientemente fiables. Los inversores están más interesados en los datos subyacentes que en la calificación otorgada. De cara al futuro estos agentes quieren obtener ratings más armonizados y donde se tratara el problema de la materialidad.

El vínculo entre sostenibilidad y rendimiento empresarial también se ha convertido en una prioridad para empresas líderes e inversores pues invertir de forma sostenible ha demostrado ser una forma de inversión financieramente rentable en el largo plazo.

Aunque la literatura ha discutido, sin alcanzar un claro consenso acerca de la obtención de mayor rentabilidad por invertir en productos ASG o no, sí que parece haber consenso en que se trata de una forma efectiva de reducción del riesgo. Invertir en ASG permitiera obtener igual nivel de rentabilidad pero asumiendo menores niveles de riesgo. formulándose un trinomio: rentabilidad-riesgo-sostenibilidad.

Tras realizar esta revisión bibliográfica se ha llevado a cabo un estudio acerca de la situación de la calificación ASG en el IBEX-35 desde 2006 a 2019 . De los resultados obtenidos podemos concluir que:

El mercado de las calificaciones ASG se ha consolidado en España habiendo aumentado tanto el número de compañías calificadas como la puntuación individual de las compañías.

Se ha confirmado la falta de correlación significativa entre los scores otorgados por las distintas agencias pues al seguir metodologías distintas, los resultados son difícilmente comparables. Tampoco existe consenso acerca de cuáles son las mejores y peores compañías en ASG.

Del análisis individual de cada pilar ASG para las empresas del IBEX-35 se demuestra que hay mayor divergencia en la puntuación de las compañías peor calificadas, reduciéndose estas distancias a medida que aumenta el score total ASG.

Del análisis sectorial cabe concluir que, a pesar de ser necesario identificar el sector en que opera una compañía y analizar los resultados en comparación con las empresas del mismo grupo, no se ha detectado un consenso entre agencias en la actuación media en ASG por sectores. Habiendo algunos como el energético que claramente se califica por encima y otros como el financiero, en el que existe disparidad en su calificación atendiendo a la agencia consultada. De cara a futuros estudios, sería interesante realizar un análisis que ahondara más en la calificación de los sectores y la presencia de la materialidad en la metodología.

Del estudio comparativo entre las empresas mejor y peor calificadas del índice, se comprueba la relación positiva existente entre capitalización bursátil y calificación ASG. Se observa también, coincidiendo con lo descrito por la literatura (Ashwin et al., 2016) una relación negativa entre calificación y riesgo: a mayor calificación, menor volatilidad.

En conclusión la inversión ASG tiene el potencial de convertirse en un producto clave para inversores, compañías y académicos. Se ha convertido en una opción financieramente razonable para toda clase de inversores. Las agencias deben desarrollar productos que permitan una adecuada gestión del riesgo ASG y no sean un mero filtro adicional. Para lograr esta consolidación, es necesaria la creación de una metodología armonizada y donde exista consenso acerca de los temas materiales que tratar en cada sector, así como evitar que variables como el tamaño o nivel de divulgación de información ASG impacten las calificaciones obtenidas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Amel-Zadeh, A., y Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Ashwin Kumar, N., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P., y Tavares, R. (2016). ESG factors and risk-adjusted performance: a new quantitative model. *Journal Of Sustainable Finance & Investment*, 6(4), 292-300. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1234909>
- Balcilar, M., Riza, D., y Rangan, G. (2017). Do Sustainable Stocks Offer Diversification Benefits for Conventional Portfolios? An Empirical Analysis of Risk Spillovers and Dynamic Correlations. *Sustainability* 9(10), 1799. Recuperado de <https://doi.org/10.3390/su9101799>
- Berg, F., Koelbel, J. F., y Rigobon, R. (2019). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (MIT Sloan School Working Paper n° 5822-19). Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3438533](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533)
- Bertolotti, A. (2020). Effectively managing risks in an ESG portfolio. *Journal Of Risk Management In Financial Institutions*, 13(3), 202-209.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C. y Pelizzon, L. (2020). *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance* (Ca' Foscari University of Venice Working Paper n° 17/WP/2020). Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3659271](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3659271)
- BlackRock. (2019). *An Evolution in ESG Indexing*. iShare. Recuperado de <https://www.ishares.com/us/literature/whitepaper/an-evolution-in-esg-indexing.pdf>
- Bloomberg Professional Services. (2020). *MSCI ESG Solutions*.

- Bloomberg Professional Services. (2021). *Overview of Bloomberg ESG*.
- Brzezczynski, J., y Graham M. (2014). Performance of Portfolios Composed of British SRI Stocks. *Journal of Business Ethics* 120, 335–62. Recuperado de <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1541-x>
- Cahan, S. F., Chen, C., Chen, L., y Nguyen, N. H. (2015). Corporate social responsibility and media coverage. *Journal of Banking & Finance*, 59, 409–422.
- Calleja Pascual, J. (1995). *La información Económico-Financiera en la empresa: Importancia del Sistema Contable* (Tesis Doctoral). Universidad Complutense de Madrid.
- Castro Lores, C. (2019). *Análisis de la Inversión en Fondos Sostenibles*(Trabajo de Fin de Grado). Escuela Técnica Superior de Ingenieros Industriales (UPM).
- CDP. (2020). *The A List 2020: Mainstreaming transparency*. Recuperado de <https://www.cdp.net/en/companies/companies-scores>
- Charlo, M., Moya, I., y Muñoz, A. (2013). Sustainable Development and Corporate Financial Performance: A Study Based on the FTSE4Good IBEX Index. *Business Strategy And The Environment*, 24(4), 277-288. <https://doi.org/10.1002/bse.1824>
- Climate Accountability Institute. (2020). Recuperado de <https://climateaccountability.org/carbonmajors.html>
- CNMV. (2020). *Guía Rápida: Las Finanzas Sostenibles*. Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Fichas.aspx>

- Coleton, A., Font Brucart, M., Gutierrez, P., Le Tennier, F. y Moor, C. (2020). Sustainable Finance: Market Practices. European Banking Authority Research Paper (6). Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3749454>
- Comisión Europea. (2020). *Communication From The Commission to the European Parliament, The Council, The Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the European Green Deal Investment Plan*.1-23. Bruselas.
- Delmas, M., y Burbano, V. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>
- Drempetic, S., Klein, C., y Zwergel, B. (2019). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal Of Business Ethics*, 167(2), 333-360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Eccles R., Ioannou I. y Serafeim G., (2014) “The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance,” *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
- Eccles, R., Kastrapeli, M., y Potter, S. (2017). How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 29(4), 125-133. <https://doi.org/10.1111/jacf.12267>
- Eccles, R., y Klimenko, S. (2019). The Investor Revolution. *Harvard Business Review*, 106-116. Recuperado el 13 de febrero de 2021, de <https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>.
- Eccles, R., Serafeim, G., y Krzus, M. (2011). Market Interest in Nonfinancial Information. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>

- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., y Muñoz-Torres, M. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, 11(3), 915-928. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- Escrig-Olmedo, E., Rivera-Lirio, J., Muñoz-Torres, M., y Fernández-Izquierdo, M. (2017). Integrating multiple ESG investors' preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach. *Journal Of Cleaner Production*, 162, 1334-1345. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.143>
- ESMA. (2021). *ESMA calls for legislative action on esg ratings and assessment tools*. Recuperado de <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-calls-legislative-action-esg-ratings-and-assessment-tools>
- Eurosif. (2018). *EUROPEAN SRI STUDY*. Recuperado de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>
- Fatemi, A. M. y Fooladi, I. J. (2013). Sustainable finance: A new paradigm. *Global Finance Journal*, 24(2), 101–113.
- Fatemi, A. M., Glaum, M., y Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Fernández Izquierdo, M., Muñoz Torres, M., Escrig Olmedo, E., Rivera Lirio, J., y Ferrero Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín De Estudios Económicos*, 73(224), 367-383. Recuperado el 13 de enero de 2021, de <http://hdl.handle.net/10234/181938>.

- Fontrodona, J., Muller, P., Marín, S., Cátedra, G., y De, C. (2020). *La inversión sostenible y responsable. Introducción y guía para inversores particulares*. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Navarra. <https://10.15581/018.st-531>
- Franganillo, J. (2010). La ansiedad informativa. *Diario UNO*, p. 14. Recuperado el 5 de enero de 2021, de [https://www.researchgate.net/publication/44929417\\_La\\_ansiedad\\_informativa](https://www.researchgate.net/publication/44929417_La_ansiedad_informativa).
- Friedman, M. (1970). A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal Of Political Economy*, 78(2), 193-238. <https://doi.org/10.1086/259623>
- FTSE Russell. (2020). *ESG Ratings and data model Integrating ESG into investments*.
- Fulton, M., Kahn, B. y Sharples, C. (2012). Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. Recuperado de SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2222740>
- GSIA. (2012). *Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de <http://www.gsi-alliance.org/latest-trends-report/>
- GSIA. (2016). *Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)
- GSIA. (2018). *Global Sustainable Investment Review*. Recuperado de [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR\\_Review2018F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf)
- Hannan, M. y Freeman, J. (1984). "Structural Inertia and Organizational Change," *American Sociological Review*, 49(2), 149-164.
- Henisz, W., Koller, T., y Nuttall, R. (2019). *Five ways that ESG creates value*. McKinsey. Recuperado de <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value>

- Hoepner, A. (2010). Portfolio Diversification and Environmental, Social or Governance Criteria: Must Responsible Investments Really Be Poorly Diversified?. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1599334>
- Hübel, B., y Scholz, H. (2019). Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings. *Journal Of Asset Management*, 21(1), 52-69. <https://doi.org/10.1057/s41260-019-00139-z>
- Ioannou, I., y Serafeim, G. (2016). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: Evidence from four countries. (Working paper) Harvard University. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1799589](https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=1799589)
- Jain, M., Sharma, G., y Srivastava, M. (2019). Can Sustainable Investment Yield Better Financial Returns: A Comparative Study of ESG Indices and MSCI Indices. *Risks*, 7(1), 1-15. <https://doi.org/10.3390/risks7010015>
- Khan M., Serafeim G. y Yoon A., (2016) “Corporate sustainability: First evidence on materiality,” *Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kiesel, F., y Lücke, F. (2019). ESG in credit ratings and the impact on financial markets. *Financial Markets, Institutions y Instruments*, 28(3), 263-290. <https://doi.org/10.1111/fmii.12114>
- Kuzmina, J., y Lindemane, M. (2017). ESG Investing: New Challenges and New Opportunities. *Journal Of Business Management*, 14, 85-95.
- Morningstar. (2018). *The True Faces of Sustainability Investing: Busting Industry Myths Around ESG*. 1-5

- Moy Huber, B., y Comstock, M. (2017). ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter?. *The Corporate Governance Advisor*, 25(5), 1-13.
- Muñoz-Torres, M., Fernández-Izquierdo, M., Rivera-Lirio, J., y Escrig-Olmedo, E. (2018). Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development?. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 26(2), 439-450. <https://doi.org/10.1002/csr.1695>
- Núñez Nickel, M., y Cano Rodríguez, M., (2002). Las Tres Caras del Riesgo Estratégico: Riesgo Sistemático, Riesgo Táctico y Riesgo Idiosincrásico. ( Working paper nº 02-15) Universidad Carlos III.
- Patel, K. (2018). ESG Investing Moves to the Mainstream. *Financial Analyst Journal*, 74(3), 39-41.
- Porter, M. E., y Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84, 78–92.
- Rabener, N. (2020). ESG data: Dazed and confused. *ETF Stream Beyond Beta* Recuperado el 10 de enero 2021, de <https://www.etfstream.com/features/esg-data-dazed-and-confused/#>.
- Refinitiv. (2020). *Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv*.
- Robeco. (2020). *Sustainable Investing Research Focus on financial materiality*. Recuperado de <https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainable-investing/sustainable-investing-research/focus-on-financial-materiality.html>
- Robson, N. (2020). *Financial Markets and Funds Advisory ESG and Sustainable Finance: The European Perspective*. Recuperado de [https://katten.com/files/758753\\_2020\\_03\\_16\\_firm\\_fmf\\_uk\\_esg\\_and\\_sustainable\\_finance-the\\_european\\_perspective.pdf](https://katten.com/files/758753_2020_03_16_firm_fmf_uk_esg_and_sustainable_finance-the_european_perspective.pdf)

- Ryszawska, B. (2016). Sustainability transition needs sustainable finance. *Copernican Journal Of Finance & Accounting*, 5(1), 185-192.  
<https://doi.org/10.12775/cjfa.2016.011>
- Salobral, N. (2019). Las grandes agencias desarrollan el rating sostenible ante el interés de los gestores. *Cinco Días*. Recuperado el 25 de marzo de 2021, de [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/04/02/mercados/1554216718\\_766233.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/04/02/mercados/1554216718_766233.html).
- Spainsif. (2018). *¿Qué es la Inversión Socialmente Responsable?*. Recuperado de <https://www.spainsif.es/que-es-la-inversion-socialmente-responsable/>
- Spainsif. (2020). *Encuentro ISR Spainsif «Materialidad en la Inversión Sostenible»*. Recuperado de <https://www.spainsif.es/encuentro-isr-materialidad-inversion-sostenible/>
- Spainsif. (2020). *II CISM/ Las finanzas sostenibles y la conservación del medioambiente*. Recuperado de <https://www.spainsif.es/iicism-finanzassostenibles-y-conservacionmedioambiente/>
- SustainAbility. (2019). *Expert Views on ESG Ratings*. Recuperado de <https://www.sustainability.com/thinking/rate-raters-2019/>
- SustainAbility. (2020). *Investor Survey and Interview Results*. Recuperado de <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/>
- Sustainalytics. (2020). *What are Material ESG Issues?* [Video]. Recuperado el 2 de abril de 2021, from <https://www.youtube.com/watch?v=Uvi2S2Fi9Ig&t=13s>.

- S&P Global. (2019). *S&P Global to Acquire the ESG Ratings Business from RobecoSAM*. Recuperado de <http://press.spglobal.com/2019-11-21-S-P-Global-to-Acquire-the-ESG-Ratings-Business-from-RobecoSAM>
- Tarmuji, I., Maelah, R., y Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal Of Trade, Economics And Finance*, 7(3), 67-74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Tucker III, J., y Jones, S. (2020). Environmental, Social, and Governance Investing: Investor Demand, the Great Wealth Transfer, and Strategies for ESG Investing. *Journal Of Financial Service Professionals*, 74(3), 56-73.
- UN PRI. (2017). *PART 1: The State of the Play. Shifting Perceptions: ESG, credit risk and ratings*. Recuperado de <https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/esg-credit-risk-and-ratings-part-1-the-state-of-play/78.article>
- UN PRI. (2019). *Introducción a la Inversión Responsable: Filtrado o Screening*. Recuperado de <https://www.unpri.org/download?ac=11010>
- UN PRI. (2020). *Principles for Responsible Investment*. Recuperado de <https://www.unpri.org/download?ac=10948>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal Of Global Responsibility*, 8(2), 169-178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Verheyden, T., Eccles, R., y Feiner, A. (2016). ESG for All? The Impact of ESG Screening on Return, Risk, and Diversification. *Journal Of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-54. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jacf.12174>

## ANEXOS

### **Anexo I: Descripción de las Principales Calificaciones ASG**

**Bloomberg ESG Data Service.** Se trata de un servicio ofrecido por la Plataforma de Bloomberg. En 2009 adquirió New Energy Finance, un programa que proporciona información relativa al uso de energías renovables y del mercado del carbón. Como resultado de esta adquisición Bloomberg lanzó ESG Data Service. Con este programa Bloomberg recoge información de más de 10.000 compañías cotizadas en todo el mundo, y ofrece una calificación anual relativa al nivel de divulgación de datos ASG. Utiliza una escala de valoración de 0 a 100 y utiliza tanto información pública como relación directa con las empresas para elaborar el rating. Agrega un total de más de 120 variables diferentes relativas a los campos de medio ambiente, sociales y gobernanza. Además, penalizará a aquellas compañías que no ofrezcan información de alguna de estas variables. En 2016 esta plataforma contaba con más de 12.200 usuarios. (Moy Huber y Comstock, 2017). Su cobertura se ciñe especialmente a compañías large cap de mercados desarrollados. (Bloomberg, 2020).

**Institutional Shareholder Services (ISS) Ratings:** ISS es una de las plataformas líderes en el campo de la calificación ASG. Ofrece un conjunto de soluciones ASG que permiten a los inversores institucionales desarrollar e integrar políticas y prácticas de inversión responsable en sus decisiones aportando información del compromiso de las empresas.

En 2015, ISS adquirió Ethix SRI Advisors y formó una asociación estratégica con RepRisk permitiendo a ISS ampliar su alcance y ámbito de impacto. ISS se centra especialmente en la medición del gobierno corporativo, ofreciendo dos ratings más específicos: uno denominado QualityScore, centrado en criterios de gobernanza, y el segundo ISS-Ethix que hace una valoración ética de las compañías. Recoge datos de más de 5.600 empresas que cotizan por todo el mundo.

Su escala de calificación va de 0 a 10, indicando el 1 altos niveles de calidad en la gobernanza y bajos riesgos asociados al gobierno corporativo. Para la elaboración de esta calificación, ISS analiza más de 200 variables dentro del ámbito de la gobernanza

relativas a la estructura del Consejo de Administración, los derechos de los accionistas, las remuneraciones y la auditoría y supervisión del riesgo. (Moy Huber y Comstock, 2017)

**MSCI ESG Research:** es un proveedor de calificación independiente que surgió en 2010, forma parte del grupo MSCI y proporciona ratings de ASG para más de 6.000 compañías por todo el mundo a demás de más de 400.000 valores de renta fija y variable. Su escala de valoración se asemeja a la utilizada por las agencias de rating crediticio, empleando una escala que va desde las calificaciones AAA (mejor valoradas) hasta CCC (sostenibilidad más pobre). Para determinar la calificación, analiza un total de 37 pilares relativos a los tres campos básicos del ASG. Estos a su vez se dividen en 10 temáticas diferentes. Esta información es recopilada tanto de fuentes gubernamentales, corporativas, ONGs y de información a nivel macro. Las compañías son invitadas a participar en la elaboración del rating para verificar la información recopilada. (Moy Huber y Comstock, 2017)

**S&P Sustainability Investing (antiguo ROBECOSAM):** En 2007, Robeco adquirió una de las compañías líderes en el sector de la sostenibilidad (SAM Group) pasando a denominarse en 2013 RobecoSAM. A comienzos de 2020 la agencia de rating S&P adquirió el negocio de calificaciones ASG de RobecoSAM, esta agencia de rating, fortalece así su posición en el mercado introduciéndose en el universo de la calificación sostenible. Dentro de sus servicios ofrece informes detallados de la actuación de sostenibilidad de las compañías y calificación de Sostenibilidad Corporativa de más de 4.7000 empresas a nivel mundial (S&P Global, 2019). Este servicio es conocido como Corporate Sustainability Assessment (CSA, Evaluación de Sostenibilidad Corporativa). (Fernández Izquierdo et al., 2018). La información recogida en este rating es posteriormente utilizada para la elaboración de uno de los índices de sostenibilidad de mayor prestigio: el índice de Sostenibilidad Down Jones. La calificación obtenida se presenta en una escala del 0-100 y para su elaboración, la industria a la que pertenezca la compañía juega un papel relevante. (Moy Huber y Comstock, 2017)

**Sustainalytics Company ESG Reports:** Es el resultado de la agrupación de un conjunto de empresas: Dutch Sustainability Research (Países Bajos), Scoris (Alemania) y la

antigua Analistas Internacionales en Sostenibilidad -AIS- (España). Es una de las agencias de calificación de sostenibilidad de mayor prestigio a nivel mundial con presencia desde 2008. Abarca el rating de más de 6.500 compañías de 42 sectores diferentes. Su calificación se puntúa del 0 al 100 y ofrece una comparativa por sector o industria de las compañías calificadas. Para la elaboración del índice, Sustainalytics examina indicadores de ASG específicos para cada industria y cubre al menos 70 indicadores en cada una. Atendiendo al sector que se esté evaluando, dará mayor o menor peso a los diferentes criterios de valoración. También examina la gestión del riesgos ASG, la divulgación de la información sobre sostenibilidad y su rendimiento. Antes de publicar la calificación final, Sustainalytics envía un borrador del mismo a las compañías para obtener sus comentarios y cualesquiera actualizaciones que pueda haber habido. (Moy Huber y Comstock, 2017)

**Refinitiv:** su origen se remonta a 2002. Actualmente su rating cubre más del 70% de la capitalización bursátil mundial con un total de 9.000 empresas de todo el mundo. Ofrece tanto calificaciones sobre el compromiso y la eficacia ASG de una empresa relativo a 10 temas principales (emisiones, innovación de productos medioambientales, derechos humanos, accionistas...) así como una puntuación global combinada ESG.

Refinitiv capta más de 450 métricas ASG para cada compañía, de las cuales selecciona un subconjunto de 186 atendiendo a los campos más relevantes y materiales para el sector. Estas a su vez son agrupadas en 10 categorías que componen los tres pilares del ASG. La puntuación ASG final se obtiene mediante ponderación de las categorías cuyo peso varía en función del sector de actividad (A y S) y del país de incorporación (G) y tras el descuento de las controversias ESG significativas que afecte a cada empresa. La puntuación final oscila entre 0 y 100, aunque también se ofrece una puntuación en percentiles (D- a A+ ) y comparadas con las clasificaciones empresariales de Thomson Reuters (TRBC) de Refinitiv para todas las categorías medioambientales y sociales, así como con la puntuación de controversias y con el país de constitución para todas las categorías de gobernanza. (Refinitiv, 2020)

## **Anexo II: Opinión individual de las Calificaciones: análisis Rate the Raters 2019 y 2020**

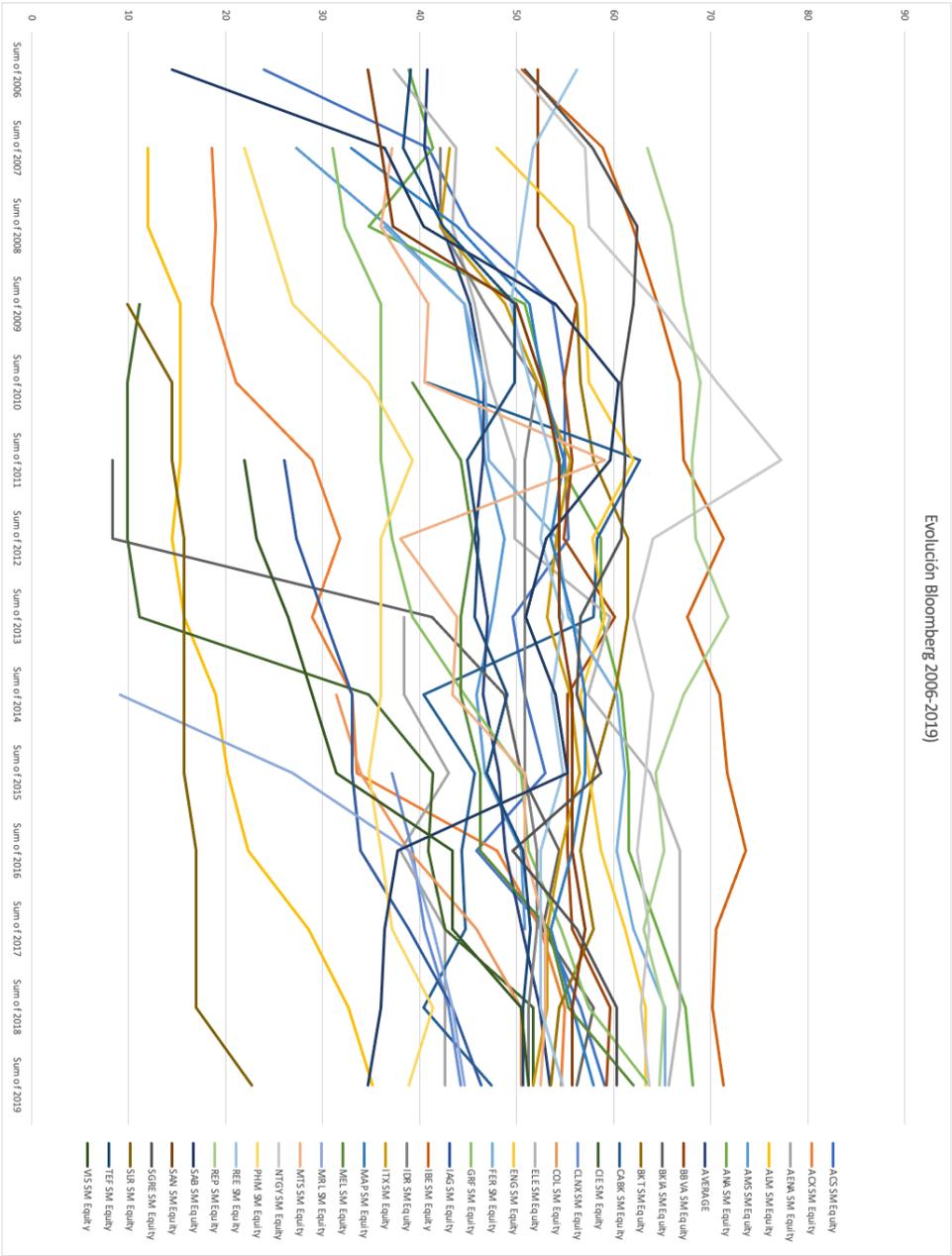
Cabe hacer una breve mención a la opinión dada por los inversores y profesionales sobre cada una de las agencias de calificación ASG. Cabe destacar la divergencia de opiniones dadas por estos grupos de interés. Por ejemplo, los profesionales de ASG destacaron RobecoSAM (actualmente S&P) como la agencia de mayor calidad y utilidad con un score cercano al 4 sobre 5 (SustainAbility, 2019). Por su lado, en las entrevistas realizadas a inversores, estos hicieron comentarios como "*realmente no lo utilizamos*" o "*nunca lo miramos*" a demás consideran que "*la metodología no es transparente; nadie sabe lo que hay detrás*", por lo tanto, aunque es una compañía respetada y marca de una fuerte sostenibilidad, "(su valor) *es ínfimo a la hora de influir en cualquier decisión de inversión*". (SustainAbility, 2020)

Sustainalytics, fue posicionada en tercer lugar por parte de los profesionales en ASG con una puntuación cercana al 3.5 sobre 5 (SustainAbility, 2019). Los inversores también valoraron positivamente es agencia, destacando su amplia cobertura y su buen trabajo para "tratar de aplicar más materialidad, lo cual es un movimiento en la dirección correcta"(SustainAbility, 2020).

MSCI es otra de las agencias mejor valoradas por ambos grupos de interés, destacando especialmente por su transparencia y por su "metodología más orientada a la inversión". Bloomberg alcanzó una puntuación de 3.4 sobre 5 para los profesionales de ASG, siendo mejor valorada en Norte América que en Europa (SustainAbility, 2019). Los inversores admitieron usar la plataforma Bloomberg para la obtención de datos de mercado. Sin embargo, el uso de Bloomberg ESG Disclosure Score aun no está muy extendido. Cabe destacar el comentario realizado por uno de los inversores, quien afirmó que una baja puntuación de Bloomberg ESG Disclosure Score era un indicador de posibles problemas de gobernanza (SustainAbility, 2020).

# Anexo III: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019)

**Figura N°28:** Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019). Bloomberg



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg

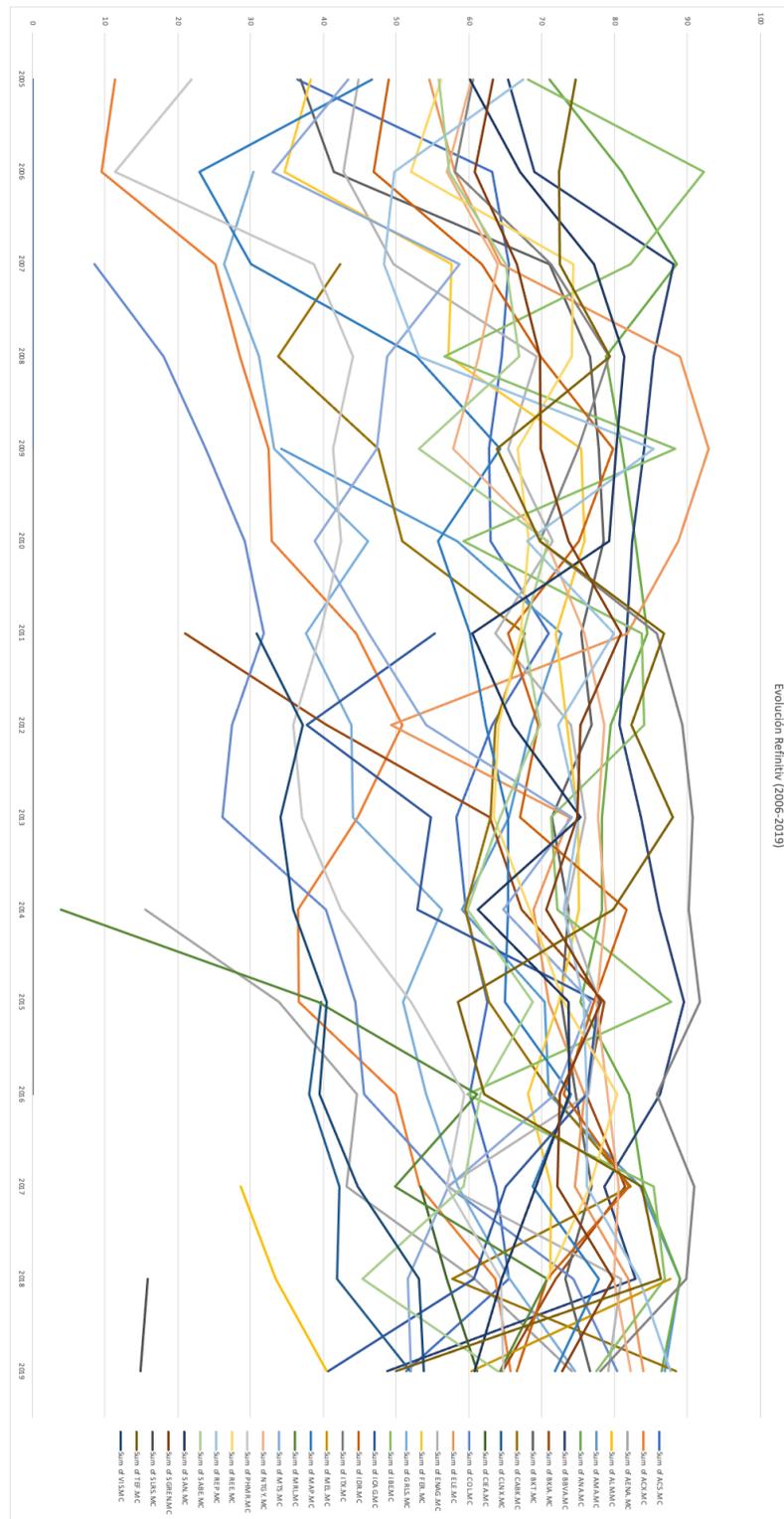


**Figura N°30: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019). S&P**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg*

**Figura N°31: Evolución en las calificaciones ASG en las empresas del IBEX-35 (2006-2019). Refinitiv**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Thomson Reuters.*

## Anexo IV: Tabla resumen de las compañías del Ibex-35 y su Ticker

**Figura N°32:** Tabla resumen de las compañías del IBEX-35 y su Ticker

<b>Ticker</b>	<b>Nombre</b>
<b>ANA SM Equity</b>	Acciona SA
<b>ACX SM Equity</b>	Acerinox SA
<b>ACS SM Equity</b>	ACS Actividades de Construccion y Servic
<b>AENA SM Equity</b>	Aena SME SA
<b>ALM SM Equity</b>	Almirall SA
<b>AMS SM Equity</b>	Amadeus IT Group SA
<b>MTS SM Equity</b>	ArcelorMittal SA
<b>BBVA SM Equity</b>	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
<b>SAB SM Equity</b>	Banco de Sabadell SA
<b>SAN SM Equity</b>	Banco Santander SA
<b>BKIA SM Equity</b>	Bankia SA
<b>BKT SM Equity</b>	Bankinter SA
<b>CABK SM Equity</b>	CaixaBank SA
<b>CLNX SM Equity</b>	Cellnex Telecom SA
<b>CIE SM Equity</b>	CIE Automotive SA
<b>ENG SM Equity</b>	Enagas SA
<b>ELE SM Equity</b>	Endesa SA
<b>FER SM Equity</b>	Ferrovial SA
<b>GRF SM Equity</b>	Grifols SA
<b>IBE SM Equity</b>	Iberdrola SA
<b>IDR SM Equity</b>	Indra Sistemas SA
<b>ITX SM Equity</b>	Industria de Diseno Textil SA
<b>COL SM Equity</b>	Inmobiliaria Colonial Socimi SA
<b>IAG SM Equity</b>	International Consolidated Airlines Grou
<b>MAP SM Equity</b>	Mapfre SA
<b>MEL SM Equity</b>	Melia Hotels International SA
<b>MRL SM Equity</b>	Merlin Properties Socimi SA
<b>NTGY SM Equity</b>	Naturgy Energy Group SA
<b>PHM SM Equity</b>	Pharma Mar SA
<b>REE SM Equity</b>	Red Electrica Corp SA
<b>REP SM Equity</b>	Repsol SA
<b>SGRE SM Equity</b>	Siemens Gamesa Renewable Energy SA
<b>SLR SM Equity</b>	Solaria Energia y Medio Ambiente SA
<b>TEF SM Equity</b>	Telefonica SA
<b>VIS SM Equity</b>	Viscofan SA

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bloomberg (2021)*

**Anexo V: Tablas resumen de las compañías mejo y peor calificadas del IBEX-35 por cada Agencia (2019)**

**Figura N°33: Mejores y Peores compañías del IBEX-35. Calificadas por Bloomberg en 2019**

	<b>Scores más altos</b>	<b>Scores más bajos</b>
<b>Total ASG</b>	- Iberdrola (71,32) - Acciona (68,18) - Endesa (65,66)	- Solaria Energía (22,73) - Banco Sabadell (34,65) - Almiral (35,12)
<b>Score Ambiental</b>	- Iberdrola (66,90) - Acciona (65,12) - Ferrovial (65,12)	- Solaria Energía (4,65) - Banco Sabadell (16,01) - Pharma Mar (26,36)
<b>Score Social</b>	- Endesa (82,81) - Repsol (82,81) - Naturgy (80,70)	- Almiral (26,31) - Merlin (33,33) - AENA (38,60)
<b>Score de Gobernanza</b>	- Iberdrola (76,78) - BBVA (71,43) - Mapfre (71,43)	- Solaria Energía (48,21) - Almiral (42,86) - Inmobiliaria Colonial (48,21)

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bloomberg (2021)*

**Figura N°34: Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por Sustainalytics en 2019**

	<b>Scores más altos</b>	<b>Scores más bajos</b>
<b>Total ASG</b>	- Inditex (100) - Red Eléctrica (100) - Repsol (100)	- Sabadell (38,95) - Grifosol (47,64) - Bankia (49,6)
<b>Score Ambiental</b>	- Repsol (100) - Red Eléctrica (100) - Acciona (99,6)	- Bankia (42,55) - Acerol Mittal (26,92) - Sabadell (47,79)
<b>Score Social</b>	- Red Eléctrica (100) - Red Eléctrica (100) - Mapfre (100)	- Sabadell (20,85) - Grifosol(38,22) - Siemens (29,73)
<b>Score de Gobernanza</b>	- Inditex (100) - Repsol(100) - Indra (100)	- Bankia (31,26) - Inmobiliaria Colonial(34,56) - Grifosol (40,31)

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bloomberg (2021)*

**Figura N°35:** Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por S&P en 2019

	Scores más altos	Scores más bajos
<b>Total ASG</b>	- Ferrovial (100) - Meliá (100) - Naturgy (100)	- Almiral (12) - Viscofán (24) - Aceronix (38)
<b>Score Ambiental</b>	- Ferrovial (100) - Inditex (100) - Naturgy (100)	- Almiral (16) - Viscofán (22) - Aceronix (38)
<b>Score Social</b>	- Enagás (100) - Meliá (100) - Naturgy (100)	- Almiral (16) - Viscofán (22) - International Airlines Group(26)
<b>Score de Gobernanza</b>	- Santander (99) - Meliá (100) - Naturgy (100)	- Almiral (12) - Viscofán (22) - CIE Automotive(30)

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bloomberg (2021)*

**Figura N°36:** Mejores y Peores compañías del IBEX-35 Calificadas por Refinitiv en 2019

	Scores más altos	Scores más bajos
<b>Total ASG</b>	- Caixabank (88,48) - Repsol (87,64) - Amadeus (86,9)	- Solaria Energía (14,85) - Almiral (40,45) - International Airlines Group (40,63)

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bloomberg (2021)*

## Anexo VI: Sectores del IBEX-35 y empresas contenidas en cada sector

Figura N°37: Sectores y subsectores del IBEX-35

<b>1 Petróleo y Energía</b>	
1.1	Petróleo
1.2	Electricidad y Gas
1.4	Energías Renovables
<b>2 Mat.Básicos, Industria y Construcción</b>	
2.1	Minerales, Metales y Transformación Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo
2.2	Equipo
2.3	Construcción
<b>3 Bienes de Consumo</b>	
3.1	Alimentación y Bebidas
3.2	Textil, Vestido y Calzado
3.5	Productos farmacéuticos y Biotecnología
<b>4 Servicios de Consumo</b>	
4.1	Ocio, Turismo y Hostelería
4.4	Transporte y Distribución
<b>5 Servicios Financieros</b>	
5.1	Bancos y Cajas de Ahorros
5.2	Seguros
<b>6 Tecnología y Telecomunicaciones</b>	
6.1	telecomunicaciones y otros
6.2	Electrónica y software
<b>7 Servicios Inmobiliarios</b>	
7.2	SOCIMI

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por BME (2021)

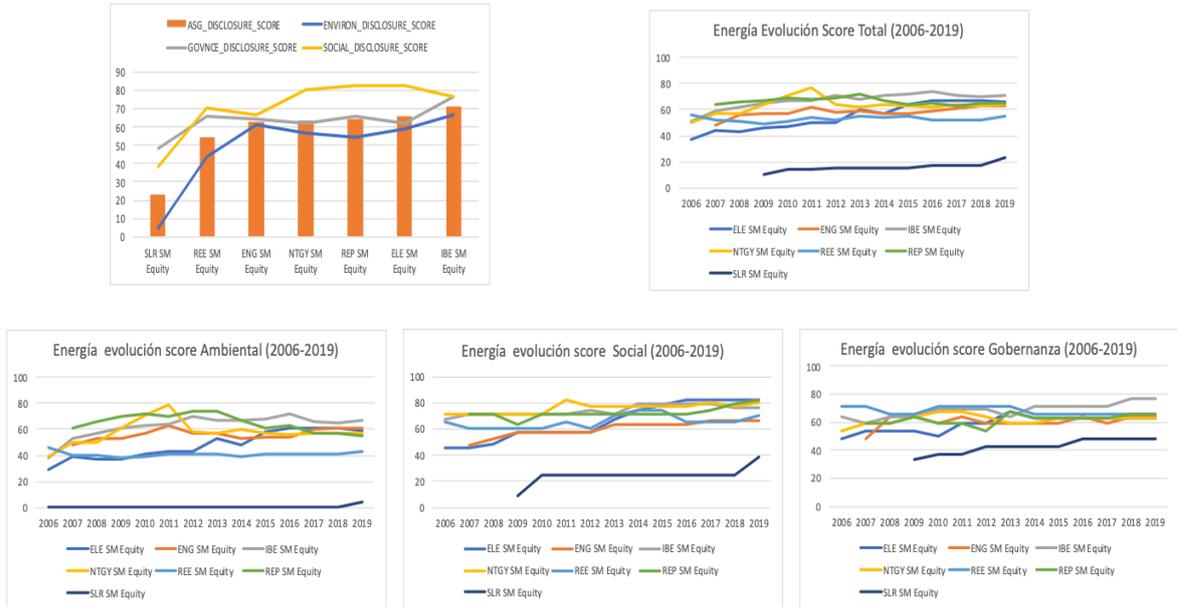
Figura N°38: Clasificación de las empresas del IBEX-35 por sector

<b>1 Petróleo y Energía</b>		<b>4 Servicios de Consumo</b>	
1.1	Repsol SA	4.1	Melia Hotels International SA
1.2	Enagas SA	4.4	Aena SME SA
1.2	Endesa SA		International Consolidated Airlines Group
1.2	Iberdrola SA	<b>5 Servicios Financieros</b>	
1.2	Naturgy Energy Group SA	5.1	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
1.2	Red Electrica Corp SA	5.1	Banco de Sabadell SA
1.4	Solaria Energía y Medio Ambiente SA	5.1	Banco Santander SA
<b>2 Mat.Básicos, Industria y Construcción</b>		5.1	Bankia SA
2.1	Acerinox SA	5.1	Bankinter SA
2.1	ArcelorMittal SA	5.1	CaixaBank SA
2.1	CIE Automotive SA	5.2	Mapfre SA
2.2	Siemens Gamesa Renewable Energy SA	<b>6 Tecnología y Telecomunicaciones</b>	
2.3	Ferrovial SA	6.1	Telefonica SA
2.3	Acciona SA	6.1	Cellnex Telecom SA
	ACS Actividades de Construcción y Servic	6.2	Indra Sistemas SA
2.3		6.2	Amadeus IT Group SA
<b>3 Bienes de Consumo</b>		<b>7 Servicios Inmobiliarios</b>	
3.1	Viscofan SA	7.2	Inmobiliaria Colonial Socimi SA
3.2	Industria de Diseño Textil SA	7.2	Merlin Properties Socimi SA
3.5	Pharma Mar SA		
3.5	Almirall SA		
3.5	Grifols SA		

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por BME (2021)

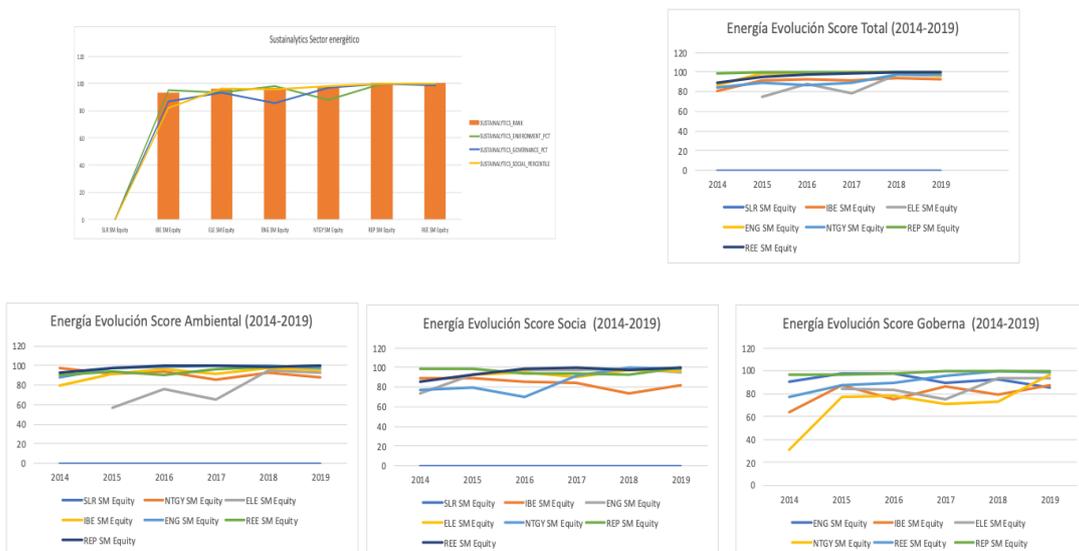
## Anexo VII: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35

**Figura N°39:** Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Bloomberg (2006-2019)



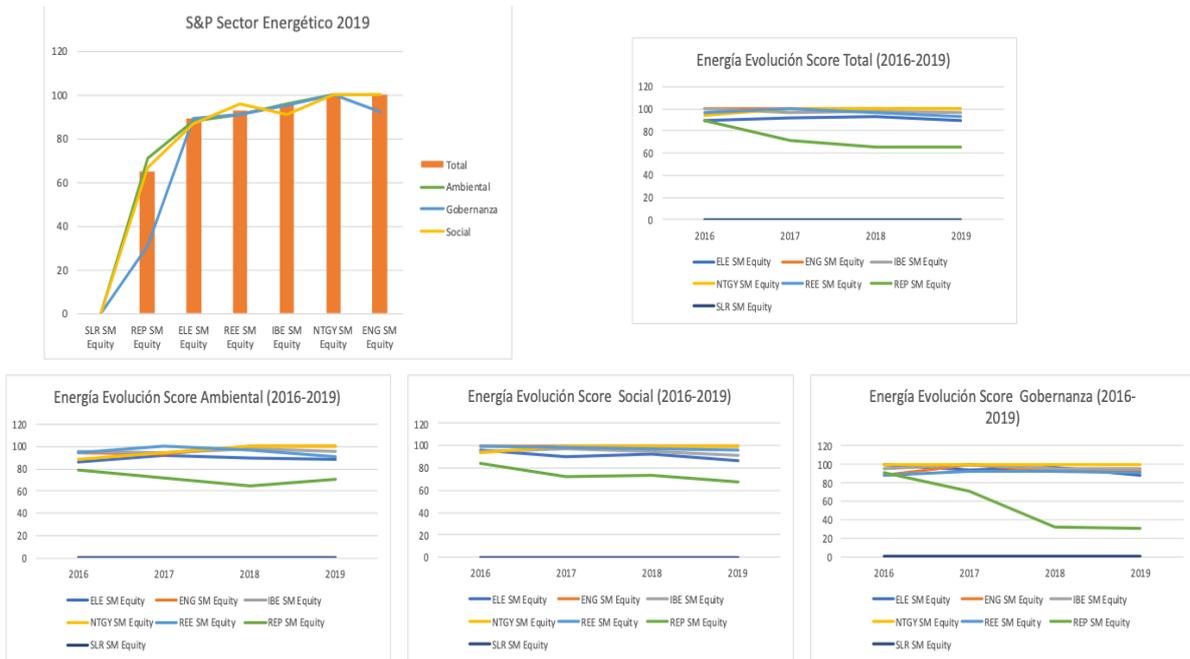
Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021)

**Figura N°40:** Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Sustainalytics (2014-2019)



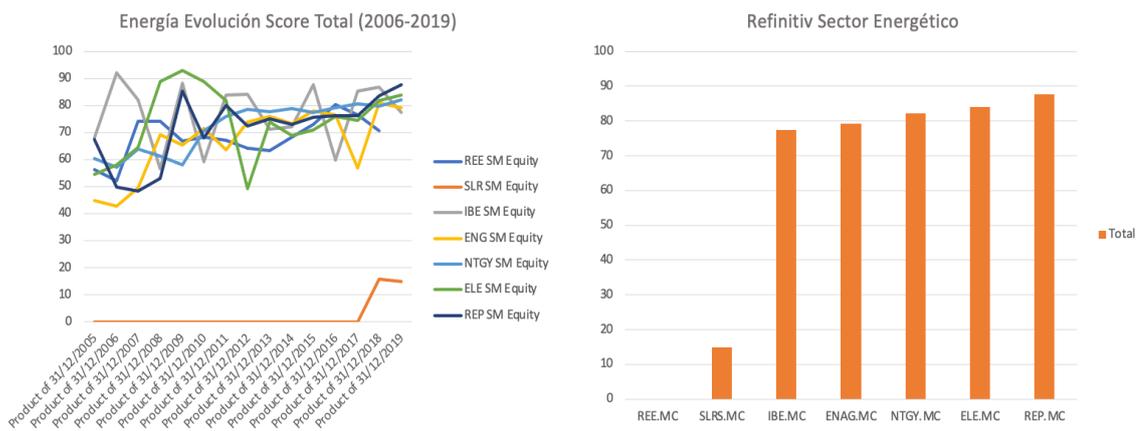
Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021)

**Figura N°41: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en S&P (2016-2019)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021)

**Figura N°42: Evolución y análisis de la Calificación ASG del Sector de Energía y Petróleo del IBEX-35 en Refinitiv (2006-2019)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Thomson Reuters (2021)

## Anexo VIII: Análisis de la cotización y calificación ASG del Sector de Petróleo y Energía del IBEX-35

Para hacer este análisis se ha comparado la calificación otorgada a la compañía en los cuatro scores en el año de estudio (año n) con la cotización media del año siguiente (año n+1). Entendemos que, las posibles repercusiones que las calificaciones ASG han podido tener sobre la actitud del inversor se van a manifestar a partir del momento en el que se publique dicho rating. Dado que se trata de una calificación revisada anualmente, los efectos de la calificación que las agencias otorguen a una compañía a finales del año n sobre su cotización serán observables en la cotización del año n+1.

**Figura N°43: Cotización y calificación ASG del Sector Energía del IBEX-35 (2010-2019)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021)

## Anexo IX: Capitalización de las empresas del IBEX-35 por sector

Figura nº44: Capitalización Bursátil de las empresas del IBEX-35 (2019 Y 2020)

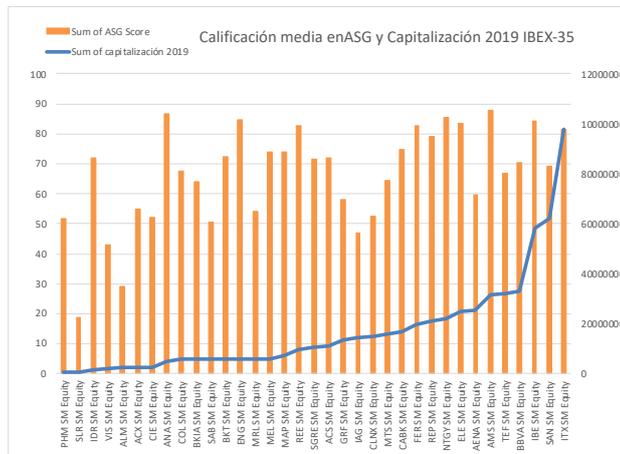
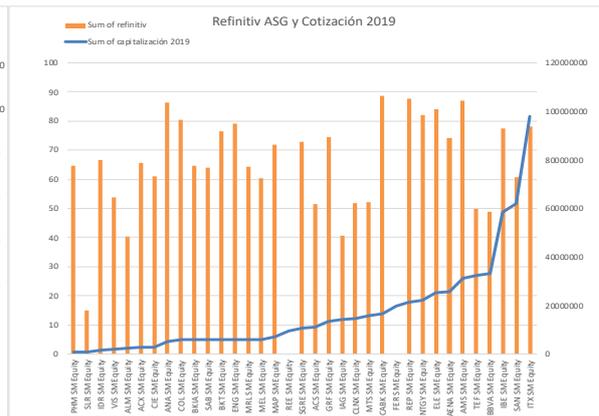
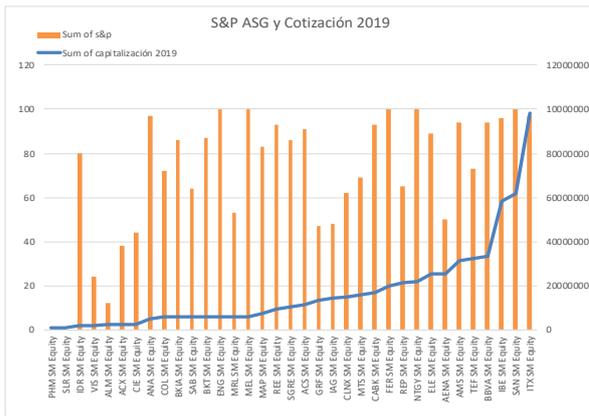
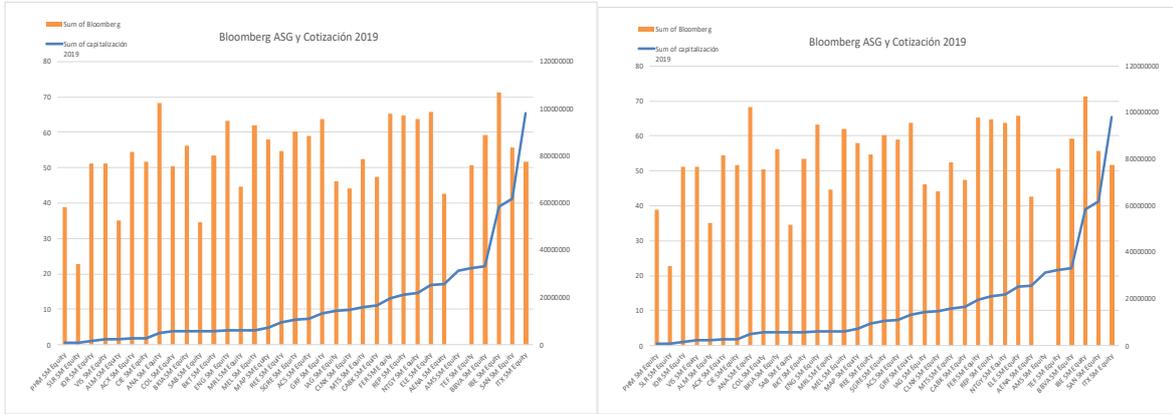
Compañías	capitalización 2019	capitalización 2020
<b>1</b>	<b>Petróleo y Energía</b>	
IBE SM Equity	58.403.821	74.295.714
ELE SM Equity	25.187.713	23.663.110
NTGY SM Equity	22.044.336	18.383.878
REP SM Equity	21.276.627	12.601.017
REE SM Equity	9.698.859	9.076.617
ENG SM Equity	5.957.654	4.706.652
SLR SM Equity	849.666	2.953.839
<b>2</b>	<b>Mat.Básicos, Industria y Construcción</b>	
ANA SM Equity	5.145.554	6.401.771
ACX SM Equity	2.717.637	2.444.114
ACS SM Equity	11.217.793	8.434.544
MTS SM Equity	15.962.135	21.008.526
CIE SM Equity	2.719.320	2.703.453
FER SM Equity	19.828.760	16.563.594
ALM SM Equity	2.555.483	1.945.023
GRF SM Equity	13.393.260	10.175.980
ITX SM Equity	98.018.705	81.157.618
PHM SM Equity	794.858	1.303.198
VIS SM Equity	2.190.150	2.699.325
<b>4</b>	<b>Servicios de Consumo</b>	
AENA SM Equity	25.575.000	21.330.000
IAG SM Equity	14.382.476	8.903.914
MEL SM Equity	6.008.368	5.066.478
<b>5</b>	<b>Servicios Financieros</b>	
BBVA SM Equity	33.226.079	26.904.922
SAB SM Equity	5.852.043	1.991.946
SAN SM Equity	61.985.567	44.010.548
BKIA SM Equity	5.839.766	4.447.738
BKT SM Equity	5.871.394	3.976.584
CABK SM Equity	16.736.064	12.567.001
MAP SM Equity	7.267.746	4.905.728
<b>6</b>	<b>Tecnología y Telecomunicaciones</b>	
AMS SM Equity	31.396.342	26.831.733
CLNX SM Equity	14.784.979	23.907.130
IDR SM Equity	1.798.342	1.233.048
TEF SM Equity	32.331.404	17.290.780
<b>7</b>	<b>Servicios Inmobiliarios</b>	
COL SM Equity	5.772.184	4.077.621
MRL SM Equity	6.008.368	3.654.816

\*Capitalización en miles de euros

Fuente: Elaboración propia basada en datos obtenidos en BME (2021).

# Anexo X: Capitalización y calificación ASG en 2019

**Figura Nº45: Capitalización y Calificación ASG de las compañías del IBEX-35 por Agencia**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021); BME (2021).

## Anexo XI: Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35

Figura N°46: Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35

Compañía	Alminal	Banco Sabadell	CIE Automotiv	Int. Airlines G.	Pharma Mar	Solaria Energía	Viscofan	MEDIA
Sector	Mat. Básicos e Industria	Serv. Financieros	Mat. Básicos e Industria	Servicios de Consum	Mat. Básicos e Industria	Energía	Mat. Básicos e Industria	
	Bloomberg	35,1	34,6	51,7	46,3	38,8	22,7	40,1
Calificación ASG	Sustainalys	N/A	39,0	N/A	52,8	N/A	N/A	45,9
	S&P	12	64	44	48	N/A	N/A	38,4
	Refinitiv	40,4	63,9	61,1	40,6	64,7	14,8	48,5
Media ASG	29,2	50,4	52,2	46,9	51,8	18,8	43,0	41,8
Contracción	2019	15,68	0,93	23,15	3,95	23,65	5,61	17,28
	2020	10,85	0,41	16,96	1,92	78,81	13,46	56,55
Variación (19-20)	-31%	-56%	-27%	-51%	233%	140%	18%	32%
Capitalización	2019	2.555.483 €	5.852.043 €	2.719.320 €	14.382.476 €	794.858 €	849.666 €	2.190.150 €
	Variación (19-20)	-24%	-66%	-1%	-38%	64%	248%	23%
Volatilidad	2019	22%	33%	33%	40%	83%	45%	40%
	2020	36%	68%	44%	100%	59%	45%	53%
Años de Incorporación al Índice	2020	2004	2018	2011	2020	2020	2016	2016

\*Capitalización en miles de euros. Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021); BME(2021).

**Figura N°47:** Tablas resumen de las características de las empresas mejor y peor valoradas en ASG del Ibex 35

Compañía	Amadeus	Acciona	Endesa	Enagas	Ferrovial	Iberdrola	Naturgy	MEDIA
<b>Sector</b>	Tecnología Y Teleco.	Mat. Básicos e Industri	Energía	Energía	Mat. Básicos e Industria	Energía	Energía	
<b>Calificación ASG</b>	Bloomberg Sustainalytics S&P Refinitiv Media ASG	82,5871 94 86,9 87,8	68,2 95,6 97 86,4 86,8	65,7 96,0699 89 83,9 83,7	63,2 96,5 100 79,2 N/A 84,7	65,3 82,9787 100 82,8	71,3 93,0131 96 77,5 84,5	63,6 96,9432 100 82,2 85,7
<b>Cotización</b>	2019 2020 Variación (19-20)	68,86 50,80 -26%	94,47 98,20 4%	23,05 22,54 -2%	23,18 20,63 -11%	23,57 22,97 -3%	8,53 10,30 21%	37,97 34,75 -6%
<b>Capitalización</b>	2019 2020 Variación (19-20)	31.396.342 € 5.145.554 € -15%	5.145.554 € 25.187.713 € -6%	5.957.654 € 19.828.760 € -16%	58.403.821 € 22.044.335 € -17%	23.994.882,86 € 23.994.882,86 € -3%		
<b>Volatilidad</b>	2019 2020	15% 59%	22% 37%	11% 24%	22% 37%	13% 40%	13% 23%	16% 38%
<b>Años de Incorporación al índice</b>		2000	1992	1992	2003	1992	1992	2001
								1996

\*Capitalización en miles de euros. Fuente: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la plataforma Bloomberg (2021); BME(2021).