

El imprescindible papel de las agencias de *rating* en el viraje hacia la sostenibilidad.

Antonio Madera del Pozo

Documento de Trabajo

Número 36
Septiembre 2021
B 21662-2012

1. Introducción

La evidencia empírica pone de manifiesto que el interés de los inversores por la inversión socialmente responsable (ISR) es creciente, no solo por la adecuada combinación de rentabilidad y riesgo que registran este tipo de activos en los mercados (por su menor volatilidad), sino que también porque los últimos cambios regulatorios apuntan en esta dirección, fomentando la canalización de los recursos financieros hacia inversiones comprometidas con el respeto medioambiental y social. En este sentido se puede subrayar la recientemente aprobada Ley de cambio climático en España o el Plan de acción de finanzas sostenibles en el seno de la Unión Europea, entre otras muchas iniciativas legislativas que actualmente se encuentran en marcha.

A pesar de la mayor demanda y de esa positiva evolución del mercado, los inversores ponen de manifiesto su preocupación por la falta información clara, además de homogénea, que les permita tener un conocimiento certero sobre cuán sostenible es el activo objeto de financiación, demanda que justifica el cada vez mayor uso de los denominados *rating* de sostenibilidad. Sin embargo, y al contrario de lo que inicialmente se pudiera pensar, estos *ratings* de sostenibilidad se basan en metodologías poco transparentes que derivan en una falta de homogeneidad entre las calificaciones otorgadas por las diferentes agencias para un mismo emisor, situación que en definitiva viene a agudizar el problema inicial.

Con el fin de aportar mayor conocimiento al universo de los *ratings* de sostenibilidad, con este trabajo se pretende hacer una descripción del funcionamiento de estas calificaciones, las principales agencias emisoras, sus metodologías, las diferencias con las agencias tradicionales, los desafíos pendientes y el papel de la regulación en todo este proceso.

2. ESG: la irrupción de un nuevo paradigma en las estrategias de inversión

A grandes rasgos se puede afirmar que, tras el tímido despegue inicial, del que no puede obviarse hitos como la aprobación del Protocolo de Kioto o los Principios de Ecuador, no es hasta el lanzamiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible y, sobre todo la aprobación de la Agenda 2030 y el Acuerdo de París, cuando se da el empuje definitivo a un cambio de paradigma que en su esencia supone dejar atrás a un inversor exclusivamente centrado en criterios puramente financieros en el proceso de inversión, para dar paso a un nuevo perfil que,

además de ese interés financiero exige conocer el *performance* medioambiental, social y de gobernanza (ESG¹ en sus siglas inglesas) de los activos en los que invierte.

En términos generales, la inversión socialmente responsable (ISR) pueden efectuarse siguiendo dos estrategias claramente definidas:

- a) Inversión con criterios ESG, es decir, una estrategia en la que el inversor tiene en cuenta estos aspectos ambientales, sociales y de gobernanza de forma complementaria a los criterios financieros, tanto por *value investing* como por simple diversificación del riesgo. En esta estrategia de inversión cobra especial relevancia el papel desempeñado por los *ratings* de sostenibilidad como apoyo a las decisiones de inversión.
- b) Inversión de impacto, estrategia en la que sin perder de vista la sostenibilidad y rentabilidad financiera, el inversor prioriza el *output* de la inversión –es decir, su impacto en el medioambiente o la sociedad. En este caso es especialmente importante el papel que desempeña el evaluador externo por ser el responsable de certificar que se cumple con el *use of proceeds statements*. Dentro de esta estrategia encontramos, entre otros, los bonos verdes y sociales.

Los últimos datos recogidos en el Informe Anual del Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO) ponen de manifiesto que en 2020, y a pesar de la incertidumbre que ha acompañado a la irrupción de la COVID-19 en el panorama económico internacional, el mercado de la inversión sostenible no ha parado de crecer, con un ejercicio que a nivel global cerró con más de medio billón de euros invertidos en este tipo de activos – casi un 18 % superior al año anterior–, tendencia que prácticamente se replicó en el mercado español con una inversión sostenible que creció a un ritmo similar hasta superar los 30.000 millones de euros.

Aunque el abanico de posibilidades que ofrece la inversión en activos sostenibles es amplio (siendo los bonos verdes, bonos sociales, bonos de transición, *sustainability linked² bonds* y los préstamos sostenibles los más conocidos), un año más los bonos verdes –es decir, aquellos en los que necesariamente los fondos obtenidos deben ser destinados a financiar proyectos que tengan un impacto positivo sobre el medio ambiente o el clima– continuaron liderando este mercado.

¹ Environmental, Social & Governance

² Los *sustainable linked bonds* son bonos cuya rentabilidad se encuentra determinada por el cumplimiento de una serie de *covenants* ligados a la sostenibilidad por parte del emisor.

Sin embargo, el cambio de paradigma que ha supuesto la COVID-19 sobre la conciencia social en un momento en el que se hacía necesario garantizar la disponibilidad de rentas y el acceso a la sanidad de los estamentos sociales más afectados por las medidas de limitación de actividad adoptadas, ha terminado por consolidar el interés tanto de los emisores como de los inversores en los bonos sociales, es decir, aquellos en los que los recursos captados se destinan a crear impacto social, como por ejemplo las emisiones realizadas en el seno de la Unión Europea para financiar el SURE, o la previsible emisión que, en el contexto de la EU Next Generation, se realizará en años venideros.

De hecho, es previsible que esta tendencia siga al alza habida cuenta que en apenas doce meses el volumen en circulación de estos bonos sociales se ha multiplicado por seis hasta representar una quinta parte de la inversión en activos sostenibles existente a nivel global.

Pero debemos tener en cuenta que limitar el alcance de la ISR a la simple emisión de bonos verdes o sociales es un error, ya que se trata de un concepto más amplio que, como se indicaba anteriormente, engloba una filosofía de inversión hacia activos seleccionados tanto por criterios financieros como de sostenibilidad (ESG); estrategia que, a diferencia de lo que sucede con la inversión de impacto –en la que se podría pensar que es relativamente «fácil» conocer el *output* ambiental o social, otra cosa es su medición–, su correcta ejecución precisa conocer el desempeño ambiental, social y de gobernanza de la empresa o ente objeto de inversión.

3. La evaluación de la sostenibilidad: los ESG rating scores

En general las evaluaciones que los diferentes tipos de casas de inversión realizan del *performance* ESG suelen estar basadas en procedimientos internos poco estandarizados, ávidos no solo de mayor transparencia de cara al inversor final sino que también de una necesaria estandarización de la información que utilizan para poder identificar correctamente los factores ESG que son materiales en el desempeño financiero de las diferentes empresas, lo que se denomina como materialidad financiera, y que en caso de no ser gestionados correctamente podrían terminar configurándose como una fuente adicional de riesgo para el inversor.

Frente a esta situación de incertidumbre, es cada vez mayor

la demanda de evaluaciones externas por parte de los inversores –principalmente de las calificaciones (o *ratings*) de sostenibilidad– como criterio de selección de inversiones, ya sea bajo una estrategia *best-in-class*, es decir, seleccionar el mejor *rating* de sostenibilidad de cada clase de activo; o *best-efforts*, es decir, seleccionar el activo cuyo *rating* de sostenibilidad ha mostrado la mejor evolución.

La última edición del informe *Rate de Raters*³ publicado en 2020 subraya que los ESG *ratings*, junto con los informes de responsabilidad corporativa y la relación directa con las empresas fueron los medios más utilizados por los inversores consultados a la hora de obtener información sobre el desempeño ESG de los activos objeto de inversión. De hecho, esta misma encuesta pone de manifiesto que un 35 % de los inversores consultados usan estas calificaciones de forma muy regular, siendo apenas un 17 % y 4 % de los encuestados los que lo hacen de forma remota o nula respectivamente.

Formalmente estos *ratings* de sostenibilidad se definen como evaluaciones del desempeño mostrado por el ente evaluado sobre la gestión de los riesgos medioambientales, el compromiso y la responsabilidad social, y la integridad y el buen hacer del gobierno corporativo.

Son emitidas tanto por las tradicionales agencias de *rating* (Standard & Poor's, Fitch, Moody's, DBRS o Axesor Rating, entre otras) como por agencias especializadas en la emisión de calificaciones de sostenibilidad (Sustainalytics, MSCI o Vigeo Eiris, entre otras), tal y como se desarrollará a continuación.

3.1. Las agencias de *rating* tradicionales

En lo que respecta al primer grupo de agencias, en términos generales se puede afirmar que su incorporación al universo de las calificaciones de sostenibilidad ha sido más reciente y en algunos casos se ha acelerado a través de movimientos corporativos de índole inorgánico mediante la adquisición de competidores de menor tamaño.

En este sentido se puede destacar la adquisición de la participación mayoritaria que Moody's efectuó en 2019 en Vigeo Eiris, la compra del negocio de calificaciones sostenibles a RobecoSAM por parte de S&P ese mismo año o la adquisición de Sustainalytics por parte de Morningstar –propietario de DBRS desde 2019– a principios del año 2020.

Ya sea de forma orgánica o inorgánica, se podría decir que

³El informe *Rate de Raters* es publicado con una frecuencia anual por el Sustainability Institute, un *think tank* que busca contribuir al desarrollo de una economía sostenible. La última versión del informe puede ser consultada en:

<https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>

desde 2017 las agencias tradicionales han llevado a cabo un trabajo intenso para incorporar los factores ESG dentro de sus procesos de calificación –más allá de los factores relativos a la gobernanza o gobierno corporativo que siempre han estado presentes de forma explícita en sus metodologías de calificación– si bien, y tal y como afirma Cash (2021), adolecen de mayor transparencia en la forma en que los factores ESG afectan a los *ratings actions*.

En este camino hacia la transparencia en la interrelación entre riesgo de crédito y factores ESG, y como muestra del compromiso de las agencias tradicionales en este sentido, desde 2015 un total de veintiséis agencias de *rating* son firmantes del PRI (*Principles for Responsible Investment*), un manifiesto que nace en 2005 por iniciativa de Kofi Annan, en el contexto del Pacto Global de las Naciones Unidas, mediante el cual sus firmantes (algo más de 3.000, principalmente inversores institucionales) se comprometen, en líneas generales, a trabajar juntos y dirigir sus decisiones de inversión bajo la premisa de seis principios que, en definitiva, buscan la integración de los factores ESG dentro del proceso de inversión.

Dentro del PRI existe un grupo de trabajo cuyo objetivo es discutir y fomentar la integración de los factores ESG dentro del proceso de análisis del riesgo de crédito. Este grupo nació de la mano de nueve agencias de *rating* y algo más de cien inversores institucionales, y ha evolucionado en apenas cinco años hasta las veintiséis agencias actuales y algo más de 170 inversores institucionales.

Entre la diversidad de informes publicados por el PRI a lo largo de estos años cabe destacar la serie que constituye la colección «Shifting Perceptions: ESG, Credit Risk and Rating», tres documentos denominados: «Part 1: The State of Play», «Part 2: Exploring the Disconnects» y «Part 3: From disconnects to action areas» en las que se dibuja una panorámica del punto de partida en la integración de los criterios ESG, de las demandas de los inversores, de los puntos de desencuentro entre inversores y agencias de *rating* y, en definitiva, de las diferentes acciones que se están llevando a cabo desde las agencias e inversores institucionales para la integración del componente de sostenibilidad dentro del análisis de crédito. Entre las principales conclusiones, se encuentra la necesidad de continuar trabajando conjuntamente en pro de esa mayor transparencia, la necesidad de identificar y cuantificar la materialidad de estos riesgos, y la dificultad para la elaboración de modelos como consecuencia del desconocimiento que se tiene sobre el horizonte temporal en el

que se pueden materializar y la carencia de secuencias históricas, entre otros.

Finalmente cabe señalar que desde 2020 el PRI publica una actualización trimestral⁴ –en pro de la transparencia comentada– de los avances llevados a cabo por cada una de las agencias de *rating* en el camino hacia la integración de los factores ESG en sus procesos de análisis, avances que a su vez están clasificados en informes de *rating*, *rating actions*, eventos y metodologías. Una revisión muy somera de estos informes pone de manifiesto el cada vez mayor volumen de documentos publicados por las diferentes agencias, tanto desde un punto de vista metodológico, como de documentos asociados a *rating actions* y otros eventos que, en definitiva, ponen de manifiesto la cada vez mayor importancia de los factores de sostenibilidad.

A nivel particular, y centrándonos ya en las metodologías, Cash (2021) afirma que S&P fue la pionera en manifestar su interés en este tema, si bien el autor incide en que no ha sido hasta 2019 con la publicación del documento *The Role of Environmental, Social, and Governance Credit Factors in our Ratings Analysis*⁵ cuando realmente ha respondido a esa demanda de mayor transparencia sobre cómo integran los factores ESG en el proceso de evaluación y emisión de calificaciones.

A lo largo del documento S&P subraya que los factores ESG son considerados en el proceso de evaluación crediticia siempre y cuando de su inclusión se derive un impacto material sobre la solvencia, factores que, en el caso de las empresas, suelen afectar con mayor probabilidad a los pilares *industry risk*, *competitive position*, *cash flow/leverage* y *management/governance* definidos en su metodología de evaluación de riesgos corporativos.

Aunque de este documento no se extrae información concreta sobre los factores y los umbrales que se utilizan para su evaluación, S&P hace referencia de forma genérica a la emisión de gases de efecto invernadero, fenómenos meteorológicos o uso del agua, en relación al pilar medioambiental; infracciones de seguridad, venta indebida de productos, disputas de los empleados o crédito social en relación al pilar social; y factores de estrategia, ejecución y seguimiento, gestión de riesgos y control interno, entre otros, en relación al pilar de gobernanza.

De forma análoga a lo realizado por S&P, Cash (2021) repasa lo realizado por Moody's, destacando la publicación en 2019 del documento *General Principles for Assessing Environmental, Social, and Governance Risks*⁶, documento en el que se incide que,

⁴<https://www.unpri.org/credit-risk-and-ratings/credit-rating-agency-cra-quarterly-updates/5631.article>

⁵<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/190912-the-role-of-environmental-social-and-governance-credit-factors-in-our-ratings-analysis-11135920>.

⁶https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?&docid=PBC_113356

siempre que un factor ESG es relevante en el análisis de la situación de solvencia (materialidad financiera), este factor es considerado en el proceso de evaluación, tanto dentro del *scorecard* de evaluación, principalmente en lo que refiere al perfil empresarial, la solidez institucional o el entorno normativo; como por fuera de los pilares definidos en su metodología de evaluación.

En ambos casos el proceso que sigue Moody's es el de cuantificar el impacto que estos factores pueden tener en la generación de flujos de caja por parte de un emisor, así como el impacto en el valor de sus activos. Según Cash (2021), la versión revisada de este documento publicada en 2020⁷ es más específica al incluir un *ESG credit impact score* que, sobre la base de cinco rangos de evaluación (desde el valor 1 –positivo– hasta el valor 5 –altamente negativo–), comunica de forma más transparente el impacto que cada uno de los pilares (ESG) tiene sobre la calificación de crédito de un emisor.

Al igual que ocurre con S&P, Moody's no especifica de forma explícita los diferentes factores considerados ni los umbrales definidos para la evaluación, si bien hace referencia de forma genérica a los riesgos de transición, riesgos climáticos, gestión del agua o gestión de residuos en relación al pilar medioambiental; relaciones con clientes, capital humano, salud y seguridad o producción responsable, en relación al pilar social; y gestión de riesgos, estructura organizativa o cumplimiento normativo, en relación al pilar de gobernanza.

Para Cash (2021) fue Fitch quién con su *ESG relevance score*, explicado dentro del documento *ESG in Credit: White Paper*⁸, fue pionero en precisar el impacto de los factores de sostenibilidad sobre el *rating*. En este sentido, y bajo una escala de cinco rangos, la agencia vino a establecer que un *score* de sostenibilidad de un punto no conllevaba impacto en el *rating* mientras que un *score* de cinco puntos sí que podría tener impacto en el *rating*.

Más allá del *score* propiamente dicho, Fitch especifica los mecanismos de transmisión de los riesgos ESG sobre la solvencia, canales de transmisión que se reducen básicamente a ingresos, costes, financiación, activos y, como novedad en comparación con el resto de las agencias, terceras partes (haciendo referencia al soporte externo). Finalmente, y en lo que respecta a los factores considerados en el análisis de empresas no financieras, Fitch viene a considerar los mismos factores que el resto de las agencias, si bien los presenta clasificados en

función de los diferentes sectores de actividad, aunque adoleciendo igualmente de mayor información en lo que respecta a los umbrales de evaluación para cada uno de los factores considerados.

A nivel sectorial, en 2019 la European Securities and Markets Authority (ESMA) publicó un documento técnico que recogía los resultados de una encuesta realizada a las diferentes agencias mediante la que les consultaba sobre cómo estaban considerando los factores ESG dentro de sus procesos de análisis. Los resultados publicados ponían de manifiesto que, si bien de forma indirecta siempre han estado presentes, la dificultad para poder cuantificar los aspectos sociales o medioambientales había terminado por relegar estos dos factores a una segunda posición en comparación con la gobernanza, ampliamente incorporada en todos los informes de crédito. Así mismo, las agencias manifestaban diferentes grados de integración en función de los sectores de actividad en los que se ubicasen los entes analizados.

En definitiva, se puede concluir que en los últimos años las agencias de *rating* han realizado un trabajo intenso para la integración de los factores ESG en el proceso de calificación crediticia, bien sea mediante un *ESG score* independiente, o bien mediante la integración de los factores en las metodologías de calificación, evaluando no solo la gestión de los aspectos ESG desde un punto de vista de la materialidad ambiental, sino que también desde la materialidad financiera, es decir, del impacto que la mala o nula gestión de los mismos puede tener para el desempeño financiero de la empresa evaluada, y por tanto afectara su solvencia.

3.2. Las agencias de *rating* especializadas

Peñarrubia y Royo (2021), siguiendo el informe *What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!*⁹ publicado por *Research Affiliates*, ponen de relieve la existencia de tres categorías de proveedores de datos ESG:

1. **Fundamental:** que incluye a aquellos proveedores de datos brutos sobre información ESG de las empresas.
2. **Integral:** referente a los proveedores que, a partir de metodologías propias, combinan la información ESG disponible (pública y privada) para ofrecer al usuario una puntuación general sobre una empresa en materia ESG.
3. **Especialistas:** se refiere a aquellos proveedores de información especializados en un aspecto concreto dentro

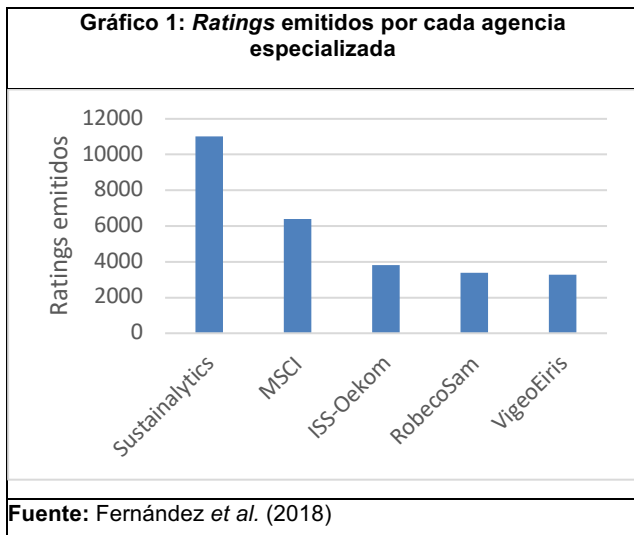
⁷https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?=&docid=PBC_1243406
⁸<https://your.fitch.group/esgwhitepaper.html>

⁹https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.html

de las categorías medioambiental, social o de gobierno corporativo.

Las agencias especializadas en la emisión de calificaciones de sostenibilidad –que dada su actividad se pueden incluir dentro de la segunda categoría– quizás sean las que a día de hoy mantienen el universo de empresas calificadas más numeroso, ya que a pesar de su reciente protagonismo, en muchas de ellas su trayectoria de actividad se extiende a más de tres décadas.

En este sentido, el estudio realizado por Fernández *et al.* (2018) refleja que en número de *ratings* era Sustainalytics la que encabezaba el *ranking*, con un universo de empresas calificadas que ascendía a las 11.000 compañías, seguida de MSCI con 6.400 compañías, ISS-oekom con 3.800 empresas, RobecoSAM con 3.400 y Vigeo Eiris con 3.260 empresas, entre otras.



En términos generales, las agencias de calificación de sostenibilidad se dedican a la emisión de opiniones sobre la gestión que hacen los entes calificados de los riesgos ESG y su habilidad para beneficiarse de las oportunidades que estos factores le brindan, todo ello sin perder de vista un horizonte de medio y largo plazo (Cash, 2021) y su relación con el desempeño financiero, pero como la propia ESMA indica en un documento de trabajo¹⁰, estas calificaciones no pueden ser confundidas con los *ratings* emitidos por las agencias tradicionales ya que estas últimas sí que realizan una evaluación de la solvencia del emisor o activo objeto de calificación.

Aunque se podría decir que inicialmente estas calificaciones nacieron con una vocación de evaluación del impacto, con el paso de los años y, sobre todo, con la creciente

demanda de los inversores, sus procesos de evaluación evolucionaron de forma natural hasta integrar además la materialidad financiera.

Aunque se comentará con más detalle en el epígrafe siguiente, en el cuadro 1, y siguiendo a Jerome (2020)¹¹, se han recogido las principales características de las metodologías elaboradas por las cuatro principales agencias especializadas, pudiéndose observar que todas evalúan los mismos aspectos, pero a partir de indicadores diferentes, uno de los motivos principales que justifica la divergencia entre *ratings* de sostenibilidad que comentaremos más adelante.

Cuadro 1: Características de cuatro metodologías de ratings ESG seleccionadas		
Agencia	Metodología	Comentarios
RobecoSam (S&P)	Perfil ESG	Datos a futuro e información privada Puntuaciones afectadas por la industria (no normalizadas) <ul style="list-style-type: none"> • E: emisiones de gases de efecto invernadero, residuos, uso del agua, uso de la tierra. • S: fuerza laboral y diversidad, gestión de la seguridad, cliente • G: estructura y supervisión, código y valores, transparencia e informes, ciber riesgos y sistemas tecnológicos.
MSCI	Ajustado por la industria	Problemas específicos por industrias y

¹⁰https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-321_technical_advice_on_sustainability_considerations_in_the_credit_rating_market.pdf

¹¹<http://hdl.handle.net/2268/251312>

		<p>puntaje final normalizado por industrias</p> <ul style="list-style-type: none"> • E: cambio climático, recursos naturales, contaminación y desechos, oportunidades ambientales. • S: capital humano, responsabilidad por productos, accionistas, oportunidades sociales. • G: gobierno corporativo.
Sustainalytics (Morningstar)	Basado en la clasificación de riesgo sobre cuestiones clave	Foco en el riesgo y su gestión. Considera sólo cuestiones materiales.
Refinity	Puntuación ESG y factor de controversia	<p>Puntuaciones normalizadas y controvertidas de la industria</p> <ul style="list-style-type: none"> • E: uso de recursos, emisiones, innovación. • S: fuerza laboral, derechos humanos, comunidad, responsabilidad del producto. • G: gestión, accionistas, estrategia RSE.
Fuente: Jerome (2020)		

Centrándonos en las dos agencias especializadas que concentran la mayor parte del mercado, Cash (2021) indica que Sustainalytics elabora un ESG *rating score* en una escala de 1 a 100, construido a partir de 70 indicadores definidos para cada industria pero que se agrupan en tres grandes bloques: gobierno corporativo, factores ESG materiales y aspectos idiosincráticos propios del ente evaluado. Con todo ello Sustainalytics afirma que su sistema permite realizar comparaciones entre empresas, aunque no formen parte del mismo sector de actividad, dando con ello respuesta a una de las principales demandas de los inversores.

Por su parte la revisión metodológica que este mismo autor efectúa sobre MSCI pone de manifiesto que en este caso la escala del ESG *rating* es similar a la seguida por los *ratings* tradicionales (desde AAA hasta CCC) –lo que facilita su comprensión por parte del inversor–, y se construye a partir de modelos empíricos que incorporan determinados factores materiales con los que miden el impacto externo de la actividad de la empresa.

Tanto si se trata de las agencias de calificación tradicionales o las específicamente dedicadas a los *ratings* de sostenibilidad, ambas cuentan con un sistema de trabajo muy similar, con metodologías propias en las que a partir de una serie de factores (o *kpis*) identificados como materiales para el sector en el que la empresa desempeña su actividad, efectúan un proceso de evaluación mediante el que comparan el valor tomado por cada uno de los factores con unos rangos y unas ponderaciones previamente definidos en sus respectivas metodologías. El trabajo finaliza con la emisión del correspondiente *rating* de sostenibilidad acorde a sus escalas de calificación.

Para llevar a cabo estas evaluaciones las agencias recurren tanto a la información contenida en las cuentas anuales, los informes de sostenibilidad, así como los grandes repositorios de datos e información que permiten realizar comparaciones con sus *peers* sectoriales. Además de ello es habitual la realización de encuestas a las empresas evaluadas.

Sin embargo, ambos tipos de agencias se caracterizan por cubrir principalmente aquellas empresas de tamaño mayor, dejando fuera de su cobertura un amplio abanico de empresas de menor dimensión sobre las que en un futuro no muy lejano también será necesario conocer su desempeño en materia ESG, sobre todo teniendo en cuenta la elevada presencia de esta tipología de empresas en economías como la española y el creciente interés del sector financiero por identificar los riesgos climáticos a los que se expone su cartera de inversión crediticia. Para dar respuesta a esta situación, agencias como Moody's han avanzado publicando su SME Solution¹², a la que se unen agencias de menor tamaño como Ecomate o Early Metrics.

¹²<https://esg.moody's.io/sme-solutions>

4. La necesaria armonización de la información: el papel de los estándares de reporte

Llegados a este punto se puede observar que la parte más importante del proceso de evaluación radica en cómo se ha llevado a cabo la selección de los factores por parte de las agencias. Para dar respuesta a este interrogante, en Fernández *et al.* (2018) se afirma que, en términos generales, las diferentes agencias han llevado a cabo esa selección en base a los diferentes estándares existentes, a partir de los cuales cada una de ellas ha definido tanto criterios negativos (exclusión) como positivos.

En lo que respecta a los criterios negativos, y como bien recogen estos autores en su estudio, en los últimos diez años se ha producido una importante evolución, siendo el alcohol y el tabaco los principales motivos de exclusión, además de todos los aspectos relacionados con la industria armamentística. Por su parte, los criterios que identifican a las empresas con mejores prácticas se encuentran clasificados en función de cada uno de los pilares –esto es, medioambiente, sociedad y gobernanza.

En este sentido, en Fernández *et al.* (2018) se indica que en lo que refiere al pilar medioambiental fueron los factores relativos al uso y gestión del agua, protección de la diversidad y la política de gestión ambiental, reducción de emisiones y cambio climático los más utilizados por las diferentes agencias analizadas; por su parte, y en lo que respecta al pilar social, los autores identificaron que los factores relativos a seguridad y condiciones de trabajo, libertad sindical y libertad de asociación, gestión de la cadena de suministro y relaciones con la comunidad fueron los más utilizados; finalmente y en lo que refiere a la gobernanza Fernández *et al.* (2018) afirman que los factores relativos a las funciones y comités de gobierno corporativo, estructura del consejo y transparencia y política de remuneración de los miembros del consejo son los más característicos.

Pero a pesar de esa cierta uniformidad de factores identificada por los autores mencionados, y a diferencia de lo que ocurre con los *ratings* crediticios tradicionales en los que las calificaciones otorgadas por las diferentes agencias para una misma empresa tienden a situarse en rangos prácticamente similares, un estudio efectuado en el MIT por Berg *et al.* (2019) pone de manifiesto la existencia de una amplia disparidad en los *ratings* de sostenibilidad otorgados por las diferentes agencias para un mismo ente, divergencia que los propios autores cuantifican a través del cálculo de correlaciones lineales que, en el caso de los *ratings* de sostenibilidad, apenas supera el 0,5, frente al 0,99 identificado por estos mismos autores para el caso de los *ratings* crediticios otorgados por las agencias tradicionales.

Entre las causas de esta disparidad Berg *et al.* (2019) señala que, si bien los diferentes pesos que las agencias otorgan a un mismo factor dentro de sus respectivas metodologías podría ser un elemento a tener en cuenta –situación que es similar con lo que puede apreciarse en las metodologías de *ratings* crediticios tradicionales en las que el *expertise* de cada agencia es clave en la determinación de estos pesos y no por ello se observa mayor disparidad en las calificaciones otorgadas como ya se ha comentado–, los autores subrayan que la ausencia de armonización en cuanto a qué se está midiendo y cómo medir lo constituye la principal causa de la diversidad observada en los *ratings* de sostenibilidad.

Esta situación no es baladí ya que dependiendo del *rating* de sostenibilidad seleccionado podría darse la paradoja que un determinado activo cumpla, o no, con unos criterios de selección de un determinado fondo, elevando la incertidumbre del inversor. Situación que en definitiva podría incluso terminar fomentando prácticas desleales como el *Greenwashing*, es decir, que un determinado activo sea considerado respetuoso con el medioambiente cuando en realidad no cumple con los requisitos medioambientales básicos.

Cash (2021) haciendo referencia a otros autores afirma que las principales limitaciones de las calificaciones de sostenibilidad precisamente giran en torno a la falta de transparencia por parte de las agencias de *rating* en cuanto a sus procesos de calificación, la falta de homogeneización sobre qué y cómo se mide que, a su vez, deriva en la carencia de una medida común que permita llevar a cabo comparaciones, la falta –en algunos casos– de un *rating* global ya que muchas agencias ofrecen calificaciones separadas del desempeño medioambiental, social y de gobierno corporativo y, finalmente, el simple incumplimiento con las expectativas de los diferentes *stakeholders*.

En esta línea, la encuesta *Rate de Raters* indicada anteriormente refleja que las principales críticas que realizan los inversores a las calificaciones de sostenibilidad van por este camino, tanto por el hecho de que las agencias de calificación no siempre obtienen la información de forma correcta con datos que incluso son antiguos y no reflejan la realidad del ente o empresa calificado, a lo que se une la inexperiencia de los equipos de análisis al tratarse de un tema de reciente actualidad o al no comprender de forma precisa cómo un asunto tan dispar como el desempeño ESG puede ser reducido a un único score.

A lo anterior cabe añadir la escasa evidencia empírica en torno a si existe (o no) relación alguna entre riesgo de crédito y desempeño ESG, ya que a diferencia de los *ratings* tradicionales en

los que todas las agencias ofrecen información sobre la probabilidad de *default* que acompaña cada nivel de *rating*, de gran utilidad para que el inversor pueda calcular la pérdida esperada por su inversión, en el caso de las calificaciones de sostenibilidad esta relación no se encuentra totalmente identificada, entre otros motivos, tanto por la falta de armonización comentada como por la indisponibilidad de datos históricos de alcance al menos similar al de la información financiera.

Desde una perspectiva académica, y en relación a esa probabilidad de *default* comentada, encontramos la investigación de Peixin Li *et al.* (2020) en la que analizando la relación entre el *default rate* de una serie de bonos que cotizan en el mercado chino y el desempeño ESG, determinaron la existencia de una relación directa entre ambos factores, si bien, la principal crítica a este estudio es el reducido número de factores ESG incorporados (tan solo tres) y su limitación al ámbito del mercado de bonos, dejando de lado el extenso universo de las calificaciones de sostenibilidad otorgadas a los emisores. Por su parte Gimeno y Solis (2020) ponen de manifiesto que la baja correlación que cuantifican entre *rating* de crédito y *rating* de sostenibilidad puede ser debido a la diferencia en el horizonte temporal de materialización de los riesgos que miden ambas calificaciones.

Volviendo de nuevo al problema de la falta de armonización, para Berg *et al.* (2019) una de las principales causas responsables de esa falta de consenso sobre qué y cómo se mide subyace en la falta de armonización en torno a los estándares de reporte que pueden seguir las empresas para divulgar este tipo de información no financiera, ya que a diferencia de lo que ocurre con la información financiera –sobre la que, por ejemplo en España, las empresas siguen, en general, el Plan General de Contabilidad, lo que brinda al inversor de unas reglas comunes de registro y valoración de los elementos contables en pro de la imagen fiel que, al final, termina facilitando su comparabilidad– en el caso de la información no financiera existen una amplia diversidad de estándares para su reporte.

En lo que respecta a los creadores de estándares y marcos a nivel global, a día de hoy existen diferentes organizaciones y grupos de trabajo, siendo los más importantes el *Global Reporting Initiative* (GRI), *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) o el *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) entre otros. Situación que contrasta una vez más con las normas de reporte de información financiera donde exclusivamente la *International Accounting Standard Board* tiene la misión de promulgar las normas que afectan a la actividad

contable y que de una forma u otra, son progresivamente incorporadas dentro de la normativa nacional, favoreciendo la armonización y unidad en los reportes contables.

No obstante, es positivo señalar los pasos dados recientemente por los principales creadores de estándares de reporte en pro de la armonización, destacando en este sentido que desde el mes de septiembre de 2020 CDBS, GRI y SASB entre otras están trabajando en un sistema de reporte estandarizado, o los pasos dados por la IFRS Foundation.

Este camino en pro de la armonización de estándares no solo fortalecerá la robustez de las calificaciones de sostenibilidad, sino que también, tal y como señalan Cort y Esty (2020), beneficiará el desarrollo e implantación de los procesos de auditoría que, al igual que ocurre con la información financiera, son muy necesarios para verificar que tanto la información, como el reporte que la contiene, son adecuados y acordes a la normativa y a la realidad.

5. El papel de la regulación

Centrándonos en el terreno europeo, a nivel regulatorio se ha avanzado mucho en el camino hacia la armonización e identificación de los aspectos materiales, principalmente con el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles aprobado a principios de 2018 –cuyo objetivo es reconducir los flujos de capitales hacia la inversión sostenible, la gestión de los riesgos climáticos y fortalecer la transparencia–, y que recientemente (2 de julio de 2021) ha sido completada a través de la estrategia para financiar la transición hacia una economía sostenible¹³. En torno a los mismos se pueden destacar las siguientes iniciativas:

1. La taxonomía europea, que establece un lenguaje común sobre qué actividades pueden ser consideradas sostenibles, aunque adolece de haberse centrado casi exclusivamente en el pilar medioambiental y haber pospuesto el social para futuras actualizaciones.
2. El reglamento de índices de referencia bajos en carbono y el reglamento de divulgación de los gestores sobre la exposición verde de las inversiones de sus clientes.
3. Las directrices de presentación de informes no financieros y su transposición al derecho nacional a través de la Ley 11/2018 de información no financiera en la que se definen una serie de aspectos mínimos que deben ser informados por las empresas en sus reportes de información no

¹³https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en

financiera. La principal crítica que se puede realizar a esta directiva es el hecho de haber dejado fuera de esta obligación el universo de empresas de menos de 500 trabajadores, ciertamente el más numeroso y sobre el que va a ser más difícil conocer su desempeño en materia ESG.

Esta directiva ha continuado revisándose y el pasado 21 de abril de 2021 la Comisión Europea (CE) publicó su propuesta sobre cambios en los informes de sostenibilidad que reportan las empresas, la denominada *Corporate Sustainability Reporting Directive proposal*¹⁴, que entrará en vigor a partir del año 2023. Con esta propuesta la directiva determina con mayor detalle la información no financiera que tienen que reportar las empresas (que se enfoca hacia la materialidad) a partir de estándares de sostenibilidad que serán obligatorios en la UE. Sin embargo, y aunque los requisitos se endurecen, cabe señalar que esta nueva directiva deja fuera una vez más las empresas de menor tamaño (con la excepción de las que cotizan en bolsa). Finalmente señalar que esta información dejará de estar presente en el informe anual para formar parte del informe de gestión.

4. Junto a la estrategia para financiar la transición hacia una economía sostenible, la Comisión Europea ha publicado una propuesta de estándar para los bonos verdes europeos basado en las recomendaciones de un grupo de expertos técnicos sobre finanzas sostenibles con lo que se busca establecer unas reglas de juego en Europa para el mercado de los bonos verdes y que, entre otros aspectos, establece que todos los bonos verdes deberán estar controlados por un revisor externo.

Finalmente, y a nivel doméstico, no podemos obviar la recientemente aprobada Ley de cambio climático¹⁵ que, entre otros objetivos, busca la transición hacia una economía descarbonizada estableciendo una serie de obligaciones de información que afectan al sector financiero y a las empresas, siendo especialmente significativa la obligada publicación de los objetivos de descarbonización de las carteras de inversión crediticia por parte de las entidades financieras porque, en definitiva, ayudará a acelerar la divulgación de información ESG por parte de las empresas que soliciten –o mantengan– operaciones de financiación.

En lo que respecta a las agencias de calificación, a principios de 2021 ESMA reclamó a la Comisión Europea (CE) una regulación específica para las calificaciones de sostenibilidad que tuviera un alcance al menos similar al que ya existe para los *ratings* crediticios, todo ello con el fin último de garantizar la calidad y fiabilidad de estas calificaciones y salvaguardar los intereses de los inversores.

En este sentido, hay que destacar que la propia ESMA pone de manifiesto que a día de hoy el mercado de las calificaciones de sostenibilidad no se encuentra regulado ni supervisado; todo un desafío a la vista de la tendencia creciente en la demanda de este tipo de evaluaciones. De hecho, para ESMA es indispensable la existencia de una definición común de calificación de sostenibilidad, con un marco de supervisión y regulación que defienda los intereses tanto de los grandes proveedores de datos como de las pequeñas agencias de calificación.

A estas conclusiones llega ESMA tras el ejercicio de análisis sobre las consideraciones de sostenibilidad en el mercado europeo de calificaciones crediticias, que efectuó en 2019 como respuesta a la demanda efectuada por la propia CE en el contexto de la aprobación del Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles.

El documento técnico publicado ESMA –y que ya hemos comentado anteriormente– llega a las siguientes conclusiones:

- En general las agencias de *rating* están considerando, al menos indirectamente, los factores ESG en las calificaciones crediticias, principalmente en lo que refiere al pilar de gobernanza sobre el que además existe cierta uniformidad entre todas las agencias, a diferencia de los pilares medioambiental o social en los que existe mayor disparidad.
- Para ESMA no es lo mismo considerar los factores de ESG en las calificaciones crediticias que llevar a cabo evaluaciones de sostenibilidad, ya que estas últimas no pretenden efectuar una opinión crediticia.
- Para ESMA no es necesario enmendar el reglamento que regula las agencias de *ratings* para obligar la incorporación de los factores ESG en el proceso de calificación, si bien sería conveniente actualizar la regulación para exigir mayor transparencia en cómo estos factores están siendo incorporados en el proceso de evaluación por las agencias.

¹⁴https://ec.europa.eu/info/publications/210421-sustainable-finance-communication_en#csrd

¹⁵https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2021-8447

- Finalmente, y quizás la más importante, ESMA recomienda analizar si existe suficientes salvaguardas normativas sobre las agencias de *ratings* sostenibles.

Por todo ello se puede afirmar que a día de hoy las agencias de *rating* tradicionales –las únicas supervisadas por la ESMA– tan solo tienen la obligación de indicar los factores ESG considerados cuando estos se encuentren detrás de un cambio de calificación crediticia o perspectiva de conformidad con lo dispuesto en el documento *Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*¹⁶ que es aplicable desde marzo 2020 y con el que se busca asegurar la transparencia de las agencias de *rating* en relación a la *rating action* con el fin de que el inversor tenga un conocimiento certero de los factores que han motivado dicha acción, y que entre otros aspectos, establece la obligatoriedad de que cualquier acción de *rating* vaya acompañada de un documento explicativo.

No obstante, y a la vista de la evolución favorable que se espera observar en el universo de la financiación sostenible, es previsible que a nivel normativo se produzcan nuevos y necesarios desarrollos en pro de la mejora de la confianza de los inversores.

6. Conclusiones

En definitiva, nos encontramos ante un cambio de paradigma en las estrategias de inversión para cuyo desarrollo los inversores esperan contar con herramientas fiables que les permitan conocer el desempeño ESG de los activos que incorporan a sus carteras con el fin de evitar situaciones de *greenwashing*.

Aunque el uso de herramientas y metodologías propias está extendido entre los inversores, la falta de información y la necesidad de comparación justifican la creciente demanda de las calificaciones de sostenibilidad.

Formalmente estas calificaciones se definen como evaluaciones del desempeño que la empresa o ente evaluado realiza en materia de medioambiente, sociedad y gobernanza y que son emitidas tanto por agencias de *rating* tradicionales –en las que estos factores ESG se incorporan dentro del proceso de análisis crediticio tradicional– como por agencias de *ratings* sostenibles cuyo trabajo se centra en exclusiva en la valoración de estos riesgos a partir de una serie de factores considerados materiales (tanto desde una óptica financiera como

medioambiental y social) para el sector de actividad en el que la empresa o ente se integra.

Sin embargo, la falta de consenso entre las diferentes agencias en cuanto a qué medir y cómo medirlo ocasiona que, a diferencia de lo que ocurre con los *ratings* crediticios tradicionales, exista una gran disparidad entre las calificaciones de sostenibilidad otorgadas por diferentes agencias para un mismo ente, acentuando la incertidumbre y la desconfianza de los inversores en torno a estas calificaciones ya que asisten atónitos al hecho de que un mismo activo pueda (o no) cumplir con los criterios de incorporación a un determinado fondo en función de la agencia de *rating* considerada.

La principal causa de esta falta de sintonía entre calificaciones la encontramos en la ausencia de un único estándar de reporte de la información no financiera por parte de las empresas –a diferencia de lo que ocurre con la información financiera–, si bien es cierto que en los últimos años se ha avanzado mucho en este sentido, tanto por los creadores de estándares como por los organismos reguladores, principalmente a nivel europeo, en el marco del Plan de Acción de las Finanzas Sostenibles y, la recientemente aprobada estrategia para financiar la transición a una economía sostenible.

En definitiva las agencias de *ratings* están llamadas a ser protagonistas en este viraje hacia unos mercados financieros concienciados con los derechos de las generaciones venideras, si bien todavía queda un largo camino que recorrer, siendo una de las principales incógnitas la determinación de la relación existente entre riesgo ESG y riesgo de crédito, relación necesaria para conocer la verdadera probabilidad de *default* asociada a un determinado activo que, en definitiva, explica la pérdida potencial que un inversor puede esperar de una determinada inversión, pregunta que sin duda todo inversor quiere conocer junto con el rédito y, a partir de ahora, el *output* medioambiental y social de su inversión.

¹⁶https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-320_final_report_guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies.pdf

7. Bibliografía

- Berg, F., Koelbel, JF. y Rigobon, R. (2020). *MIT Sloan School of Management*. Working Paper 5822-19.
- Cash, D. (2018). *The Role of Credit Rating Agencies in Responsible Finance*. Edit. Palgrave Macmillan.
- Cash, D. (2021). *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies. The Battle to serve the mainstream investor*. Edit. Palgrave Macmillan.
- Clementino, E. y Perking, R. (2020). *How do companies respond to Environmental, Social & Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*. Journal of Business Ethics.
- Cort, T. y Esty, D. (2020). *ESG Standards: Looming challenges and pathways forward*. Organization & Environmental. Vol. 33(4). Pp. 491-510.
- Fernández, M.A., Muñoz, M.J., Escrig, E., Rivera, J.A. y Ferrero, I. (2018). *Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable*. Boletín de Estudios Económicos. Vol. LXXIII, nº 224, pp.367-385.
- Friede, G., Busch, T. y Bassen, A. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. Journal of Sustainable Finance& Investment. Vol. 5, Num. 4, pp. 210-233.
- Gimeno, R. y Sols, F. (2020). *La incorporación de los factores de sostenibilidad en la gestión de carteras*. Banco de España.
- Jerome (2020). *Reliability of ESG ratings - A qualitative and quantitative assessment. Dissertations and theses*. Liege Universite. <http://hdl.handle.net/2268/251312>.
- Observatorio Español de la Financiación Sostenible (2021). *Informe Anual*. Obtenido de: <https://www.ofiso.es/files/Informe-Anual-OFISO-2020.pdf>.
- Peixin Li, Rongxi Zhou y Yahui Xiong (2020). *Can ESG Performance affect bond default rate? Evidence from China*. Sustainability 12, 2954.
- Peñarubia, S. y Royo, T. (2021). *Los proveedores de información ESG*. En *El Rol de las Finanzas en una economía sostenible*. (p.171-184). Madrid. Instituto Español de Analistas Financieros.

Sobre el autor:

Antonio Madera del Pozo es Doctor en Economía y profesor de la Universidad Pontificia Comillas – ICADE.

Otras publicaciones ODF

Jul	2021	NT	Measuring and targeting systemic cyclical risks – the Countercyclical Capital Buffer	Sofia Velasco
Jun	2021	NT	El Sandbox regulatori: És una oportunitat d'apropar el sector al regulador mitjançant la digitalització?	Pablo Domenech
May	2021	DT	Comportament diferencial en mercats de capital d'empreses sostenibles. Una mirada a les empreses emissores de bons verds	Jorge Sanz González
Abr	2021	NT	Carteres òptimes alternatives a la de mínima volatilitat de Markowitz	Laura Valls Sanchis
Feb	2021	DT	Megatendències i temàtiques en carteres de renda variable	David Cano y Francisco Lomba
Feb	2021	DT	Riscos relacionats amb el clima i mediambientals: una introducció a les expectatives supervisores i al risc	Arturo Fraile Izquierdo
Nov	2020	NT	Nuevos indicadores económicos para una nueva era	Diego Isabel La Moneda
Oct	2020	NT	Aspectos legales de las ISR a las entidades de capital de riesgo	Alex Plana Paluzie
Jul	2020	NT	Dark Pools and High Frequency Trading: A Brief Note	Anna Bayona
Jun	2020	DT	Los emisores soberanos ante la revolución sostenible	Andrés Alonso
Jun	2020	NT	El impuesto español sobre transacciones financieras, una medida alejada de la Tasa Tobin	Jordi Pey Nadal
May	2020	DT	¿Cómo valorar una start-up y qué métodos de valoración son más adecuados?	Roger Martí Bosch
Mar	2020	NT	Libra: ¿La moneda que puede cambiar el futuro del dinero?	Miguel otero Iglesias
Dic	2019	NT	¿Cómo puede un inversor particular implementar una estrategia sencilla y barata en factores? ¿Qué puede esperar de ella?	Ferran Capella Martínez
Dic	2019	DT	Una nota sobre la valoración de cross currency swaps	Lluís Navarro i Girbés
Nov	2019	DT	Criptoactivos: naturaleza, regulación y perspectivas	Víctor Rodríguez Quejido
Oct	2019	NT	¿Qué valor aportan al asesoramiento financiero los principales insights puestos de manifiesto por la behavioral economics?	Óscar de la Mata Guerrero
Jul	2019	NT	El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual	Aitor Sanjuan Sanz
Jun	2019	NT	Las STO: ¿puede una empresa financiarse emitiendo tokens de forma regulada?	Xavier Foz Giralt
Abr	2019	NT	Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	Josep Anglada Salarich
Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luis Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Por qué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría

Dic	2017	DT	“Factor investing”, el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundrasing: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José MªMartín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa	Rosa Gómez Churruya y Olga I.Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación es España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M.Domènech

Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	Mª Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati
Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la trascendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda