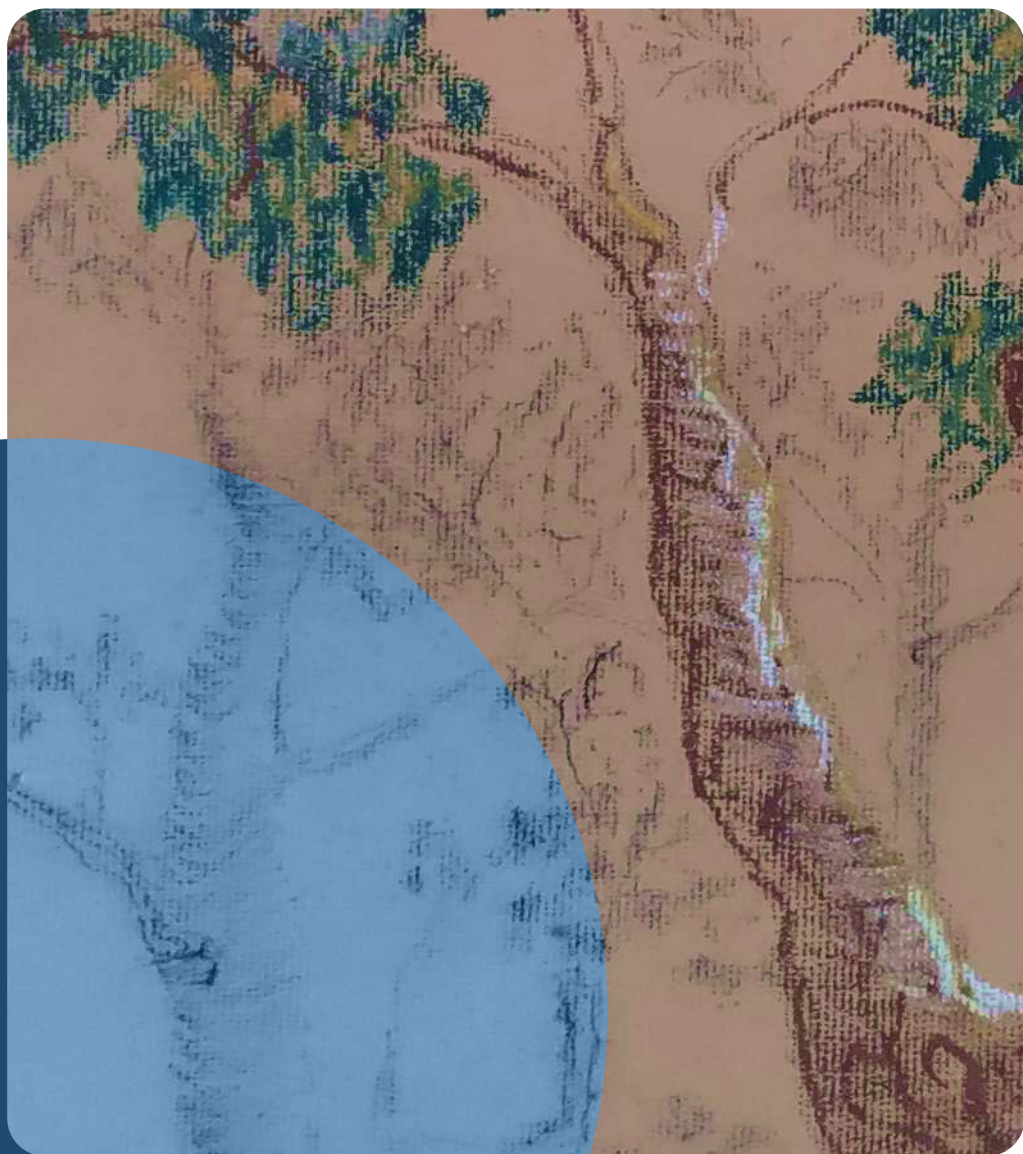


UNA MIRADA CRÍTICA A LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA EMPRESA EN IBEROAMÉRICA

VOLUMEN VII



ANTONIO VIVES

**UNA MIRADA CRÍTICA A
LA RESPONSABILIDAD
SOCIAL DE LA EMPRESA
EN IBEROAMÉRICA**

VOLUMEN VII

ANTONIO VIVES





© Derechos reservados, Antonio Vives - 2023



www.cumpetere.com

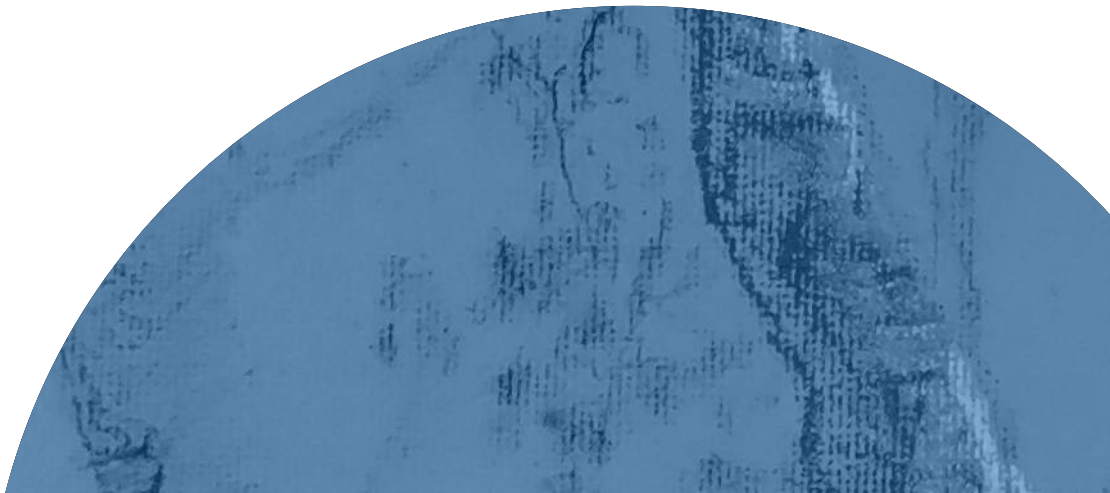
Portada: Detalle de un dibujo de Ivana B. Vives (1947 - 2008)

Diseño y diagramación por Aluna Sustainability, a través de Juan D. Hurtado (2023)



El propósito misional de Aluna Sustainability® es aportar valor a las estrategias de gobernanza social, ambiental y del “core” de los negocios, integrando los diversos criterios de sostenibilidad, responsabilidad social y de derechos humanos a políticas, procesos y sistemas de gestión.

A los miembros de la generación Alpha, incluyendo a mis nietos (en orden de aparición), Lucía, Aaron, Aidan, Sophie, Sofía y Randy, que merecen vivir en un planeta sostenible y una sociedad responsable.



Índice

Prólogo	8
Primera parte. Responsabilidad empresarial y sus críticos	14
I.1 Hacia un nivel superior de responsabilidad	18
I.2 De la RSE a la ASG: ¿Cómo vamos?	22
I.3 De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: Lo bueno, lo malo y lo feo	29
I.4 ¿Porque las empresas “practican RSE”? Otro estudio más, pero con valor agregado	39
I.5 <i>Chief Sustainability Officer</i> : ¿Quién es? ¿ <i>Quo vadis</i> ?	42
I.6 ¿Los consejeros están preparados para gestionar la sostenibilidad empresarial?	49
I.7 ¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?	51
I.8 La sostenibilidad empresarial es un juego: <i>The Economist</i> vuelve sus andanzas	57
Segunda parte. Amigos, enemigos, promotores y detractores	68
II.1 Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial	70
II.2 Un compendio de la sostenibilidad empresarial en dieciséis generalizaciones falsas	87
II.3 El movimiento anti-ASG llega a las viñetas: Una visión mordaz, pero	107
Tercera parte. Responsabilidad empresarial y valor de la empresa	113
III.1 Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad	115
III.2 Responsabilidad empresarial como generadora de valor	122
Cuarta parte. Remuneraciones ligadas a la responsabilidad empresarial	142
IV.1 Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: Quién y cómo lo hacen	144
IV.2 Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: Buenos y malos ejemplos de empresas	154
IV.3 Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: Cómo hacerlo, si se quiere hacer bien	161
Quinta parte. Gestión de la información sobre sostenibilidad empresarial	169
V.1 Materialidad, doble materialidad y matriz de materialidad	172
V.2 ¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: Mi pronóstico	180
V.3 Taxonomía estandarizada para reportes estandarizados de sostenibilidad: ¿Panacea o espejismo?	185

Sexta parte. Calificaciones de sostenibilidad empresarial **189**

VI.1 ¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?.....	192
VI.2 ¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un numero?.....	200
VI.3 ¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?.....	208
VI.4 La “S” de la ASG: ¿Qué es? ... aparte de ser la cenicienta del grupo	215

Séptima parte. Financiamiento sostenible **227**

VII.1 ¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?	230
VII.2 <i>Greenwashing</i> a la grande	237
VII.3 Emisión de bonos sostenibles por Ford: Lo bueno, lo malo y lo feo.....	244
VII.4 Financiamiento ligado a la sostenibilidad: Un buen ejemplo.....	248
VII.5 El bono ligado a la sostenibilidad más innovador del mundo: El mío.....	253

Octava parte. Inversiones responsables **256**

VIII.1 ¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone	260
VIII.2 ¿Y si el <i>greenwashing</i> fuera un crimen?.....	264
VIII.3 ¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?.....	270
VIII.4 Irresponsabilidad por omisión y comisión: combustibles fósiles	276
VIII.5 El índice IBEX <i>Gender Equality</i> : ¿Igualdad de género o falacia ASG?.....	278
VIII.6 ¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?.....	285
VIII.7 Evidencia de <i>Greenwashing</i> en fondos ASG	291
VIII.8 ¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?.....	295
VIII.9 Inversión responsable o responsabilidad de la inversión	307
VIII.10 ¿Los valores y fondos sostenibles son sostenibles?: el inversionista tiene que hacer sus deberes?.....	318
VIII.11 ¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?.....	326
VIII.12 Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos	334

Novena parte. Citas para ser más responsable **342**

IX.1 Citas publicadas en Twitter y LinkedIn.....	344
---	------------

El autor **350**

Prólogo

El valor de una educación no es el aprendizaje de muchos hechos, sino la formación de la mente para pensar.

Albert Einstein

Objetivo del libro

Los que conocen los artículos del blog y los seis volúmenes anteriores, que han recopilado los que considero más relevantes, saben que el denominador común es el de la estimulación del pensamiento crítico sobre la responsabilidad social de la empresa. Es una disciplina que nunca alcanzará su madurez; estará en continua evolución, porque se refiere a la responsabilidad de la empresa ante la sociedad, y la responsabilidad va cambiando, la empresa va cambiando, la sociedad va cambiando y las relaciones entre estos elementos van cambiando.

Y no alcanzará nunca su madurez porque, adicionalmente, los que la promueven no estarán nunca satisfechos con lo que hay, y querrán innovar, lo cual es necesario, pero esa innovación debe ser positiva. No se trata de innovar para cambiar, por hacer algo diferente. Debe tener valor agregado, ser mejor que la concepción o la práctica actual. En muchos casos lo que se propone son conceptos inferiores, que crean más confusión sobre los no iniciados y estimulan controversias en vez de agrupar voluntades. Es una disciplina que no teniendo una concepción generalmente aceptada (es gestión, no profesión) se presta a muchas variantes.

Y para muchas empresas hay conflictos, reales o percibidos, entre sus intereses y los de la sociedad, y aunque el denominador común es la buena gestión, no siempre prevalece, pues se interpone la incertidumbre sobre lo que es mejor a largo plazo, y a veces la irracionalidad o incompetencia de los dirigentes.

De allí el imperativo de ser crítico, en no tomar al pie de la letra, sin análisis, las informaciones de esas empresas, los artículos de los promotores y detractores de aspectos de la responsabilidad, y aun los estudios académicos. Hay que tener en cuenta que todos tienen sus propios intereses que defender, que no necesariamente coinciden con los de la sociedad. Hay que analizar, hay que pensar.

El objetivo básico del blog, los artículos y esta serie de libros, es: (1) enseñar acerca de los fundamentos de la disciplina sobre los cuales construirla, y (2) estimular el pensamiento crítico, sobre lo que es y no es, lo que debe ser y lo que se propone, para destilar lo más conveniente de la contribución de la empresa para el avance responsable, sostenido y sostenible, de la sociedad.

Y como no vale la pena reinventar la rueda, repetiremos lo que decíamos, en lo que resultó ser un primer volumen de una serie, *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, publicado en el 2011, y que hemos repetido en los siguientes volúmenes, porque sigue siendo válido:

El objetivo del libro, como el del blog, es analizar acciones y eventos que tengan impacto sobre las prácticas responsables de la empresa de una manera crítica, amena y didáctica. Cuando se leen o consideran noticias o informes sobre la RSE, se debe analizar qué hay en el fondo, y no tomarlo como se reporta, sin pensar. En el tema de RSE cada uno tiene sus intereses particulares, y muchos de los medios que reportan todavía no tienen una actitud crítica para indagar qué hay detrás. En estos temas, como es muy conocido, la empresa y las partes interesadas (stakeholders) tienen intereses particulares, que a veces son comunes, en ocasiones son el bien de la sociedad y del mundo en que vivimos, pero a veces representan intereses personales. Son muchos los casos de sesgo deliberado en la información empresarial, de “lavado de cara”.

En muchos otros casos se observa liviandad a la hora de producir un reporte, noticia o escribir un artículo, de tal manera que puede crear percepciones equivocadas en quien lo lee sin conocimiento o sin un juicio crítico. Muchos de los titulares, que es lo que queda en la mente del lector, no reflejan el verdadero sentido de lo que reportan. Aunque ha habido grandes progresos en el reporte de información sobre prácticas responsables, todavía falta el espíritu crítico, y en algunos casos el rigor, que sí se aplica a otros temas de mayor interés del público, como son los temas políticos y los económicos.

Los capítulos han sido escritos, además, con el objetivo de educar a los interesados en los temas de responsabilidad empresarial. Tratamos de llenar algunos vacíos que observamos en términos de la literatura disponible, que todavía no es muy abundante en habla hispana, aunque se observan significativos progresos, sobre todo en información vía internet.

También, en virtud de la relativa escasez de material didáctico, estos breves capítulos, por su naturaleza crítica, pueden ser usados como instrumentos para estimular la discusión en los salones de clases, excitar posiciones alternativas y complementar los “casos empresariales” que se usan en algunas instituciones.

Aparte de incitar al análisis crítico, los artículos, y ahora este libro, pretenden desarrollar el conocimiento en el tema de responsabilidad social de la empresa de forma amena y fácil de leer. Los capítulos son normalmente de entre tres y veinte páginas, con un promedio de unas ocho.

Contenido del libro

Este libro contiene una selección de 40 de los más de 80 artículos publicados en los años 2021 y 2022 en el blog *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, clasificados, revisados, editados por lenguaje y forma, actualizados y con referencias cruzadas a otros capítulos de este libro y a los cinco volúmenes precedentes,

pero sin modificaciones de fondo. Contiene, además, un capítulo de cierre, que incluye la colección de citas que publiqué en mis cuentas en las redes sociales durante esos dos años.

Los capítulos se han agrupado en ocho partes centrales y una complementaria. Las ocho contienen capítulos que cubren diferentes temas, agrupados por afinidad, pero todos pretenden contribuir a una mejor comprensión de las ideas, a la implementación efectiva de prácticas responsables en las empresas y al mejoramiento de la función de los responsables de hacerlo. La última parte, como en los seis volúmenes anteriores, se sale del tema estrictamente técnico y riguroso de las ocho partes precedentes, y pretende ser un respiro, un descanso del trabajo. Cada parte se inicia con un resumen de los capítulos correspondientes.

Primera parte: Responsabilidad empresarial y sus críticos. Esta parte, como en los seis volúmenes anteriores, incluye capítulos que pretenden aclarar los conceptos y percepciones sobre la responsabilidad empresarial, que aun a pesar de la acelerada evolución en las décadas recientes, todavía retiene grandes confusiones en su conceptualización e implementación. Esta parte consta de ocho capítulos: los cuatro primeros se refieren a temas conceptuales, en particular tratando de aclarar las diferencias entre conceptos que algunos usan indistintamente y que tienen implicaciones muy diferentes; en los siguientes dos se analizan temas de gestión: las obligaciones de los responsables dentro de la empresa y la de los miembros de los consejos. En los últimos dos capítulos se analizan una serie de críticas a la implementación de la responsabilidad, que cuentan con apoyos en medios influyentes.

Segunda parte: Amigos, enemigos, promotores y detractores. Esta parte incluye solo tres capítulos, aunque dos de ellos son extensos. El denominador común de los tres artículos es el contraste de posiciones entre los promotores y los detractores de la sostenibilidad empresarial, y los efectos potencialmente negativos de las actividades en apariencia favorables de los participantes en ese mercado de la responsabilidad. Busca insertar realismo en una discusión que está distorsionada por posiciones que bordean en dogmas.

Tercera parte: Responsabilidad empresarial y valor de la empresa. Esta parte incluye solo dos capítulos, uno de los cuales es la condensación de lo que en su origen eran tres artículos, por lo que es relativamente extenso. En los dos capítulos se analiza la transmisión de la responsabilidad empresarial al valor de la empresa, cotice o no en los mercados de valores, y se postula que esa responsabilidad es la determinante del valor de la marca, de la reputación, de otros intangibles y, por ende, de parte del valor de la empresa.

Cuarta parte: Remuneraciones ligadas a la responsabilidad empresarial. Esta parte es monotemática y se dedica exclusivamente a analizar el nexo entre parte de las remuneraciones monetarias variables de los dirigentes al logro de objetivos de responsabilidad empresarial, analizando la práctica, buenos y malos ejemplos, y ofrece una propuesta para mejorar la efectividad de estos esquemas de remuneración.

Quinta parte: Gestión de la información sobre sostenibilidad empresarial. Esta parte, compuesta de tres capítulos, analiza los esfuerzos para la disseminación de información sobre sostenibilidad para la toma de decisiones. El primero analiza cuáles son

los conceptos de materialidad relevantes para cada uno de sus usos potenciales, que son la base para la preparación de los informes de sostenibilidad y la estrategia de sostenibilidad de la empresa, y los dos siguientes analizan cómo serán los informes de sostenibilidad y cómo se propone digitalizar la información para facilitar ese proceso de toma de decisiones.

Sexta parte: Calificaciones de sostenibilidad empresarial. Esta parte consta de cuatro capítulos: los tres primeros analizan las deficiencias de las calificaciones de sostenibilidad empresarial en representar esa sostenibilidad, y el último es un llamado a ampliar la consideración de los componentes de la sostenibilidad, a efectos de determinar la estrategia de las empresas, más allá de las concepciones estrechas que utilizan los indicadores A, S y G. Lo ilustra con una consideración extensa de los aspectos sociales de la estrategia.

Séptima parte: Financiamiento sostenible. Esta parte consta de cinco capítulos: los dos primeros analizan tres financiamientos ligados a la sostenibilidad, con muchos visos de *greenwashing*¹; los dos siguientes analizan casos que se pueden considerar más legítimos, en el sentido de que no solo cumplen con las reglas, sino que además tienen el potencial de impactar en la sostenibilidad empresarial de los emisores, en contraste con los precedentes tres casos. El quinto capítulo es una parodia de las emisiones de bonos ligados a la sostenibilidad, usando el caso de la adquisición de un vehículo eléctrico para uso personal.

Octava parte: Inversiones responsables. Esta parte es la más extensa del libro, y consta de doce capítulos sobre inversiones responsables, que, con los cinco capítulos de la parte anterior, sobre financiamiento sostenible, completan el papel de los mercados financieros y de capitales en el logro de la sostenibilidad empresarial. Los capítulos de esta sección cubren una gran variedad de temas, pero con un objetivo común: la mejora del impacto de los recursos financieros. Contiene tres mensajes, que se repiten en varios de los capítulos: (1) las deficiencias de las calificaciones de sostenibilidad para guiar las operaciones en estos mercados; (2) las deficiencias en el uso de criterios ASG para conformar fondos de inversión responsables, y (3) la necesidad de distinguir entre recursos financieros disponibles directamente para las empresas, y proyectos para mejorar la sostenibilidad, de los recursos que se transan en estos mercados entre participantes, que tienen, como mucho, un impacto indirecto.

Al publicar el séptimo volumen es oportuno pasar revista al contenido de los libros publicados. El denominador común de todos es la inclusión de partes con capítulos conceptuales, para precisar conceptos, y en muchos casos para aclarar confusiones sobre lo que es la RSE y destacar irresponsabilidades. En todos los volúmenes se han incluido partes sobre la información y comunicación de la responsabilidad, y acerca de la gestión interna de esta. Adicionalmente, se incluyen tres o cuatro partes más sobre temas que han sido más relevantes durante los dos años que cubre cada volumen, como lo han sido la Creación de Valor Compartido, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, la crisis financiera,

1. La Fundación de la Real Academia de la Lengua Española ofrece como traducción al español las expresiones ecoimpostura, lavado de imagen verde o ecopostureo, pero son de muy poco uso en la práctica. A pesar de la inclusión de “green”, en inglés, y de “eco” y “verde”, en español, *greenwashing* incluye todo tipo de postureo en actividades ASG, no solo en A. Sin embargo, en el libro usaremos el término *greenwashing*, por ser de uso más generalizado en la disciplina. Por la misma razón usamos el término en inglés de *stakeholders*.

rankings y premios, los bonos verdes, la situación político-económica, la rentabilidad de la responsabilidad, el activismo de los líderes empresariales, el propósito de la empresa y el impacto de la pandemia. En este volumen, el hilo conductor es un análisis de los aspectos perniciosos de las calificaciones de sostenibilidad y la posible contribución de los mercados financieros y de capitales en la promoción de la sostenibilidad empresarial. Además, la mitad de los capítulos de dedican específicamente a estos temas.

Cómo usar el libro

El libro no es un ensayo integral, ni un libro de texto, aunque puede usarse como tal, sobre todo junto con los seis volúmenes precedentes. Habrá quienes leerán algunos capítulos que les llamen la atención, otros leerán un mayor número de ellos, pero en el orden que también consideren pertinente. Se espera que la mayoría de los lectores salten de un lugar a otro. Para los que quieran profundizar un poco más sobre los temas, los capítulos incluyen referencias a otros artículos y capítulos, con nexos (si leen el libro en forma electrónica) a lo citado. Estos llevan a los capítulos de los seis volúmenes precedentes, que contienen las versiones corregidas y editadas, para lo que el lector debe visitar (o descargar) los volúmenes en www.cumpetere.com. En los casos en que los artículos no han sido reproducidos en los libros, los nexos llevan a las versiones originales, no editadas, en el blog. También se incluyen nexos a otras referencias que se citan, siempre y cuando estén disponibles para el público.

Para algunos, los capítulos contienen un número exagerado de referencias a otros capítulos, otros artículos del blog y publicaciones de terceros. Se incluyen para facilitar el estudio a aquellos que leen el libro para desarrollar una visión más integral de la problemática; por ejemplo, para los que usan los libros en cursos académicos o de desarrollo profesional. Con las referencias se logra una visión más completa que la que puede ofrecer un capítulo determinado. El lector que solo esté interesado en informarse de algún tema puede ignorarla.

Los capítulos en su conjunto incluyen algo de repetición, en parte porque los artículos en que se basan fueron escritos por separado y en momentos diferentes. Si bien en la edición se han eliminado repeticiones, todavía quedan algunas, deliberadamente, sobre todo para enfatizar algunos aspectos claves, transversales. En buena parte porque se espera que la mayoría de los lectores solo lean capítulos seleccionados que puedan ser de su interés. No se puede satisfacer a todo tipo de lectores, y por ello los capítulos no pueden ser autocontenidos, ya que serían más extensos, menos amenos y habría más repetición.

En este volumen se han destacado muchas frases, oraciones y párrafos en **negrilla**, con el objeto de enfatizar ideas y conceptos. También pueden ser usados por el lector que no tenga tiempo, o no quiera dedicárselo, para extraer las principales lecciones de cada capítulo, aunque no se garantiza que, si se lee solo lo que está en negrilla, se tenga una apreciación completa del texto. Sería deseable que el lector seleccione capítulos, pero que lea completos aquellos que selecciona.

Ofrecimiento

De nuevo ofrezco este libro a los que trabajan en la responsabilidad social de la empresa, como una contribución a su difusión e implementación, animándolos a perseverar. Mi único

objetivo es contribuir, desinteresadamente y en la medida de lo posible, al progreso de esta disciplina, sin edulcorantes, con una visión crítica y analítica. Creo que es la mejor manera de desarrollar el conocimiento, sobre todo en una disciplina como esta, que, como comentábamos, todavía está en los comienzos de su desarrollo y, en consecuencia, abundan las confusiones, improvisaciones y el aprovechamiento de la ingenuidad, ignorancia o desinterés de parte de la sociedad. Se requiere de un escepticismo ilustrado.

Creo que transmitir este conocimiento desinteresadamente es parte de mi responsabilidad ante la sociedad, que tanto me ha dado.

Si alguien desea reproducir parte o la totalidad de algunos de los capítulos, basta con reconocer la procedencia del contenido e informarme (antoniov@cumpetere.com).

El pensamiento crítico es la clave para la resolución creativa de problemas en los negocios.

Richard Branson, emprendedor.

Cree lo que quieras, pero no creas todo lo que lees sin cuestionarlo”.

Pauline Baynes, ilustradora.

1 de febrero del 2023

**Primera parte:
Responsabilidad
empresarial y sus
críticos**

01

Primera parte: Responsabilidad empresarial y sus críticos

Esta primera parte, como en los seis volúmenes anteriores, incluye capítulos que pretenden aclarar los conceptos y percepciones sobre la responsabilidad empresarial, que aun a pesar de la acelerada evolución en las décadas recientes, todavía retiene grandes confusiones en su conceptualización e implementación. Esta parte consta de ocho capítulos: los cuatro primeros se refieren a temas conceptuales, en particular tratando de aclarar las diferencias entre conceptos que algunos usan indistintamente y que tienen implicaciones muy diferentes; en los siguientes dos se analizan temas de gestión: las responsabilidades de los responsables dentro de la empresa y las de los miembros de los consejos. En los dos últimos capítulos se analizan una serie de críticas a la implementación de la responsabilidad, que cuentan con apoyos en medios influyentes.

El primer capítulo, *Hacia un nivel superior de responsabilidad*, es una introducción general al tema. Hace un breve análisis de los cambios en las percepciones por parte de la sociedad y de las empresas sobre cuál es esa responsabilidad, y propone que se debe buscar alcanzar un nivel superior, donde la empresa va más allá de asumir la responsabilidad por sus impactos, y además debe hacer el mayor bien posible dentro de sus limitaciones financieras y condicionada por el contexto en que opera. Ello como consecuencia de que recibe y debe reconocer los aportes que la sociedad y el medioambiente le hacen, que va mucho más allá de los precios que paga por esos insumos. Propone que *“hay que reconocer que los beneficios financieros que obtiene la empresa no pertenecen solamente a los aportantes de capitales tangibles, también pertenecen a la sociedad, que aporta capitales tangibles e intangibles por los que la empresa no paga, o no paga su costo total para esa sociedad. Esto implica que debe ejercer sus funciones tomando en cuenta lo que le debe a esa sociedad”*.

El segundo capítulo, *De la RSE a la ASG: ¿cómo vamos?*, incluye la versión integral de una entrevista, cuyo resumen fue publicado por la revista *Estrategia y Negocios*. Pasa revista a la situación de la responsabilidad empresarial en Latinoamérica, desde los temas medioambientales, sociales y de gobernanza, ahora integrados en el acrónimo ASG, hasta la situación de los mercados de financiamiento sostenible e inversiones responsables. El capítulo enfatiza la confusión que existe en muchos participantes en estos mercados, entre la responsabilidad empresarial y los criterios ASG que se usan para muy deficiente e imperfectamente representar esa responsabilidad en los mercados financieros.

El tercer capítulo, *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, analiza los tres conceptos más en boga para referirse, en general, a la responsabilidad empresarial, puntualizando sus diferencias. RSE es el conjunto de prácticas, procesos, cultura, valores, etc., de la empresa, sostenibilidad empresarial es el resultado de su implementación y ASG son meramente criterios muy imperfectos e incompletos para tipificarla. Pone énfasis en mostrar los problemas que presenta la tipificación ASG a empresas y sus valores negociables, como representativas de esa responsabilidad, sobre todo en su conceptualización más estrecha y las omisiones de aspectos claves. Siendo estos criterios ASG de extenso uso en las finanzas sostenibles e inversiones responsables como sinónimo de responsabilidad, el capítulo sirve como introducción a la discusión en la sexta, séptima y octava partes.

El cuarto capítulo, *¿Por qué las empresas “practican RSE”? otro estudio más, pero con valor agregado*, es un metaestudio, donde se analizan los resultados de más de 200 encuestas sobre los motivos que tienen las empresas para enfrentar su responsabilidad ante la sociedad. Las motivaciones se califican en normativas (comportamiento, argumento moral), políticas (prevención de regulaciones) e instrumentales (argumento empresarial, sacarles beneficios). Cuando las encuestas contienen la opción de las tres motivaciones y se comparan entre sí respecto a encuesta individual, la mayoría de las respuestas se pronuncian por las primeras, las normativas, pero cuando se agregan las respuestas de todas las encuestas en las tres motivaciones, el mayor número de respuestas es que las motivaciones que guían a las empresas son las instrumentales, las de mejorar la reputación, la imagen, la marca, las motivaciones del beneficio. No es incompatible con la realidad que observamos cotidianamente, pero cada empresa es diferente. No obstante, son las percepciones que tienen los encuestados.

El quinto capítulo, *Chief Sustainability Officer: ¿quién es? ¿Quo vadis?*, incluye un análisis de una serie de estudios y encuestas sobre las funciones, su grado de formalización y localización en la estructura organizacional de posición del jefe de sostenibilidad. Se concluye que ha habido un significativo aumento en el número de empresas que tienen tal cargo, incluyendo mayor formalización y el acceso a mayores recursos para llevar a cabo sus funciones. Se destaca la tendencia, en esas funciones, de pasar de administrador táctico y coordinador a dirigente estratégico, de gestionar el presente a liderar el futuro.

El sexto capítulo, *¿Los consejeros están preparados para gestionar la sostenibilidad empresarial?*, es muy breve y presenta los resultados de una encuesta entre consejeros en EE. UU. sobre la responsabilidad y cualificaciones en sostenibilidad en los consejos. Los resultados muestran una imagen poco halagadora sobre estos temas, destacando la poca importancia que le dan a la sostenibilidad, sus bajas cualificaciones, el escepticismo sobre la contribución de las mujeres, las diferencias por género en la importancia de la responsabilidad de los consejos, pero, no obstante, respaldan que parte de la remuneración considere estos temas (pero mayormente relacionados con la satisfacción de los clientes: argumento empresarial). Si bien no contamos con resultados comparables para los países europeos, es de suponer que serían más favorables. Estos resultados dan una idea de las tareas pendientes y del gran camino que falta por recorrer para que los consejeros entiendan y asuman sus responsabilidades y liderazgo en temas de sostenibilidad empresarial,

El séptimo capítulo, *¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?*, analiza las posiciones de algunos medios y autoridades en contra de la sostenibilidad empresarial, en general, y la ambiental, en particular. Los argumentos son de que al incurrir en gastos y/o imponer restricciones a la libre operación de los mercados de insumos y productos, pueden contribuir a una reducción de la actividad económica y a un aumento de los precios de los productos y servicios. Analizamos las falacias de sus argumentos y demostramos que no están en lo cierto, que su análisis, cuando menos, ignora los beneficios para la sociedad. No obstante, deben ser tomados en cuenta, a efectos de gestionar los cambios requeridos en la implementación de la sostenibilidad. Los opositores, con poder, no pueden ignorarse, deben gestionarse.

El último capítulo, *La sostenibilidad empresarial es un juego: The Economist vuelve a sus andanzas, incluye un extenso análisis del suplemento especial ESG investing: A broken idea*, publicado por el periódico. El suplemento hace un análisis muy completo

de la implementación de la sostenibilidad empresarial, en general, y la ambiental, en particular, y de los intereses creados en la industria que se mueve alrededor de las inversiones responsables, que crean distorsiones en esa implementación. Como tal, es un excelente compendio de las críticas sobre el tema. Lamentablemente, el núcleo es una propuesta para la eliminación de las consideraciones S y G y la concentración en temas medioambientales, y en particular las emisiones, con el argumento de que estas son medibles, y que las consideraciones de aspectos sociales y de gobernanza involucran elementos morales y de política pública y son más subjetivos. Si ignoramos esta propuesta utópica, contraproducente, que va en contra de la esencia de la sostenibilidad empresarial, y nos concentramos en el análisis integral del entorno de las inversiones responsables, el suplemento es una valiosa contribución a la discusión.

Capítulo I.1

Hacia un orden superior de responsabilidad empresarial

Con el creciente papel de la empresa en la actividad económica y su impacto en la sociedad y el medioambiente, también ha crecido el interés por el rol que desempeña en la sociedad. Su papel ha pasado de considerarse un instrumento de producción, a ser un miembro activo de esa sociedad, con las responsabilidades que ello conlleva. Para poder apreciar los cambios de ese papel y del comportamiento, es conveniente tener en cuenta la evolución reciente.

Hace algunas décadas no se consideraba “mala gestión” que las mujeres tuvieran un rol secundario en las empresas. Su papel era mayormente de apoyo a los hombres; la mayoría eran secretarías, y se esperaba que le llevaran el café “al jefe” y sacaran fotocopias (¡hoy lo hacen los pasantes!).

Actualmente, en un gran número de empresas, este tipo de comportamiento se considera como denigrante, y cada vez es menos aceptable, se exige igualdad de condiciones y tratamiento, y acciones proactivas para compensar y vencer los sesgos implícitos y explícitos. Sin embargo, todavía prevalece la brecha de remuneraciones por igual trabajo y obstáculos para el desarrollo profesional, pero se ha avanzado.

A principios de la industrialización, la contaminación ambiental se consideraba como signo de progreso. Hoy por hoy, la contaminación ambiental y las emisiones de gases de efecto invernadero por parte de las empresas, si bien son toleradas, se les exigen reducciones, se piden compensaciones por los impactos negativos. Pero el costo para la sociedad o es subestimado o es ignorado a propósito, ya que se teme por los efectos que su control pueda tener sobre el crecimiento económico. Sin embargo, ya no es concebible que, en algunos años más, se sigan tolerando.

Hace decenas de años, y todavía hoy en algunos países, se toleran o no se combaten proactivamente los trabajos infantiles y esclavos, pero la tendencia es hacia su erradicación. Todavía se estila la publicidad engañosa, el uso de la psicología de masas y de la manipulación de los sentimientos y del engaño puro y duro, para atraer al consumidor. Y algo todavía más perjudicial, como lo es la comercialización de productos dañinos para la salud.

Comportamientos que antes eran considerados “normales”, ahora resultan chocantes, irresponsables. En las películas se presentaba –y todavía se hace– a la mujer en un papel sumiso, profesional y sexualmente. Y todavía es aceptable, en muchos países, usarla como objeto sexual en las campañas publicitarias de eventos deportivos, de alcohol y tabaco,

por ejemplo. Pero la tendencia es a destacar más su papel profesional, su contribución a la sociedad en todo sentido, sobre todo en países con mayor desarrollo relativo. Paulatinamente, estos comportamientos se están considerando como irresponsables e inaceptables.

Y en el ámbito de la responsabilidad empresarial, el papel de la empresa en la sociedad también ha evolucionado mucho. Los orígenes de esa responsabilidad están en la filantropía, cuando las empresas consideraban necesario ocultar fallas y omisiones de los gobiernos y de otras instituciones, y en cubrir las necesidades de la sociedad en general. Paralelamente a estas contribuciones genéricas, muchas empresas, donde tenían gran influencia económica y laboral, comenzaron a preocuparse por el bienestar de sus empleados al exterior de la empresa, con la cobertura de vivienda y servicios de salud y educación, que eran deficientes en su entorno. Internamente, al reconocer que el capital humano es su gran activo, muchas empresas comenzaron a tratar al empleado como persona con dignidad, no como un recurso de producción, igualable a la materia prima y la maquinaria.

Con la industrialización otros capitales, como el manufacturero y el financiero, empezaron a tener un mayor papel, y con la expansión de la actividad económica en la posguerra comenzó y se afianzó la preocupación con el impacto ambiental, y más recientemente, a finales del siglo pasado, se intensificó la ubicuidad y velocidad de la información, con la que el capital intelectual fue adquiriendo un papel fundamental en muchas empresas. Y con el impacto de la pandemia, se ha reforzado el interés en el capital humano¹.

El aumento significativo y sostenido de la participación de la empresa en la actividad económica, ha llevado a que tenga grandes impactos en todos los ámbitos, y con ello una mayor exigencia para que asuma la responsabilidad por sus impactos negativos. Y con el poder vienen responsabilidades, y la sociedad ha ido exigiendo también contribuciones positivas, más allá de producir los bienes y servicios que la sociedad necesita, de crear empleos y pagar impuestos. La producción y comercialización debe ser responsable, los productos y servicios han de ser responsables, los sueldos y condiciones laborales deben ser dignos y se deben pagar todos los impuestos que corresponda.

Si bien en la actualidad el grueso de la responsabilidad empresarial se concentra en evitar y mitigar los impactos negativos de sus actividades, en no hacer el mal, la concepción de esa responsabilidad se está ampliando hacia un **“orden superior de responsabilidad”**. Muchas empresas están ofreciendo, y la sociedad exigiendo, no solamente que no se haga daño o que se mitigue, sino que además **se haga todo el bien que sea posible, dentro de sus capacidades y en el contexto en que opera**. Esto último fue paradigmático en muchas empresas ante el surgimiento de la pandemia.

Y se está reconociendo que las decisiones de las empresas son deficientes desde el punto de vista de la sociedad, al basarse fundamentalmente en criterios de optimización de los beneficios monetarios, pero ignorando su impacto en la desigualdad, la exclusión y la justicia social de sus actividades. La corrección de esto último no es solo responsabilidad de

1. Este tema lo habíamos cubierto extensivamente en la cuarta parte (*La responsabilidad empresarial ante la pandemia*) del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

los gobiernos (que muchas veces no pueden o no quieren), sino también de las empresas, que deben evitar que sus impactos contribuyan al problema.

En este sentido, gran parte de la culpa la tienen las instituciones educativas y de mejoramiento profesional de los ejecutivos, que con una visión miope continúan promoviendo el bienestar de la empresa a corto plazo, aunque con ello tengan impactos negativos. Y con esto no queremos decir que la educación para la gestión debe ignorar que la empresa tiene fines de lucro. Lo que deseamos enfatizar es que la educación para la toma de decisiones debe incluir otros criterios, además de la maximización de beneficios financieros, y que estos no deben ser considerados como la razón de ser de la empresa, sino como medios para una mayor contribución al avance de la sociedad².

Adicional y progresivamente, hay un reconocimiento de que la empresa utiliza recursos de la sociedad por los que no paga su valor, que deberían incorporarse en esa toma de decisiones. Se aprovecha de la educación con que vienen sus empleados, y la salud con la que cuentan, sin pagar por ello, parte de lo cual ha sido cubierto con recursos del Estado, provenientes de los impuestos pagados por individuos y empresas. Estas últimas también se benefician de la seguridad nacional, de la jurídica, de los servicios públicos, del entorno de negocios y de la infraestructura de transporte y energía, lo que les permite llevar a cabo sus operaciones con más eficiencia. Es cierto que las empresas (algunas) pagan (¿pagan o evitan y eluden?) impuestos para contribuir a la provisión de estos servicios públicos, pero son insuficientes para cubrir los beneficios que obtienen de la sociedad. Y para colmo, algunas colocan sus ingresos en países donde tienen menor carga impositiva, de modo que dejan de cubrir el costo de aquellos beneficios que les confiere la sociedad donde operan.

La empresa utiliza servicios del medioambiente; por ejemplo, el aire, que lo devuelve usado, con contaminación y con gases de efecto invernadero, que causan o causarán daños a la sociedad, sin pagar por esas consecuencias. Emplea agua, que podría tener usos alternativos con mayores beneficios para la sociedad, sin pagar por su verdadero valor, el valor de la escasez, no solo el costo o el precio fijado por un mercado imperfecto, muchas veces subsidiado.

El caso más paradigmático es el del muy imperfecto mercado laboral, donde la asimetría de poder empresa-empleado hace que la empresa no pague por el verdadero valor de la contribución del capital humano a sus beneficios, por el valor del capital intelectual que adquiere sin pagarlo y que ha sido creado por la sociedad a través de sus instituciones educativas y de salud, y por el esfuerzo propio.

¿Quiere esto decir que, para asumir su responsabilidad social, la empresa debería “sacrificar” parte de su rentabilidad para contribuir al bienestar de la sociedad? No, esto quiere decir que **hay que reconocer que los beneficios financieros que obtiene la empresa no pertenecen solamente a los aportantes de capitales tangibles, también son propiedad de la sociedad, que aporta capitales tangibles e intangibles por los que la empresa no paga, o no paga su costo total para esa sociedad. Esto implica que debe ejercer sus funciones tomando en cuenta lo que le debe a esa sociedad.**

2. El propósito de la empresa fue cubierto en la segunda parte (*Propósito: la razón de ser de la empresa*) del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Si cree que no le debe nada a la sociedad, entonces que se mude a una isla desierta.

Y es nuestra responsabilidad como consumidores, como empleados, como funcionarios, como votantes, como dirigentes –públicos y privados–, como educadores, como ahorristas e inversionistas, como personas influyentes, ejercer estas funciones con responsabilidad, tomando las decisiones que impulsen a las empresas a asumir ese “orden superior de responsabilidad” y de contribuir nosotros mismos al mejoramiento de esa sociedad, con un comportamiento personal responsable.

Una de las grandes ironías de hoy en día es que les exigimos responsabilidad a todos los demás, pero nosotros estamos exentos de ella.

Capítulo I.2

De la RSE a la ASG: ¿cómo vamos?

En este artículo, divulgativo, no analítico, tratamos brevemente diversos aspectos de la responsabilidad empresarial, desde el impacto de la pandemia a la evolución reciente de esa responsabilidad, en general, y de los principales aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, en particular, el desarrollo de las finanzas sostenibles y el futuro de la información sobre la sostenibilidad empresarial¹.

I. Desde la gobernanza hasta las políticas de gestión de colaboradores, las acciones de las empresas frente a la comunidad, el compromiso con la sostenibilidad, la relación con clientes. ¿Cuánto nos cambió el COVID-19? ¿Cuáles son las claves de la gestión responsable que se impone para los nuevos tiempos?

Desde el punto de vista de la responsabilidad de las empresas ante la sociedad, la crisis del COVID-19 produjo dos movimientos notables: por una parte, nos dimos cuenta de que las empresas pueden y deben desempeñar un papel más activo en la sociedad; que la acción de los gobiernos, si bien es necesaria, se demostró insuficiente y en algunos casos inefectiva. El papel de las empresas en la superación de la crisis fue clave. Por otra parte, siendo fundamentalmente una crisis humana, las empresas se percataron más de la importancia de las personas en su operación, y estas también se percataron más de la importancia que las empresas tienen para ellos. Se acentuó la necesidad mutua y, sobre todo, las expectativas de los empleados de que las empresas, y sus empleos, proporcionarían soporte y estabilidad en una crisis como esta. Desarrolló, en muchos casos, una mayor identificación con la empresa.

Las claves de la gestión responsable son siempre las mismas: mitigar los impactos negativos sobre la sociedad y el medioambiente, y potenciar los positivos que se tienen y se quieren tener. Lo que sucede con crisis como esta, es que las empresas se dieron cuenta de que pueden y deben hacer más el bien de lo que parecía posible, sobre todo en términos del capital humano.

Los aspectos sociales de la responsabilidad adquieren mayor relevancia, y las personas se constituyen en el centro de esa responsabilidad. Se pasa de ver al empleado como un recurso más, a verlo como parte de su capital, que debe ser nutrido y conservado. Es de enfatizar que todo esto es una generalización y que no es el caso de muchas empresas, pero sí que debería serlo.

1. Es el texto completo de la entrevista con la revista *Estrategia y Negocios* (Centroamérica), que fue resumida en el número especial 269 **Empresas responsables: Liderazgo con futuro** (mayo-junio 2022).

En esta nueva normalidad, ¿las empresas y organizaciones de Latinoamérica realmente están replanteándose su rol de frente a sus comunidades, a sus países y a la región y el planeta? ¿Por dónde pasa un verdadero cambio profundo?

Hay una gran variedad de situaciones. Para las empresas que han asumido su responsabilidad ante la sociedad, convencidas de que es lo que hay que SER, contra viento y marea, y no solo HACER algunas actividades ocasionales, aisladas, dependiendo de las circunstancias, la nueva normalidad los ha convencido aún más de ese papel. Pero para las empresas responsables por imagen, ocasionalmente, por conveniencia, esto no cambia mucho, el cambio que hagan es efímero, no es sostenible, no aguanta adversidades. Es como en la parábola de las semillas que caen entre espinos, las plantas brotaron, pero los espinos las ahogaron y no las dejaron crecer.

Pero lo que sí es cierto es que la crisis replanteó la relación empresa/sociedad, y en particular la de empresa/empleador.

El cambio profundo pasa por los dirigentes. Es cierto que el entorno es un factor importante, es más fácil ser responsable cuando las condiciones son favorables, pero el terreno debe ser fértil, el carácter de los dirigentes, sus voluntades y la cultura de la organización son críticas para la sostenibilidad de la responsabilidad. Y mucho de este cambio debería iniciarse en la forma como se imparte la educación en las escuelas de negocios, en particular, y en la educación, en general.

II. Pero... ¿el tema de la responsabilidad de las empresas ante la sociedad es algo que compete solo a las grandes empresas?

Es muy cierto que la discusión internacional, los ejemplos que se destacan y los materiales de difusión y enseñanza están dominados por las grandes empresas. Pero ello no obsta para que las pequeñas y medianas también participen en esta contribución a la sociedad. Hay que recordar que las micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina constituyen más del 99 % de las empresas, aunque menos el 50 % de la producción y el empleo, pero son claves en la cohesión de la comunidad donde operan y en la resiliencia ante condiciones adversas.

Pero estas empresas deben hacerlo según el contexto en que operan, de acuerdo con sus capacidades financieras, y sobre todo sus capacidades de gestión. Y lo que no deben hacer es tratar de imitar a las grandes; las MiPyME no pueden hacer de todo, deben concentrarse mucho más que las grandes en lo que tiene impacto y en lo que se ajusta a sus capacidades y ventajas operativas.

III. ¿En Latinoamérica hay ya una evolución de la RSE a la adopción de criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG)? ¿Cómo se está dando esta evolución en la región?

En esto hay una confusión muy lamentable, contraproducente para la asunción de la responsabilidad de la empresa ante la sociedad. Se cree que cuando se propone un nuevo nombre (hace una década fue el de “creación de valor compartido”), quiere decir que será más efectivo, más amplio, de aceptación más generalizada.

La responsabilidad de la empresa, llámese RSE, es la miriada de acciones, pero además incluye la cultura organizacional, los procesos de toma de decisiones, las políticas, el carácter de sus dirigentes, la cultura organizacional, etc., que al ser implementadas conducen a la sostenibilidad empresarial. **ASG son meramente criterios con los cuales se pretende evaluar esto, pero de una forma muy reducida, ya que se limita a cuantificar algunas de las acciones**, pero la responsabilidad empresarial es mucho más que hacer “cositas” por la comunidad, empleados, medioambiente, etc.

Y más aún, **los criterios ASG no miden ni el mal que se hace, ni la cantidad y calidad del bien que se hace o el que debería y podría hacerse, ni el impacto que tienen sus acciones responsables**. Pretenden medir qué tipo de “cositas” hace la empresa en estos tres aspectos. ASG no es una alternativa a la RSE, no es comportamiento, es solo una manera de evaluar, muy imperfecta y parcial, algunos comportamientos.

Si la empresa “hace” un poquito de A (recicla parte de sus desechos), un poquito de S (tiene un programa de educación para sus empleados y usa su voluntariado para plantar algunos árboles) y un poquito de G (tiene algunas mujeres en el consejo directivo), se le califica como ASG, asignándole un número o una letra, para expresar su posición relativa en el modelo idealizado de las acciones, del cual hay centenares en el mercado, que el evaluador cree que las empresas deberían hacer. El problema es que los usuarios no conocen el modelo, ni analizan que hay detrás de la calificación, ni conocen de las omisiones y comisiones. Extrapolan una pequeña parte de la sostenibilidad empresarial a un todo.

En la región también se está extendiendo esta confusión y se está comenzando a usar el término ASG en el contexto de las inversiones y el financiamiento sostenible, como veremos más adelante.

IV. Desde su mirada experta, ¿por dónde corre la agenda y el accionar de las organizaciones y empresas en Latinoamérica en cuanto al componente Ambiental, y cuánto más se impone avanzar en esta agenda?

El tema ambiental es uno que está adquiriendo mucho interés, dominado por las emisiones de gases de efecto invernadero, causantes del cambio climático. Lamentablemente, este interés está opacando los demás aspectos ambientales, los de gobernanza, y lo más crítico para América Latina, los aspectos sociales.

El tema de las emisiones debe ser de interés para los gobiernos y las grandes empresas consumidoras de energía y combustibles fósiles, como las acereras, cementeras, etc., y para las grandes explotaciones ganaderas (uno de los principales causantes), por ejemplo. Para la gran mayoría de las empresas en América Latina, no es un elemento crítico. Sí lo es el resto del tema ambiental relacionado con los residuos, deforestación, desertificación, contaminación del aire, de la tierra y en especial del agua y su consumo. Y es en esto donde se impone avanzar, en particular en la implantación de las regulaciones ambientales. Pero hay que poner el énfasis donde se tiene impacto.

V. ¿Cómo gestionan y reformulan las empresas y organizaciones de la región el abordaje de las acciones sociales, el componente Social de la ASG? ¿Cuál agenda muestra avances y cuál es la postergada en este tema?

La responsabilidad de la empresa ante la sociedad comenzó por los aspectos sociales, muchas veces a través de filantropía, para apoyar a la comunidad circundante, donde vivían sus empleados, y para apoyarlos en vivienda, salud y educación. En una continua evolución se profundizó y extendió a las mejoras laborales y del ambiente del trabajo, emocional y físico. Y recientemente, ante el desarrollo económico y social, el crecimiento acelerado del poder empresarial, y la ubicuidad de la información, la sociedad ha entendido mejor cuál debe ser el papel de la empresa en la sociedad, y exige, directa o indirectamente, una mayor contribución a su desarrollo.

En los actuales momentos los temas sociales vuelven a ocupar un primer plano. Ahora se espera que las empresas (por lo menos las grandes) pongan a las personas y su dignidad en el centro de sus preocupaciones, y contribuyan a su desarrollo profesional, que se paguen sueldos justos y equitativos, a pesar de lo que tolere el mercado laboral, que se proporcione un ambiente de trabajo conducente, que se respeten los derechos humanos en toda la cadena de valor, que los productos sean responsables y producidos responsablemente, que los clientes y consumidores sean tratados como personas y no solo como fuentes de ingresos. Por otra parte, no se trata solo de contribuir a paliar los problemas de las comunidades afectadas, como en el pasado, sino, también, de contribuir a su desarrollo regional sostenido, sobre todo proporcionando además fuentes de empleo y de apoyo, como proveedores, a las micro, pequeñas y medianas empresas, vía los negocios inclusivos.

Claro está que todo esto debe ser en función de la capacidad de las empresas y su impacto económico y social. Pero apunta a la dirección necesaria.

VI. ¿Cómo han adoptado las organizaciones/empresas de la región el componente de Gobernanza, en dónde se avanza y en dónde hace falta profundizar? ¿Cuál debe ser el rol de un gobierno corporativo transformado, alineado con la ASG?

Este es un tema que ha estado dictado por las grandes empresas que cotizan en bolsas de valores y en países desarrollados, sujetas a las disposiciones de los códigos de buen gobierno de las comisiones de valores respectivas. Ha estado dominado por una gobernanza que tiene como objetivo la eficiencia económica de la empresa, el accionista o dueño como objeto de la acción, por lo que se ha concentrado al más alto nivel, el del consejo directivo, donde se toman las decisiones estratégicas, sobre todo en aspectos como financiamiento, mercados, remuneraciones, selección de consejeros, auditoría y, recientemente, la participación de la mujer.

Y estos aspectos, con la evolución de las expectativas sobre el papel de las empresas, también se han expandido y evolucionado a incluir además objetivos de gestión responsable en todos los sentidos. Se trata ahora de gobernanza para la sostenibilidad, con asignación de responsabilidades al consejo en estos aspectos, no solo los temas económicos/financieros, las estructuras internas para las estrategias, políticas, procesos, la coordinación y ejecución de las actividades necesarias, el establecimiento de sistemas de gestión del personal, conducente y compatible con la sostenibilidad (reclutamiento, promoción, desarrollo, remuneración, equidad, justicia, integridad, ética, etc.), énfasis en la colaboración, eliminación de silos, gestión de los conflictos entre las subculturas de las diferentes funciones (Finanzas vs. Producción vs. Ventas vs. Compras vs. Medioambiente, vs. Personal, vs. Legal, etc.), que lleven a una cultura de la organización

guiada por su contribución positiva a los stakeholders afectados y los que quiere afectar. Esta cultura de sostenibilidad es el aspecto menos desarrollado, ya que requiere de todo el esquema descrito antes, pero desarrollado en un terreno donde en el día a día se reconozca y se aprecie esa contribución. Y esto pasa en gran parte por el carácter de sus dirigentes y de las personas, cuya transformación y adaptación a esta cultura requiere del largo plazo².

Esta es la nueva gobernanza, ir desde la gobernanza para los accionistas hacia la gobernanza para la sostenibilidad.

VII. Se ha planteado que en los ASG falta la P, de producto responsable. ¿Qué impacto tendría en empresas actualmente calificadas ASG dicha inclusión y cuánto aportaría a una certificación más legítima?

La responsabilidad del producto es una de las mayores omisiones en los criterios ASG, junto con temas de elusión y evasión fiscal, aunque todo esto sí es parte de la responsabilidad empresarial. Una empresa productora de tabacos o de bebidas alcohólicas (con agricultura sostenible), de armas (con beneficios laborales), casinos (consumiendo energía renovable), pornografía (que no discrimina a las mujeres), es calificada con algún puntaje ASG, algo de bueno tienen para compensar algo de malo.

Cierto es que algunos fondos de inversión las excluyen de sus carteras, pero, por ejemplo, las que siguen al índice Dow Jones Sustainability Index invierten en la tabacalera Phillip Morris y en la petrolera ExxonMobil, por ejemplo. Recientemente se sacó a Tesla, líder en producción y modelo y estímulo para el mundo de vehículos eléctricos, de un índice de sostenibilidad por baja calificación en el tratamiento de sus empleados, pero se elevó a ExxonMobil, la mayor productora del mundo de combustibles fósiles, con gran contribución a las emisiones, por tener un plan de reducción (no por haberlas reducido). Y esto es un buen ejemplo de las grandes limitaciones en el uso de criterios ASG³.

VIII. ¿Cómo avanza el tema de las finanzas responsables y sostenibles, su evolución a nivel global y en Latinoamérica?

Es un tema que está tomando mucho impulso, mayormente por el lado de la oferta de valores negociables y de préstamos bancarios. En parte porque está de moda, en parte porque contribuye a mejorar la imagen de los emisores y prestamistas y en parte porque se puede aprovechar un mercado incipiente de inversionistas responsables que quieren colocar sus ahorros e inversiones en estos valores. Este tema de las finanzas sostenibles tiene dos frentes: la emisión de valores de deuda y de capital para el financiamiento de actividades y proyectos sostenibles, y el mercado financiero donde se transan⁴.

Muchos países ya tienen regulaciones para la captación de recursos con financiamiento sostenible vía bonos verdes (para financiar actividades relacionadas con el medioambiente),

2. El tema de la cultura empresarial para la sostenibilidad lo habíamos cubierto en el capítulo II.7 del **volumen IV** de Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica.

3. Para mayores detalles, ver el capítulo VI.2 de este volumen.

4. El financiamiento sostenible y las inversiones responsables se tratan en varios artículos en la séptima y octava partes de este volumen.

sociales (actividades sociales), sostenibles (ambos, ambientales y sociales) o ligadas a la sostenibilidad (para cualquier cosa, pero con el compromiso de tomar algunas acciones en sostenibilidad), llamados colectivamente BVSS y LS. En el 2022 ya los han emitido empresas en países como Costa Rica, Guatemala, Perú y Colombia, y en Chile a nivel de gobierno. Bien estructurados y con la supervisión y rendición de cuentas adecuadas sobre el impacto de las actividades y proyectos que se financian, pueden ser un poderoso instrumento para contribuir a la sostenibilidad del planeta y la canalización de inversiones responsables. Además de estos instrumentos negociables, algunas instituciones financieras otorgan préstamos y otros financiamientos para estas actividades, condicionados al logro de metas de sostenibilidad.

Si bien estos instrumentos tienen el potencial de contribuir a la sostenibilidad, se debe además considerar el resto de la responsabilidad de la empresa. Una de las empresas que más contribuyen a la contaminación del agua en EE. UU., y a la deforestación y emisiones en Brasil, emitió un bono ligado a la sostenibilidad, donde se comprometieron a una mínima reducción de sus emisiones, y tuvo un exceso de demanda por los bonos. Y las empresas de los sectores mencionados con anterioridad también pueden emitir BVSS y LS, independientemente de la responsabilidad de sus productos. Y esto son ejemplos del (mal) uso de los incompletos criterios ASG. Para juzgar la legitimidad de estas emisiones de valores y su posible incorporación a las carteras de inversión responsable, hay que hacer una evaluación integral del emisor⁵.

Un mercado menos desarrollado en América Latina y que puede estimular la demanda de aquellos valores y de las acciones de empresas responsables (de verdad), es el de las inversiones responsables, en el que fondos de pensiones, de inversiones, de empresas de seguros, entre otros, adquieren valores que han sido calificados como responsables, con la idea de que con ello canalizan recursos hacia la sostenibilidad. Pero también aquí hay que hacer dos acotaciones: una es que no es lo mismo inversiones con base en criterios ASG, que son muy parciales, y la otra es en inversiones socialmente responsables (ISR), donde se hace la evaluación integral de la totalidad de la responsabilidad de los que emiten los valores⁶. La otra es que la gran mayoría de estas transacciones ocurren en el mercado secundario, transándose valores ya emitidos, cuyos recursos van del comprador al vendedor, sin que las empresas reciban recursos adicionales para inversiones en sostenibilidad. En el mercado primario es donde las empresas hacen la colocación inicial de sus valores en el mercado, como lo es el caso de los BVSS y LS, y de sus acciones en aumentos de capital, que les aportan recursos adicionales para sus inversiones, que luego van a esos mercados secundarios. Pero el mercado primario es una fracción del mercado secundario.

IX. ¿Cuáles desafíos observa en las empresas de la región cuando están en el proceso de adoptar estándares de sostenibilidad, en línea con los requisitos de los inversores? ¿Cómo fortalecer el ecosistema de finanzas sostenibles en nuestra región?

Por ahora es muy posible que los costos de las emisiones de valores en los mercados primarios, de acuerdo con estándares de sostenibilidad, su reporte, seguimiento y costos

5. La sexta parte del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica* contiene varios artículos explicativos de los BVSS y LS.

6. Para más detalles, ver el capítulo VIII.6 de este volumen.

de transacción, que satisfagan a los inversionistas responsables, sean superiores a los beneficios que se obtienen en términos de menores costos financieros. Algunos tendrán que incluir los beneficios de reputación y tener visión a largo plazo para equilibrar la balanza.

Es posible que en colocaciones directas a inversionistas privados se obtengan menores costos, pero salvo contadas excepciones, las ofertas al público inversionista, en general, tienen tasas que son relativamente comparables a las de los productos financieros tradicionales de riesgo comparable.

En los mercados secundarios se alega que las carteras conformadas por valores de empresas consideradas responsables rinden más que las tradicionales. En esto es muy difícil generalizar, por cuanto las comparaciones se hacen con grupos de valores seleccionados y sobre periodos cortos o especiales de tiempo, como fueron los dos años del pico de la pandemia. Se requiere de un mayor ámbito analítico para hacer generalizaciones.

Sea como sea, para la sostenibilidad es crítico desarrollar los mercados primarios y secundarios en América Latina, sobre todo en términos de la demanda de estos valores por parte de fondos e instituciones financieras. La parte de la oferta de instrumentos de deuda está bien encaminada en buena parte de los países de la región, aunque se puede requerir su revisión con base en las experiencias que se vayan adquiriendo en este incipiente mercado. Y también se está desarrollando de forma favorable la infraestructura financiera, informática, legal y de consultoría para el funcionamiento de estos mercados.

La demanda por estos valores es lo más crítico en términos del desarrollo del ecosistema, que puede requerir la flexibilización de las reglas para que los fondos puedan invertir en estos instrumentos, y sobre todo el fortalecimiento de la supervisión por parte de las autoridades, que den confianza de que, en efecto, se cumplen sus objetivos de sostenibilidad y evitan el lavado de cara (el llamado greenwashing). Y estas autoridades deben evitar la tentación de tener reglas diferentes para cada país, cuando ya existen reglas internacionalmente aceptadas, que permiten la emisión y comercialización en diferentes países. **No hay que reinventar la rueda.**

Capítulo I.3

De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo

A medida que avanza el interés de la sociedad por el papel y la responsabilidad de las empresas, se están usando estos tres términos del título sin prestarle mucha atención a sus diferentes connotaciones, en muchos casos como si fueran equivalentes, y en otros para **desacreditar el concepto tradicional de la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE)**.

¿Pero qué importancia tiene esto si nos entendemos? El problema radica en que **cada uno que usa uno de estos términos tiene una visión implícita de lo que quiere decir**, que no necesariamente coincide con la del que los escucha o lee. **Agranda la confusión** sobre la responsabilidad de la empresa ante la sociedad, **conspira contra su avance y da municiones a los enemigos**. Cada uno por sus ideas.

Y estos tres términos son los más populares, pero hay decenas más de ellos que se usan para expresar estas ideas, cada uno inventado para tratar de **ganar notoriedad** (véase mi lista de más de 30 nombres y el análisis del efecto pernicioso de esta proliferación de términos sobre la adopción de prácticas responsables en el capítulo II.1, [Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial](#)).

Concentrémonos en estos tres términos y su evolución, para poder **apreciar el impacto sobre el desarrollo de la responsabilidad empresarial**. Concluiremos con una discusión sobre la relevancia e impacto de esta tendencia, que lleva **de una visión integral a una atomizada**.

I. Tres conceptos con efectos diferentes

Comencemos por definir sus diferencias, para luego comentar sobre su uso. [Ya en el artículo No, no es semántica, es en serio!](#), publicado en julio del 2011, presentábamos las diferencias en el significado de los tres términos:

*RSE son **acciones** llevadas a cabo por las empresas para asumir su responsabilidad ante la sociedad. Sostenibilidad es el **resultado** global de las acciones a nivel de empresa o planeta, y ASG son los **criterios** que usan los inversionistas para evaluar estas acciones.*

1. Ver el capítulo I.3 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Concepto	Efecto
Responsabilidad social de la empresa	Acciones que llevan a resultados
Sostenibilidad	Resultados de las acciones
ASG	Criterios para evaluar las acciones

II. Responsabilidad Social de la Empresa

El término que ahora se considera como el tradicional es el de Responsabilidad Social de la Empresa (RSE o RSC), tan usado que **ha cansado a muchos y ha llevado a decenas de propuestas para cambiarlo**. El principal problema que enfrenta es el abuso al que ha sido sometido y la confusión, o falta de entendimiento, de lo que en realidad representa: **la responsabilidad de la empresa ante la sociedad, como consecuencia de ser parte de ella y de usar sus recursos, materiales, humanos, financieros y naturales, para llevar a cabo sus actividades y obtener la aprobación para operar** por parte de esa sociedad, incluidos los reguladores de la actividad empresarial.

Este concepto ha sido abusado, desde los que lo confunden con la filantropía, a los que lo confinan a la acción social o al voluntariado, al apoyo a fundaciones y ONG, o al hacer “cositas” para quedar bien. Y la palabra “social” en su nombre no ha ayudado, pues ha llevado a la connotación de que es un tema de servicios sociales, cuando en realidad **se refiere a “sociedad”, en el sentido más amplio**.

Los críticos más severos suelen ser los más ignorantes de lo que representa esa responsabilidad.

Sin entrar en muchos detalles, recordemos que la concepción integral de esa responsabilidad es la **asunción y gestión de los impactos que la empresa tiene en la sociedad (y el medioambiente) y los que quiere tener**². Los impactos negativos, pasados, presentes y futuros, son indiscutibles, hay que gestionarlos. En los países con instituciones avanzadas son parte de la regulación. Los positivos, presentes y futuros, y los que quiere tener, dependen de la voluntad y de su capacidad gerencial y financiera de acometerlos.

Y la gestión de la responsabilidad no es algo que se limita a “actividades”, como muchos creen; incluye además la cultura organizacional, la gestión interna, sus políticas y su implementación, el carácter de sus dirigentes y empleados, entre otros³. Si bien se refleja en actividades, la responsabilidad empresarial es el carácter de la empresa.

La responsabilidad de la empresa ante la sociedad, así entendida, **cubre todo el espectro de la actuación empresarial**, desde la acción social, la gestión del capital humano,

2. Ver **¿Cómo interpretar LA definición de la RSE?**, capítulo I.2 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

3. Ver **Reduccionismo en la RSE: el total debe ser mayor que la suma de las partes**, capítulo II.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

a los impactos sociales y ambientales en el entorno en que opera, incluyendo dentro la misma empresa. **No hay concepto más incluyente.**

El hecho de que sea abusado para aparecer sin serlo (*greenwashing*), el hacer filantropía o voluntariado para enmascarar el comportamiento irresponsable, el limitarlo a acción social, el usar el efecto aureola para crear imagen y mejorar la reputación **no es culpa del concepto, es culpa de la implementación y abuso por parte de algunas empresas**⁴. **“No hay que tirar el bebé con el agua del baño”.**

Una cosa es el concepto y otra su implementación, mala, deficiente o malintencionada.

III. Sostenibilidad empresarial

Desde la Cumbre para la Tierra, celebrada en Río de Janeiro en 1992, cuando se definió la sostenibilidad en el sentido ambiental (*satisfacer las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer las propias*), se ha querido aplicar esa misma idea a la empresa, entendiéndola como su comportamiento para asegurar su continuidad a largo plazo. **Se ha importado la concepción ambiental al entorno empresarial. Si en aquel se refiere a la utilización de los recursos naturales de forma responsable para asegurar la calidad de vida de futuras generaciones, en este se alude al empleo responsable de los recursos humanos, financieros, materiales y ambientales para asegurar la continuidad de la empresa como institución viable, lo que incluye la aceptación y apoyo, por parte de la sociedad, de sus actuaciones.**

Algunos creen que este concepto es superior al tradicional de la responsabilidad social de la empresa, cuando, como mostramos en el cuadro precedente, **es el resultado de la responsabilidad de la empresa, o sea, el resultado de la gestión de aquellos recursos.** Hay que reconocer que tiene una ventaja semántica: son dos palabras, en vez de tres. Pero tiene la gran desventaja de que se usa muy frecuentemente en el sentido ambiental, y sobre todo ahora, con el énfasis en temas de cambio climático, con lo cual se crea una confusión adicional. **Sostenibilidad no es una alternativa a la responsabilidad, es el resultado de la responsabilidad. Y en todo caso, la deberíamos llamar “sostenibilidad empresarial”.**

Responsabilidad y sostenibilidad empresariales tienen tanto en común que no vale la pena la diferenciación. Ambas tienen una visión holística de la empresa, de sus impactos y de sus *stakeholders*. De aquí que no los contrastaremos, si bien, estrictamente hablando, se refieren a cosas distintas (actividades versus resultados); en la práctica es lo mismo. El contraste, a continuación, será entre responsabilidad/sostenibilidad empresarial y ASG.

IV. ASG: Ambiente, Social y Gobernanza

Ante las resistencias internas y presiones externas en algunas empresas, a asumir la

4. Ver **¿Se puede manipular la reputación?: el efecto aureola**, capítulo III.10 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

responsabilidad por los impactos que tiene y sobre todo por los que quiere tener, **se ha recurrido, para promoverla, al argumento empresarial, o sea que la responsabilidad también rinde beneficios financieros.** Con esto se pretende convencer a los escépticos, sobre todo a los dirigentes financieros, de que sus beneficios compensan los costos financieros tangibles. Se ha apelado a todo tipo de argumentos imaginables, algunos con mayor anclaje en la realidad que otros.

Y para ello se ha tenido que elevar la responsabilidad ante la sociedad a un asunto financiero. Para muchos no basta el argumento moral, de justicia social, de solidaridad, de compartir con la sociedad lo que ella le aporta a la empresa, que en algunos casos no paga por su verdadero valor. Y lo mismo ha ocurrido para convencer a los que gestionan recursos financieros (industria de la inversión responsable e inversión de impacto), a fin de que los dirijan a empresas responsables.

Pero **¿cómo se determina el potencial impacto financiero de la responsabilidad?** Hay centenares de estudios que tratan de correlacionar los rendimientos en bolsa con medidas de responsabilidad, con resultados mixtos. Pero para analizar el concepto ASG es importante **distinguir entre el potencial impacto de la responsabilidad en bolsa a nivel general, y el impacto en las finanzas de una empresa en particular**⁵.

La clave está en cómo determinar cuál es el **potencial** impacto de la responsabilidad sobre la rentabilidad. **A nivel de una empresa en particular es relativamente más acotado**, lo gestiona la empresa, aunque depende de la reacción de los *stakeholders* a sus iniciativas⁶. **Pero la industria de la inversión responsable necesita de criterios simples, de aplicación generalizada, que han sido desarrollados bajo el nombre genérico de ASG (Ambiental, Social y de Gobernanza).**

Con ello ha surgido una gran industria de información ASG, que la recopila, agrega y disemina y produce calificaciones y clasificaciones basadas en los criterios ASG. **Cada institución de ese mercado, cada analista, ha desarrollado sus propios criterios y sus modelos de agregación, con las importancias relativas que se les asignan a cada uno de esos miles de criterios, y con ello crean su propia concepción de ASG.** Solamente una de las calificadoras, MSCI, ha desarrollado más de **1500 índices ESG**. El sitio [Reporting Exchange](#) del *World Business Council for Sustainable Development*, lista **más de 1400 indicadores, más de 2000 requerimientos de reporte y más de 650 instituciones de calificación, clasificación e índices de sostenibilidad, cada uno con su modelo de lo que quiere decir ASG.**

Ante este caos de indicadores para definir los criterios, en EE. UU. se creó la *Sustainability Standards Accounting Board* (nótese que usa el nombre “*sustainability*”), que produce indicadores para 30 aspectos agrupados en cinco tópicos (1 en A, 2 en S y 2 en G), para 77 subsectores industriales, **aspectos que son considerados materiales, pero en el sentido de “materialidad de vuelta”, o sea, del impacto de los mercados sobre la situación financiera de la empresa. No les preocupa el**

5. Ver ***Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad***, capítulo III.1 de este volumen.

6. Ver ***¿Cuál es el argumento empresarial de la RSE?***, capítulo III.3 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

impacto de las actividades de la empresa sobre la sociedad. Esto es en contraste con los estándares de preparación de reportes del GRI, que se preocupan por la “materialidad de ida”, impacto sobre la sociedad (hasta la versión 2021 de sus estándares, el GRI consideraba la doble materialidad, porque su objeto es la sociedad, pero ahora solo considera la de ida, con el cambio, presumiblemente, para diferenciarse de la SASB).

Las propuestas de la Comisión Europea consideran la doble materialidad. Y las que en ocasiones produzca el recientemente constituido *International Sustainability Standards Boards (ISSB)*, liderado por las instituciones responsables de los estándares de contabilidad financiera, y apoyados por instituciones de los mercados de valores, se basarán en la materialidad de vuelta: impacto financiero. La discusión está servida⁷.

El uso de estos criterios ha llevado a fondos de inversión, emisores de capital, deuda y otros instrumentos financieros a usar la “**calificación ASG**”, **en el entendido de que al dársele ese nombre se entiende que el instrumento, fondo o empresa, es “ambientalmente, socialmente y en gobernanza responsables”**. Se pasa de criterios a calificación, sin rigor alguno. Esto ha llevado no solo a confusiones sobre lo que puede considerarse ASG, sino, además, a grandes abusos de la denominación⁸.

Y es oportuno enfatizar que a pesar de que está usando el término ASG como caracterización, **no constituye una guía para la acción por parte de la empresa, como sí lo es la asunción de su responsabilidad ante la sociedad**, es una ligereza del lenguaje, pero que afecta las actividades responsables de la empresa.

Entonces, ¿qué es ASG? ¡Cualquier cosa! Hay fondos que por el mero hecho de invertir en empresas que tienen cierto porcentaje de mujeres en el consejo, se llaman fondos ASG. Todos los demás aspectos de la A, la S y la G, y los correspondientes a una interpretación holística de la responsabilidad, son ignorados⁹.

Siendo criterios de evaluación o caracterización, cada uno desarrolla los suyos, sin que haya consenso alguno y mucho menos estándares. De hecho, hay un **intenso movimiento, en parte liderado por los reguladores de los mercados financieros, para poner algo de orden**. La Comisión Europea es líder en este sentido y ha puesto en vigor la [Taxonomía de actividades sostenibles](#), donde se describen las actividades que pueden considerarse verdes, que por ahora son su prioridad (las sociales, en preparación, se han pospuesto, y las de gobernanza se presume que se harán en el futuro). Adicionalmente, han publicado la [Sustainable Finance Reporting Directive](#) (SFRD), donde se detallan los requisitos (destino, políticas, diligencia debida, información, etc.) para las instituciones e

7. La situación de los estándares de reporte está, a comienzos del 2023, en pleno desarrollo, y es imposible escribir algo que se mantenga actualizado, por lo que recomendamos al lector interesado que se informe sobre la situación actual. A finales del 2022 la describimos en la quinta parte de este volumen.

8. Los reguladores de diferentes jurisdicciones están tomando medidas para sincerar las calificaciones sobre la sostenibilidad empresarial. Ver la situación a finales del 2022 en el capítulo VIII.10 de este volumen.

9. Ver *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

instrumentos financieros que quieran tener la denominación de verde claro o verde oscuro ([artículos 8 y 9](#)), **ni siquiera ASG**. Para los bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad, existen principios que deben cumplir (que la Comisión Europea está haciendo más estrictos).

Lo más parecido a un listado de indicadores estándar son los de SASB (ahora absorbida por el *International Sustainability Standards Board*), pero aun en este caso solo es una sugerencia de números para reportar en aspectos ASG, pero no lo que es o no satisfactorio, y mucho menos en su integración en un todo.

Y como un hecho paradigmático de la **desvirtualización de la RSE y de la preferencia por siglas**, que luego expanden su interpretación más allá de su verdadero sentido y lo desvirtúan, se está **sustituyendo la S de ASG por DEI, Diversidad, Equidad, Inclusión, remplazándola muy mal, haciéndola más restrictiva, como si solo fueran esos tres aspectos los relevantes para la responsabilidad hacia el capital humano¹⁰**.

V. Lo bueno, lo malo y lo feo de la tendencia

El lector puede haberse dado cuenta de que la tendencia en el “mercado de la responsabilidad” es desde la empresa, su papel y responsabilidad ante la sociedad, hacia el impacto financiero de sus actividades en busca de su sostenibilidad. **De una visión holística de la empresa como fuente de empleo, de producción de bienes y servicios, de cohesión social, de miembro de la comunidad, a una fuente de recursos financieros. De un aliado a un extractor de beneficios.**

	Responsabilidad/ Sostenibilidad	ASG
Principales actores	Dirigentes, empresas	Analistas/Inversionistas
Principales afectados	Sociedad y el medioambiente	Mercados financieros
Visión de la empresa	Holística (empleo, productos, etc.)	Generadora de rendimientos
Reguladores	Sector público en general	Comisiones de valores
Concepto	Acciones, actividades	Criterios de análisis
Materialidad	Ida y vuelta (doble)	De vuelta, estados financieros
Estándares de reporte	GRI y Comisión Europea	ISSB

¹⁰. Sobre los aspectos sociales que deben considerarse dentro de la S, ver el capítulo I.5 de este volumen.

Pero como hay agotamiento sobre el uso del término Responsabilidad Social de la Empresa, y **a todos les gustan las cosas nuevas, se está popularizando el término ASG como sustituto. ¿Se puede usar ASG como sinónimo de RSE o de sostenibilidad empresarial? ¡Enfáticamente no!** Aquellos son solo caracterizaciones, expresadas en indicadores sobre el potencial impacto financiero, sin juicio de valor sobre su idoneidad, **con una visión reducida del papel de la empresa en la sociedad** (véase la tabla precedente).

1. Lo bueno

El movimiento ASG ha despertado el interés de un sector de la sociedad, de inversionistas y gestores de inversiones, de analistas y de preparadores de información, y hasta de productores de estándares de reporte y reguladores. Ha estimulado el interés, la diseminación y la evaluación de las prácticas responsables de la empresa. Ha ampliado el “mercado de la responsabilidad”. Y ello es bueno. No hay nada de malo en usar criterios de ASG para evaluar el posible impacto financiero de la responsabilidad empresarial; todos debemos tener interés en atraer capitales hacia la empresa. **Mientras entendamos que esto no es todo.**

2. Lo malo

Nuestras objeciones al uso de criterios ASG en la gestión de la responsabilidad empresarial se basa en dos consecuencias: (1) **conspira contra la visión holística** de la responsabilidad empresarial y **distorsiona** la estrategia y actividades responsables, y (2) induce a **omisiones**. Y aquí no nos estamos refiriendo al uso de ASG para denominar instrumentos e instituciones del mercado financiero, que podrá ser adecuado, pero que en la actualidad tiene serios problemas, mayormente en relación con el *greenwashing* (ver la séptima parte de este volumen).

a. Visión estrecha

¿Qué implicaciones tienen estas tendencias para la responsabilidad empresarial? **Que lo que importa es el impacto financiero, no el impacto del ejercicio de sus responsabilidades** sobre la sociedad; no el papel de las empresas en la mejora de la calidad de vida, sino el impacto sobre su situación financiera, por la reacción de algún subgrupo de *stakeholders*, mayormente los inversionistas.

Pero cuando estas caracterizaciones forman parte de la gestión de la empresa, esta deja de ser una gestión para la responsabilidad y pasa a ser gestión para la rentabilidad. **Se induce a la empresa a la gestión para mejorar los indicadores y no necesariamente para mejorar la responsabilidad**, aunque tengan partes en común (véase el capítulo VI.2, que describe el caso de una empresa que tiene el *ranking* en sostenibilidad como uno de los criterios de remuneración de sus dirigentes, que tenderán a gestionar la responsabilidad para subir en el *ranking*). **Se introducen incentivos perversos, y el dinero es un poderoso incentivo.**

Para mejorar su rendimiento en algún indicador, que les conviene para mejorar un ranking, pueden decidir hacer cosas que son más dañinas, como, por ejemplo: para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero reportadas pueden utilizar materiales menos reciclables o amigables con el medioambiente o pueden adquirirlos de países en

vías de desarrollo, donde tales emisiones no son limitantes o no se reportan. ASG no es holístico, **no sabe hacer *trade offs***.

Inclusive, esta tendencia hacia la ASG **ha llevado a creer que la industria de los fondos de inversión responsable aporta recursos financieros para la responsabilidad empresarial**, cuando, salvo contadas excepciones (*inversión de impacto* entre algunas), lo que sucede es una **transferencia de recursos entre los vendedores y los compradores** de los fondos, sin que las empresas reciban recursos (ver el contraste entre el mercado financiero primario y el secundario en el capítulo VIII.8, *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*).

Para poder usar los criterios ASG en la selección de inversiones, hay una gran presión en los mercados financieros para su uniformización, con el objeto de que sean **comparables de empresa a empresa**. Esto tiene dos consecuencias: una es que se tiende a **homogeneizar los aspectos materiales para las empresas, cuando deberían ser específicos para cada una**, en el contexto y tiempos en que opera. Y la otra es que la tendencia a la **comparabilidad reduce la relevancia, ya que induce a generalizaciones. ¿A todos nos debe importar lo mismo?**

b. Omisiones

Adicionalmente y lo más importante son sus **errores de omisión**. En primer lugar, se desentiende de lo negativo, **son criterios que pretenden ser agnósticos**. Empresas como Philip Morris o Coca-Cola pueden aparecer bien en algunos aspectos ASG, pero **no incluyen sus contribuciones negativas a la salud**. Lo mismo para empresas de casas de apuestas, que no reportan las negativas, como, por ejemplo, la **degradación de las comunidades** donde se ubican y el impacto sobre la cohesión familiar. Tanto es así que la Comisión Europea, en sus regulaciones sobre los instrumentos e instituciones ASG, se ha visto en la necesidad de establecer reglas específicas para el reporte de ciertas actividades bajo los conceptos de *Do No Significant Harm, DNSH (no hagan daño significativo) y Minimum Safeguards (mínimas seguridades)*.

En segundo lugar, **omite aspectos que son claves en la responsabilidad empresarial, como la elusión y evasión fiscal¹¹, la corrupción, la acción política de la empresa (contradicción entre el cabildeo y las acciones¹²), la responsabilidad del producto sobre su ciclo de vida y a lo largo de la cadena de valor (la única preocupación de la ASG sobre la cadena de valor son las emisiones de alcance 3), la justicia social, la comunidad, el ambiente laboral, la cultura organizacional, los stakeholders a los que quiere impactar, pero que no impactan a la empresa**, entre otros.

La implementación, que no el concepto, de la RSE no está exenta de problemas,

11. Ver *Eludir y evadir impuestos: ¿hasta dónde llega la irresponsabilidad empresarial?*, capítulo II.7 del volumen III de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

12. ExxonMobil defendió públicamente un impuesto a las emisiones de carbono, con lo que quedó bien con algún público, a sabiendas de que no se iba a aprobar, para lo cual hace cabildeo. Y Coca-Cola defiende el reciclaje de agua y de plástico, pero hace cabildeo en contra de regulaciones para combatir la obesidad. El GRI, el de materialidad de ida, tiene un estándar sobre la consistencia entre cabildeo y acciones, el **GRI 415: Política Pública**.

pero por lo menos tiene (debería tener) una visión integral de la actuación empresarial y no fragmentada en tres silos y decenas de indicadores.

¿Y dónde está el hacer el bien en la caracterización ASG? ¿Y alguien ha oído hablar del propósito de la empresa, otro tema de moda, en el contexto de la ASG?

Y omite a las PyME; ¿tiene sentido usar el concepto ASG cuando nos referimos a una PyME o una empresa familiar de capital cerrado, que no cotizan en bolsa (en la Unión Europea, más del 99,8 % de las empresas)? ¿Lo usaríamos para referirnos a su responsabilidad o sostenibilidad empresarial? Es cierto que aquel 0,2 % tiene un impacto económico y social desproporcionado, pero las PyME existen y necesitan más apoyo para asumir su responsabilidad que aquel 0,2 %.

3. Lo feo

Lo feo es la superioridad, arrogancia y desdén con que se expresan los proponentes de usar ASG como sinónimo de responsabilidad empresarial (no me refiero a su uso como categorización en los mercados financieros). **Son los nuevos ricos de la responsabilidad empresarial. Los que abogamos por la visión holística somos anticuados**, no entendemos la evolución del papel de la empresa en la sociedad. Pero son superiores aquellos que hacen lo mejor por la sociedad, no los que se expresan con términos de moda.

Con ASG sucede algo parecido a lo que pasó con la llamada **Creación de Valor Compartido**, concepto inferior de responsabilidad, que estuvo de moda por una década. Adolece de muchos de los mismos problemas: visión reducida, omisión de aspectos claves, concentración en partes del impacto empresarial (lo que creaba valor simultáneo a la empresa y algunos stakeholders) y todo para parecer novedoso y diferente¹³.

VI. ¿RSE o ASG?

¿Qué les debe importar a los responsables de la responsabilidad dentro de las empresas? ¿La concepción holística del papel ante la sociedad o la reacción de las bolsas de valores? ¿Se debe determinar la estrategia empresarial en función de la materialidad de vuelta o la de ida y vuelta? La tendencia de las recientes décadas de la primacía de los accionistas debe superarse.

Y hay quien dirá que ASG es solo otro nombre para la responsabilidad. A lo mejor para algunos, pero la connotación que tiene es de que esa responsabilidad debe estar guiada por el impacto en la rentabilidad y... a corto plazo, porque hay que reflejarlo en los estados financieros.

¿Qué estamos hilando muy fino? Puede ser, pero tener las cosas claras ayuda mucho a su efectiva y eficiente implementación (véase el mayor enemigo de la RSE: la confusión sobre qué es, es el enemigo N.º 1 en [Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial](#) (ver capítulo II.1).

¹³. Ver [RSE y creación de valor compartido: mis trece artículos](#).

La responsabilidad empresarial no necesita de nuevos nombres, sino de una implementación integral, honesta y efectiva.

¿Tendencia positiva o perversa?

ADENDA

Y una acotación paradigmática de la tendencia: la Asociación Española de Directivos de **Responsabilidad Social** cambió su “marca”, a mediados del 2022, a Asociación Española de Directivos de **Sostenibilidad (ASG)**, para reflejar el desgaste de la responsabilidad social y actualizarse a esta tendencia. Pero hay que reconocer que son incluyentes, quedan bien con Dios y con el diablo: tienen los tres conceptos RSE en el acrónimo, **DIRSE**, Sostenibilidad en el nombre y ASG entre paréntesis.



Capítulo I.4

¿Por qué las empresas “practican RSE”?: otro estudio más, pero con valor agregado

Por si no se había analizado hasta la saciedad el tema de las motivaciones y beneficios de la responsabilidad empresarial, se publicó un artículo más. En este caso vale la pena analizarlo, por lo relativamente novedoso en su enfoque y por su valor agregado (*Why Companies Practice Corporate Social Responsibility*, MIT Sloan Management Review, enero 20, 2020). Analiza los resultados de 200 encuestas a lo largo de 20 años.

El hecho de que usen el término “practicar RSE” no debe quitarle interés. **Cae en la conceptualización anacrónica de que la RSE es hacer cosas**, en contraposición a la moderna de la RSE, de asumir y ejecutar la responsabilidad por impactos pasados, presentes y futuros, que ha tenido, tiene y quiere tener. Pero el título del artículo **refleja la conceptualización prevaleciente al hacer las encuestas: ¿por qué hacen cosas?, porque se “practica la RSE”**.

Advertencia previa: Ha cambiado mucho el mundo en 20 años, y sobre todo la conceptualización e implementación de la responsabilidad empresarial, pero **mete en el mismo saco las encuestas de hace 20 años con las recientes. Cada una de esas encuestas tienen diferentes objetivos, se hacen en distintos públicos, incluyen países desarrollados y en vías de desarrollo, empresas multinacionales y pequeñas y medianas, encuestas de firmas de consultoría y de académicos**. Y como toda encuesta, las respuestas están dadas por las preguntas; si algo no está en la lista de opciones, no puede estar en las respuestas.

Lo que pareciera una virtud, la diversidad, podría ser pernicioso para sacar conclusiones generalizables. Al mezclar tanta diversidad se corre el riesgo de perder la perspectiva. Sin embargo, el tipo de conclusiones que extrae no dejan de ser interesantes. **El lector debería tomar esta advertencia en cuenta para apreciar la relevancia de esas conclusiones**.

El lector podrá recordar la lectura de los resultados de este tipo de encuestas, que seguramente le fueron presentados en conferencias y cursos, los cuales se usan para demostrar la posición que apoya el respectivo ponente.

1. Ver el capítulo I.3 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Están los argumentos intrínsecos, de que la empresa lo hace por sus valores, por ética, por razones morales, de justicia o de cultura, a veces agregados como el “argumento moral”.

La otra línea de argumentación es la de que las empresas “hacen RSE” (¡qué nombre tan horrible!) por razones de prevención de consecuencias, como anticiparse para evitar regulaciones o gestionar la presión de activistas, un “argumento preventivo”.

Y, por supuesto, el más usado en la promoción de la RSE es el “argumento empresarial”, de que la RSE lleva a mejorar en la competitividad, mejores precios, atracción de mejores talentos, mayores mercados, mayores ventas, etc. La RSE con efecto milagroso¹.

En el artículo denominan estos tres grupos de motivaciones como **normativas** (o sea, normas para seguir), **políticas** (o sea, gestión de relaciones) e **instrumentales** (o sea, instrumentos para lograr resultados).

El estudio básicamente analiza la preferencia, en el agregado de las 200 encuestas, por cada uno de estos grupos de motivaciones. Ahora que analizamos sus resultados, es conveniente tener en mente la advertencia previa hecha con anterioridad. En resumen:

- Cuando aparecen en las mismas encuestas, **la motivación normativa (ética, moral, etc.) tiene respuestas más positivas que la motivación política (prevención de problemas) en el 83 % de los casos. Y las normativas aparecen mejor que las instrumentales (porque es beneficioso) en el 73 % de los casos. O sea que las empresas son buenas porque sí**, por naturaleza, no por temor a regulaciones, a los activistas o porque sea rentable (hubiera sido interesante distinguir las respuestas de dirigentes de las del público en general y de las multinacionales de las PyME).
- Pero cuando se entra en el análisis **desagregado** de las motivaciones dentro de cada uno de los grandes grupos, **se encuentra que la motivación con mayor respuesta es la mejora de la imagen, de la marca, de la reputación, superior al grupo de motivaciones normativas en dos tercios de los casos.**

Parafraseando el resultado, podríamos decir: *“Somos buenos porque sí, no es que pretendamos que nos traiga beneficios, pero que mejore la imagen, la marca y la reputación, eso es lo más importante. Con ello aprovechamos el efecto aureola, que extiende en la mente de la persona una buena acción en alguna acción a los demás comportamientos (sobre los cuales la persona no sabe nada). Si hacemos algo bueno en medioambiente o en filantropía, el público extrapolará a que todo lo que hace la empresa es bueno”*².

1. Sí, es posible que mejore la competitividad, pero ello no es automático. Ver *Rentabilidad de la responsabilidad*, capítulo I.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

2. Ver *¿Se puede manipular la reputación?: el efecto aureola*, capítulo III.10 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Esto se puede considerar como un “superpromedio” de 200 encuestas sobre 20 años, pero no deja de tener algo de verdad. **“Es lo que hay”**. No es incompatible con la realidad que observamos cotidianamente. **Pero cada empresa es diferente**, puede tener algunas o todas las motivaciones que se incluyen en las encuestas, cada empresa es única, opera en su propio contexto, es imposible generalizar.

Pero esto demuestra la necesidad de redoblar los esfuerzos para combatir el *greenwashing*. Si quieren mejorar su imagen, su marca y su reputación, que sea siendo responsables en todas sus áreas de actuación, no solo en las que son más visibles. Y no comprar el mal que hacen con alguna cosita buena.

La reputación, la imagen, la marca, deben ser el resultado de la responsabilidad, no la razón para ser responsable³.

³. Ver *¿Reputación como fin o como resultado de la RSE?*, capítulo III.11 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Capítulo I.5

Chief Sustainability Officer: ¿quién es? ¿Quo vadis?

A sí en tres idiomas, para que parezca más sofisticado. Indudablemente que un *Chief Sustainability Officer* (CSO) es mucho más poderos@ que un Oficial Jefe de Sostenibilidad. Está en la línea del CFO, CEO, CIO, CRO, CXY, etc.; todo en inglés es mejor. Y el *Quo vadis* llama mucho más la atención que el “a dónde va”. Y ya sabemos que la imagen es clave en la sostenibilidad empresarial¹.

Y ahora en serio.

I. Informes sobre la función del CEO

La consultora PwC ha publicado un extenso estudio ([Sustainability Officers The key to remaining credible and competitive, resumen aquí](#)) sobre la **situación y perspectivas de la función del CSO, con recomendaciones para el desempeño de sus funciones**, basado en un análisis de la posición en más de 1600 empresas en 62 países (incluyendo España, en Europa; Argentina, Brasil, Colombia, Perú y Uruguay, en América del Sur, y México, incluido en América del Norte. Como parte del estudio, publicaron un suplemento para los países europeos ([Chief Sustainability Officer Study: Deep Dive European Union](#)). También publicaron un breve artículo con la **discusión sobre el posicionamiento del CSO en la organización** ([Positioning your chief sustainability officer for success](#)). El *Boston Consulting Group* (BCG) también publicó un estudio ([Six Pitfalls to Avoid When Mobilizing for Sustainability](#)), donde, si bien su objeto no es la función del CSO, incluye una breve discusión sobre ese posicionamiento.

En este artículo analizaremos los aspectos que consideramos que pueden ser de mayor interés para nuestros lectores. En las dos siguientes secciones analizamos los dos primeros informes sobre la función, y en la tercera, los últimos dos sobre el posicionamiento en la estructura organizacional. **Y al final resumimos las tendencias de la función: Quo vadis.**

El estudio de PwC **no constituye una muestra representativa**, pero su magnitud y extensión geográfica sí permite apreciar la variedad de aspectos involucrados en la función del CSO. El del BCG se limita a una muestra, que **tampoco pretende ser representativa**, de grandes empresas de EE. UU., que están en el índice S&P 500.

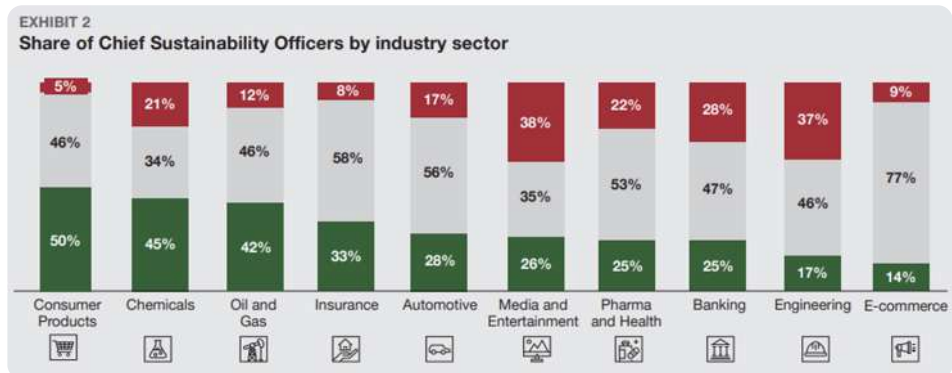
1. Es el texto completo de la entrevista con la revista *Estrategia y Negocios* (Centroamérica), que fue resumida en el número especial 269 *Empresas responsables: Liderazgo con futuro* (mayo-junio 2022).

II. Dónde estamos

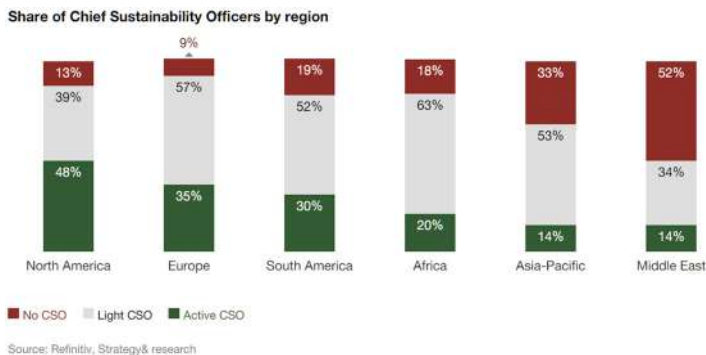
El estudio PwC muestra un crecimiento acelerado del número de posiciones de CSO, habiéndose creado el mismo número de posiciones en los últimos dos años, casi 400, que en los ocho años precedentes. Sin embargo, menos de un tercio de las más de 1600 empresas analizadas tienen la posición de CSO formal, con ese título o equivalente. Postulan, pero no es parte del estudio, que el aumento se debe a la necesidad de satisfacer las expectativas o necesidades de los inversionistas, consumidores y futuros empleados.

Y hay grandes variaciones, dependiendo del sector industrial. Como era de esperarse, los sectores que más lo tienen formalizado son los de elevado impacto económico, social y ambiental, como los de la industria química y petróleo y gas, y los que dependen de consumidores finales.

En la gráfica se ha clasificado la función en **posiciones formales (verde)**, que tienen cargos especificados con las correspondientes responsabilidades; los que llaman “**ligeros**” (**light**), que la ejercen, pero con mandato limitado o compartido con otros, y que en general están más de dos niveles por debajo del más alto nivel (**gris**); y los que **no la tienen, ni formal ni ligeros (rojo)**.



En cuanto a la distribución geográfica, también hay variaciones, con las regiones más desarrolladas teniendo mayor formalización de la función, como sería de esperar.

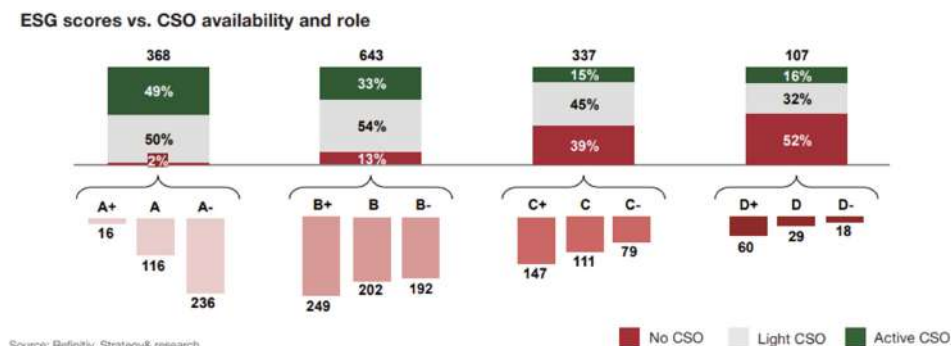


El estudio sobre Europa es más detallado, donde se puede observar que **a medida que la empresa es mayor, tanto en facturación como en número de empleados, tiende a tener la función más desarrollada.** Es de suponer que esto es válido en otras regiones.

Lo que muestra este estudio es que hay de todo y que no se puede generalizar. Para sacar algunas conclusiones que sirvieran de guía para la implantación, se debería analizar en función de una serie de variables que la distinguen: (1) su posición en la estructura y sus funciones, que dependerían del país, en particular del desarrollo de sus instituciones regulatorias; (2) del tamaño de la empresa; (3) del sector industrial; (4) de la dispersión del accionariado (cotiza en bolsa, familiar, pocos dueños); (5) del activismo de los *stakeholders*, y (6) sobre todo, de la cultura empresarial. **Pero, aun de forma relativamente general, aporta valiosas apreciaciones.**

El estudio también analiza la relación entre la formalización del CSO y los ratings de las empresas. Los que tienen CSO, formalizado o ligero, poseen mejores ratings. El estudio no ofrece una explicación para ello, pero el hecho de estudiarlo nos hace suponer que piensan que las empresas que son más responsables tenderán a tener la función de CSO más formalizada. Pero, en línea con mi actitud crítica, yo argumentaría que parte de la explicación es que teniendo un CSO pueden “gestionar” mejor los *ratings*, sobre todo haciendo las cosas que se evalúan con los cuestionarios y respondiéndolos mejor.

La calidad y cantidad de las respuestas afecta los ratings.

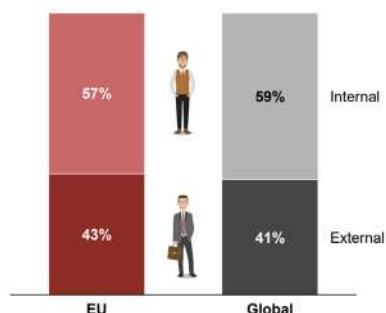


El reporte dedicado a Europa contiene mayores detalles que el informe a nivel global, del que podemos rescatar algunas informaciones, como la proporción de mujeres y la proveniencia de los responsables.

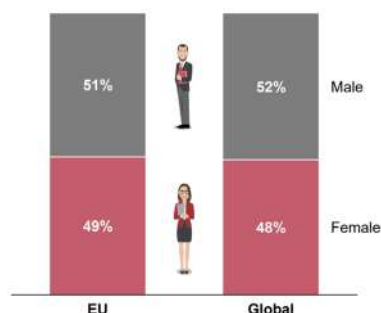
En cuanto al género del responsable, se puede observar que **no hay diferencias entre Europa y el global, y ambos lo tienen “equitativamente” repartido.** Sería interesante ver la evolución de esta proporción en el tiempo (otro estudio que comentamos al final lo hace). El suscrito especularía que la proporción de mujeres ha ido aumentando. **Tampoco hay diferencia entre regiones en los nombramientos internos y los externos,** con ligera ventaja para las promociones internas. **Ambas tienen algunas ventajas.** Los de adentro conocen la empresa, su cultura, sus *stakeholders* y los ejecutores

de la sostenibilidad. Los de afuera pueden traer conocimientos y visiones más amplias, y el pool de candidatos es mayor, lo que facilita la selección de las destrezas y conocimientos necesarios. No hay que contentarse con lo que tenemos.

Comparison external/internal hires EU/Global



Comparison male/female EU/Global



III. Destrezas del CSO

Si bien el informe no lo concluye de las empresas analizadas, ofrece una serie de consideraciones muy valiosas, seguramente derivadas de las experiencias de los autores. Citamos algunas²:

Requiere una mezcla especial de destrezas y experiencias para balancear la innovación, la mitigación del riesgo, sostenibilidad y los retos del negocio. Los CSO deben ser capaces de introducir el cambio en la organización, ya que son muchas las partes que son afectadas por la transformación ASG (iouch!³).

Cualquiera que sea su experiencia, los requerimientos del CSO moderno trascienden el papel tradicional de gestionar el cumplimiento y el reporte de lo que se suponía eran consideraciones no financieras. Con ASG integrado en el núcleo de la estrategia del negocio, el CSO necesita un conjunto amplio de destrezas. Para comenzar, necesita una comprensión integral y completa del negocio, en particular de cómo la sostenibilidad y la rentabilidad son complementarias o contradictorias. Esto, a su vez, requiere de un conocimiento de las prácticas en sostenibilidad relevantes para su sector industrial, así como visión estratégica.

2. En *Cómo prepararse para una carrera en RSE: ¿Qué? ¿Cómo? ¿Cuándo?* (capítulo III.1 del volumen IV de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*), además de analizar lo que refleja el título, comentábamos sobre las destrezas necesarias y tratábamos de responder la pregunta de si la función de la RSE o sostenibilidad empresarial podía considerarse una profesión.

3. El original usa, lamentablemente, la palabra ASG, que no es adecuada en este contexto, ya que se está hablando de la implementación integral de la sostenibilidad empresarial, que es mucho más que criterios ASG. Es un **faux pass** de la consultora especializada. Ver la discusión en *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3 de este volumen.

Necesitan entender la interconexión de los aspectos ASG, gestionar tal complejidad y conectarlos. Esto requiere sintetizar información y priorizar iniciativas para crear el camino sin ser abrumado por la visión completa. A nivel técnico, deben identificar los cambios en el entorno del negocio e identificar las oportunidades para la creación de valor en nuevos productos y servicios.

Finalmente, la transformación ASG pone al CSO en el centro de la introducción del cambio en las organizaciones. Esta transformación afecta no solo a los productos y servicios ofrecidos, sino además al cómo los empleados hacen su trabajo. ***De allí que el CSO necesita asegurar que todas las partes de la organización asuman una responsabilidad activa por la transformación. Esto requiere destrezas para escuchar y entender las disyuntivas y los conflictos entre departamentos, pero también la capacidad de influenciar a los stakeholders, más allá de lo que está bajo su control, para alcanzar un entendimiento común y objetivos compartidos.***

Es raro encontrar tantas destrezas en una sola persona. (énfasis añadido)

En pocas palabras: debe ser Super-Wo(man).

El estudio del BCG también ofrece algunas sugerencias complementarias, de las cuales reproducimos dos:

Si el CSO está separado del núcleo del negocio, los jefes funcionales tienen la tendencia a descargarle la responsabilidad por el logro de los objetivos de sostenibilidad. Aun cuando es un importante catalizador del cambio, no puede sustituir la responsabilidad de cada parte de la organización, que deben jugar su papel en la implementación de la estrategia de sostenibilidad.

Algunas empresas hacen la transición cambiando la posición del CSO a un papel dual en la medida que los esfuerzos en sostenibilidad avanzan, haciendo que el líder de una unidad funcional asuma el papel adicional de CSO, en casos en que esa función es crítica para la empresa. Ello asegura que los líderes funcionales son responsables por los resultados e incorporan la sostenibilidad en sus objetivos y en la toma de decisiones.

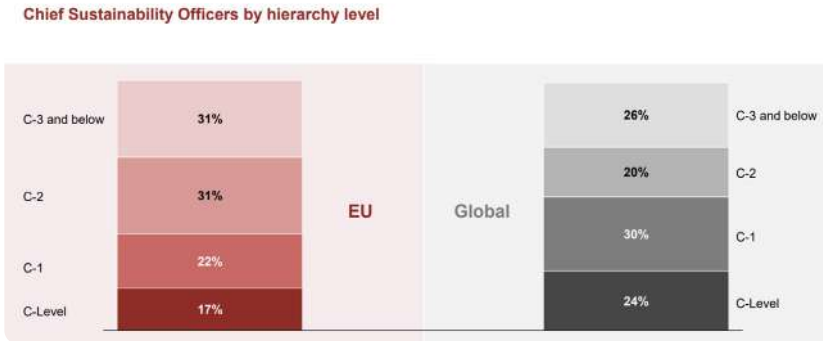
Este, por ejemplo, sería el caso de una empresa que se lo asigna a la función de adquisiciones cuando la cadena de valor es crítica para la sostenibilidad de la empresa, o el caso de asignárselo al CEO de la subsidiaria en el país de una multinacional de productos de consumo masivo.

IV. Posicionamiento dentro de la organización

Los dos últimos informes mencionados contienen una breve discusión sobre el posicionamiento dentro de la organización, que consideramos aparte por creer que **es un aspecto determinante en el poder y potencial efectividad de la función del CSO. Los que promovemos la sostenibilidad empresarial quisiéramos que tuvieran un cargo alto y que reportaran directamente al presidente o al consejero delegado,** o por lo menos con acceso directo al consejo o su comité de sostenibilidad (ojalá lo tuvieran).

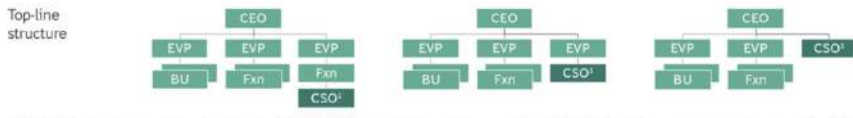
Pero ello no es factible en muchas empresas, por el contexto en que operan, su impacto económico, social y ambiental, y en buena parte por ser incipiente. **Recordemos que no es una función tradicional**, ampliamente desarrollada, como finanzas, producción, asesoría legal, administración, etc. Para muchas empresas, como vimos antes, ni siquiera existe o puede ser ligera (“light”), o de creación relativamente reciente.

En el estudio de PwC se encontró que cerca de la mitad de los cargos CSO están dos o más niveles por debajo de los dirigentes de función topes (finanzas, legal, etc.), y que por esta razón son pocos los que tienen suficiente acceso al consejo directivo. En la gráfica puede observarse que en Europa se tiende a colocarlos en el tercer o cuarto nivel organizacional (62 % vs. 46 %). El informe no lo analiza, pero presumimos que es porque en Europa la función está más difundida (¿más común?), y por ello es menos “especial”.



Los resultados del estudio del BCG contrastan con los del PwC. Hay que recordar que aquel se limita a una muestra de grandes empresas de EE. UU., en tanto que el PwC incluye una mayor diversidad de tamaño y localización. **El del BCG encontró que la mayoría (cerca del 80 %) tienen una persona específicamente dedicada a la sostenibilidad empresarial, con la mayoría, el 86 %, en capacidad de influenciar el cambio, al estar colocados a menos de dos niveles del CEO** (esta comparación entre los dos estudios resalta, además, la necesidad de entender la muestra y metodología antes de extrapolar conclusiones).

A Majority of Companies Put the CSO Within Two Levels of the CEO



Prevalence in a sample of S&P 500 companies

- 14%** The share of companies with a dedicated sustainability leader three or more levels down from the CEO
- 46%** The share of companies with a dedicated sustainability leader two levels down from the CEO
- 40%** The share of companies with a dedicated sustainability leader one level down from the CEO

Notes

- A position lower in the organization signals a lesser commitment to stakeholders
- The CSO often reports to corporate social responsibility, legal and compliance, or communications and public affairs
- Proximity to the CEO ensures close strategic alignment and influence

V. Quo Vadis

De la discusión precedente se observan **varias tendencias** en términos de las responsabilidades, que se pueden resumir en que **se requiere una visión más integral, que está pasando de administrador táctico a dirigente estratégico, de gestionar el presente a liderar el futuro. En términos de dirección estratégica:**

- **De cumplimiento con regulaciones y normas en el día a día, a la promoción de la sostenibilidad del negocio a largo plazo;**
- **Insertar la sostenibilidad en toda la organización;**
- **Elevar la agenda de sostenibilidad al consejo y los altos ejecutivos;**
- **Creciente importancia del reporte de la información.**

En otro estudio, publicado casi al mismo tiempo que los citados, *State of the Profession* 2022, por *GreenBiz*, se hace un análisis de la evolución de algunos **aspectos tácticos de la función del CSO**. Para interpretar los resultados hay que tomar en cuenta que se trata de una **encuesta** a esas personas, no un estudio de su realidad (1460 respuestas, más del 80 % de EE. UU.), por lo que puede haber un sesgo de quienes deciden responder, y, por ende, la muestra puede no ser comparable con las muestras anteriores, a efectos de analizar esa evolución.

Para nuestros propósitos comentaremos algunos resultados, todos ellos positivos: los presupuestos, el número de personas y/o consultores dedicados, el interés de los CEO, la proporción de mujeres (60 % entre los encuestados, con disparidad de sueldo a medida que se sube), el nivel en la organización y los sueldos⁴, todos mejoraron continuamente. Y en cuanto a la educación necesaria para mejorar, el 41 % mencionan las finanzas sostenibles y el 39 % el medioambiente (podían responder varios temas).

Parece un buen momento para ser o aspirar a ser CSO, aunque no sea Super-Wo(man).

Falta mucho para que la sostenibilidad empresarial se integre a lo largo y ancho de la organización, y que la función sea innecesaria.

Pero cada día es más exigente en cuanto a destrezas y educación, más estratégico, menos especialista.

4. La compensación total promedio varía entre \$150.000 para el cargo de gerente (incluyendo \$22.000 de bonificaciones) a \$250.000 para el de director (\$55.000 de bonificaciones) y \$400.000 para el de vicepresidente (\$150.000 de bonificaciones).

Capítulo I.6

¿Los consejeros están preparados para gestionar la sostenibilidad empresarial?

En octubre del 2022 se publicó el informe anual de PwC sobre la gestión de los consejos (*PwC's 2022 Annual Corporate Directors Survey: Charting the course through a changing governance landscape*). En esta breve nota **destacamos los aspectos relacionados con la gestión de la sostenibilidad empresarial** que surgen del informe, si bien cubre muchos otros aspectos relacionados con la gestión de los consejos.

Hay que destacar que el informe se basa en una encuesta a cerca de 700 consejeros (73 % hombres) de grandes empresas en EE. UU. (72 % con ingresos superiores a los US\$1000 millones), por lo que no deben considerarse representativos para la gran mayoría de sus empresas en Iberoamérica. No obstante, **si los consejos en las empresas más avanzadas en EE. UU. tienen deficiencias en su gestión, qué se puede esperar de empresas de menor tamaño en países con menor desarrollo** institucional en temas de sostenibilidad empresarial.

Los resultados más destacables (el informe usa la nomenclatura ASG para referirse a la sostenibilidad empresarial, por lo que, muy a mi pesar, la usaré en esta reseña):

- Solo el 45 % de los consejeros cree que los aspectos ASG tienen impacto sobre el rendimiento financiero de la empresa, y el 55 % cree que deberían ser parte de las discusiones en el consejo.
Pero solo el 11 % cree que los temas de sostenibilidad/medioambiente (uso sus términos) son muy importantes para su consejo. Y está en el último lugar entre las destrezas que creen necesarias¹.
- El 66 % de las mujeres, y solo el 47 % de los hombres, creen que la reducción del impacto del cambio climático debe ser una prioridad, aun si afecta el rendimiento a corto plazo.
- Si bien el 86 % creen que la diversidad mejora el consejo, 34 % consideran que las adiciones son innecesarias, y el 31 % creen que resulta en consejeros no cualificados. Las respuestas de las mujeres consejeras son más favorables a la diversidad. Y me atrevo a suponer que estos números entre los hombres exageran su opinión sobre el valor de la diversidad.

¹ El tema de las cualificaciones de los consejeros en sostenibilidad empresarial lo habíamos considerado en *Paradoja de los consejos: ¿mujeres sí, competencias en sostenibilidad no?*, en el capítulo V.7 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

- **El 64 % de los hombres, pero solo el 29 % de las mujeres, creen que la diversidad se implementa por razones de corrección política.** El 61 % y el 30 %, respectivamente, creen que los accionistas están demasiado preocupados por el tema.
- El 73 % de los consejeros de empresa con ingresos superiores a US\$1000 millones creen que los **aspectos ASG están relacionados con la estrategia de la empresa, pero solo el 40 % de las empresas con ingresos menores que esa cifra lo creen.** Esto puede ser indicativo de lo que sería el caso en empresas de menos tamaño. En términos de género, lo creen el 55 % de los hombres y el 65 % de las mujeres.
- Solo el 39 % de los consejeros dicen que han discutido la posición de la empresa en temas sociales en los últimos 12 meses; el 32 %, los temas de derechos humanos, y el 30 % dicen que han discutido su actividad en temas políticos.
- **Menos del 65 % de los consejeros dicen que el consejo entiende los procesos internos y de control sobre aspectos ASG.** ¿Qué se puede esperar de empresas de menos tamaño en países con menor desarrollo relativo? El 92 % creen que es apropiada la inclusión de métricas no financieras en la determinación de la remuneración. La métrica más favorecida es la satisfacción del consumidor, con un 62 %, y **más de la mitad respalda el uso de métricas de diversidad e inclusión** (45 % de los hombres y 73 % de las mujeres)².

Si bien son muchos números, y hay que ponerlo en contexto, dan una idea de las tareas pendientes y del gran camino que falta por recorrer para que los consejeros **entiendan y asuman sus responsabilidades y liderazgo en temas de sostenibilidad empresarial, y no solo involucrándose** cuando la gerencia les informa. **Una cosa es involucrarse y otra comprometerse.**

2. El tema del nexo entre las remuneraciones e indicadores de sostenibilidad empresarial lo tratamos extensamente en los tres capítulos de la cuarta parte de este volumen.

Capítulo I.7

¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?

¡Pues sí! Son muchos los que lo creen. Los que la promovemos no podemos entender las posiciones de los que la denigran, ni ellos pueden entender las nuestras. Pero sea como sea, **no debemos ignorar que esas posiciones existen**, no podemos promover la responsabilidad de las empresas, instituciones, personas y gobiernos ante la sociedad sin **tratar de entender cómo piensan y por qué lo hacen** los que se oponen. **Existen y tienen poder económico y político.**

En este breve artículo consideraremos algunas de estas oposiciones.

I. La sostenibilidad empresarial contribuye a la inflación

En esta época, cuando la inflación ha resurgido, se buscan todo tipo de explicaciones más o menos racionales para explicarla. Y hay una muy *sui generis*. [En un artículo en el Wall Street Journal](#) (de ideología claramente mercantilista) se dan argumentos para demostrar que la sostenibilidad empresarial y las acciones de los gobiernos para promover la sostenibilidad ambiental contribuyen a la inflación. **El resumen del argumento es que la búsqueda de la sostenibilidad empresarial (usan el término inadecuado de “ASG”, que son criterios y no acciones) puede llevar a las empresas a operar de una manera que es económicamente subóptima, que producirán menos de lo que podrían producir, lo que estimula la subida de los precios, y que su producción no sea tan eficiente como podría ser.**

*“Cuando las empresas se concentran en maximizar los beneficios, su principal objetivo es producir más al menor costo... En mercados competitivos, las empresas sirven a los consumidores y a sí mismas **al hacer más por menos.**”*

Las prácticas de sostenibilidad empresarial, sin embargo, normalmente aumentan los costos y limitan la producción. Si una empresa dedica recursos a programas formales de diversidad, equidad e inclusión, con sus correspondientes costos en términos de contrataciones y burocracia, dispone de menos recursos para hacer investigación y desarrollo de productos. Igualmente, si una empresa tiene experiencia en petróleo y gas y decide dedicarse también a energía eólica y solar, a pesar de su limitada experiencia en estos sectores, su producción sufrirá. **En general, un esquema de inversiones que prioriza objetivos sociales desvía recursos de la producción eficiente, de la misma manera que lo hacen los impuestos...**

*Para volver a poner la economía en un camino de crecimiento sostenible y baja inflación, la Reserva Federal (banco central) debe controlar el exceso de liquidez como lo está haciendo. Pero ello no es suficiente. **Las empresas y los inversionistas deben resistir ideas como la sostenibilidad empresarial, que limitan la productividad de las empresas**”.*

Sin entrar a analizar en detalle estas “opiniones”, es de destacar que, aunque fuesen ciertas, no consideran los beneficios para la sociedad. Implícitamente, hacen un análisis de costo-beneficio, concentrándose en el impacto en la empresa, y no en la sociedad como un todo. **Podríamos decir que para ellos las externalidades negativas (impactos por los que no se paga el costo para la sociedad, cambio climático, por ejemplo) de la actividad empresarial no tienen costos para la empresa...** hasta que la sociedad las obligue a afrontarlos. Aunque, en efecto, aquello contribuyera a la inflación, sería un impacto mínimo, posiblemente no detectable, sobre el cual no presentan evidencia, solo especulaciones. Y en todo caso, los costos de la inflación habría que evaluarlos en función de los beneficios de la sostenibilidad para la sociedad.

Si bien cada país es diferente, en general, la actual inflación es mayormente debida a los precios de la energía, del costo de la vivienda (alquiler o hipotecas), el impacto de las subidas en las tasas de intereses en el costo financiero y el de ciertos alimentos (algunos son resultado de la guerra). No tienen nada que ver con sus argumentos de restricción o ineficiencias en la producción. Todo lo contrario, buena parte de la inflación se debe a lo que se ha dado en llamar la **greedflation** (“avariflación”), **al aprovecharse muchos suplidores de bienes y servicios de las expectativas de inflación para aumentar sus precios, sin que medie aumento en sus costos de producirlos**.

Pero tienen esa opinión, y un periódico tan influyente como el Wall Street Journal se hace eco.

Y es simbólico que la ley que se aprobó a mediados del 2022 para combatir el cambio climático tiene el nombre de Inflation Reduction Act. ¡Hala!

II. La lucha contra el cambio climático es la causante del aumento en el precio de la gasolina

El senador republicano por Arkansas, Tom Cotton, en [declaraciones a la cadena CNBC](#), dice:

“BlackRock y otras gestoras de fondos de inversión han formado un cartel con los que luchan contra los impactos del cambio climático, para oponerse a invertir, y desinvertir, en empresas de combustibles fósiles, lo cual es el causante de los elevados precios de la gasolina”.

Esta argumentación contiene varias falacias. Parece ser poco conocedor de cómo funcionan los mercados financieros y los de la gasolina. En primer lugar, *BlackRock* y otros gestores de fondos compran y venden sus acciones en los mercados; para cada comprador un vendedor. **Como consecuencia de las transacciones en los mercados financieros, las empresas no reciben dinero alguno para hacer sus inversiones**. El financiamiento para sus inversiones de capital proviene mayormente de sus propias ganancias y de **préstamos de instituciones financieras**, no de nuevas

emisiones de acciones en los mercados, que estas empresas no suelen hacer.

Lo mismo sucede con la desinversión; cuando estos gestores deciden vender las acciones que poseen en estas empresas (que *BlackRock* no lo hace), se las venden a un comprador, que muy posiblemente le interese más la prosperidad económica de esas empresas y que sea enemigo de la lucha contra el cambio climático. Si la desinversión ocurriera, podría tener un efecto, muy menor, sobre el valor de las acciones en el mercado, lo que potencialmente aumentaría el costo del capital en nuevas emisiones (¡que no hace!). Pero ello requeriría que se vendiesen grandes cantidades en forma simultánea, lo cual no les interesa hacer a los “desinversores”, ya que perderían valor de venta, y si lo hacen, venden poco a poco, sin afectar los precios. **Podría tener un efecto sobre el costo de los préstamos, al considerarse estos más arriesgados, pero ello ya ha sido incorporado en el costo por las instituciones financieras.** El riesgo no ha surgido de la noche a la mañana.

Y más bien es al revés de lo que alega. A principios del 2022, *BlackRock* anunció que **no votará más a favor de resoluciones en las asambleas generales de accionistas en temas de cambio climático, por cuanto tienden a poner restricciones sobre la capacidad de actuación de los consejos, y ello va en contra de los intereses financieros de sus clientes.** Para mitigar el efecto reputacional, alegan que prefieren negociar sus posiciones directamente con los dirigentes.

Y aun si el senador tuviera razón, ello no justificaría el aumento del precio de la gasolina, **que ha subido en forma muy desproporcionada con respecto al valor del crudo. Hay que recordar que el precio de la gasolina está compuesto en gran parte por el costo de transporte del crudo y la gasolina, de la refinación, de la comercialización y los impuestos.** Y el cambio en el precio no debe ser simultáneo, ya que pasan varios meses desde que se paga por un barril de crudo hasta que este se convierte en derivados, incluyendo gasolina y diésel, en la estación de servicio. **Es otro caso de *greedflation*,** de aprovechamiento de las necesidades de la población, de los efectos de la incertidumbre alentada por la guerra, más que por los efectos de la lucha contra el cambio climático.

El aumento del precio de la gasolina ocurre durante el 2022, y la lucha contra el cambio climática ya tiene décadas en marcha. **Es difícil encontrar causalidad.** ¿Tendrá algo que ver la guerra en Ucrania y el aumento del consumo de energía de petróleo y gas en particular, tras la recuperación de la pandemia?

Y al aumentar el precio de la gasolina, las empresas integradas verticalmente (extracción, refinación y comercialización) tienen ganancias extraordinarias, lo que les proporciona amplios recursos para expandir su producción sin preocuparse de lo que piensan los mercados financieros. El beneficio neto de estas empresas se duplicó durante el 2022, hasta llegar a US\$4 billones (millones de millones). No necesitan préstamos ni emisiones de capital.

Si el senador estuviera en lo cierto, y el aumento en los precios de la gasolina fuera consecuencia de la lucha contra el cambio climático, **estas empresas deberían promoverla, ya que, paradójicamente, las conduce a beneficios extraordinarios.**

Como en el caso anterior, el senador está muy equivocado. Sin embargo, todos estos

argumentos no lo convencerían, aun si estuviera dispuesto a escucharlos. **Pero es senador, y vota contra las medidas para mitigar el cambio climático** y a favor de las que comentamos a continuación.

III. ¿Y si hay que prohibir la responsabilidad por ley...?

Prohibir la sostenibilidad por leyes, regulaciones y presiones estatales solo se ve en EE. UU.; es ideológico y **no es generalizable a otros países, pero es ilustrativo del pensamiento y hasta a dónde llegan los opositores.**

En un artículo anterior¹ comentábamos las medidas que algunos Estados estaban tomando para contrarrestar acciones tendentes a la sostenibilidad empresarial y ambiental. Un Estado exigía a la calificadora *S&PGlobal* que **dejase de incorporar criterios de sostenibilidad en sus evaluaciones de la calidad crediticia de los instrumentos financieros del Estado**, tratando de negar el impacto que ello tiene en los riesgos financieros. Un Estado aprobó una ley que prohíbe a sus instituciones públicas **hacer negocios con instituciones financieras que no financien combustibles fósiles**. Y otros dos lo hicieron con aquellas que tengan alguna política o práctica que discrimine en contra de los **productores de armas** y las asociaciones que las promueven.

Lejos de ser casos aislados, [se están expandiendo a otros temas y otros Estados](#). Durante el 2022 se consideraron más de 44 legislaciones (menos de una docena en el 2021), en 17 Estados liderados por el Partido Republicano, que penalizan políticas empresariales en temas como diversidad, cambio climático, control de armas y acceso al aborto, entre otros.

Los Estados de West Virginia y Arkansas han limitado sus negocios con *BlackRock*, por su apoyo a la lucha contra el **cambio climático** (que, como vimos con anterioridad, no es que sea muy activista). **La empresa se apresuró a enfatizar que continúa invirtiendo en empresas dedicadas a los combustibles fósiles**. Y el Estado de West Virginia ha prohibido a sus dependencias hacer negocios con Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley and Wells Fargo, por dejar de financiar el carbón.

En el Estado de Florida se ha propuesto una ley que **limitaría la capacidad de las empresas de requerir a sus empleados que tomen entrenamiento en temas de diversidad**, equidad e inclusión, o temas que hagan sentir “culpabilidad” o “angustia” a los miembros de una raza por acciones de discriminación en el pasado. “Y se está considerando una regulación que **prohibiría a los fondos de pensiones del Estado considerar criterios ASG** en la selección de sus inversiones, debiendo limitarse a la maximización del rendimiento” (esto se consideró, a nivel nacional, por el anterior gobierno, pero ha sido revertido por el actual).

Ante la eliminación del derecho al **aborto** por parte de la Corte Suprema, muchos Estados gobernados por el Partido Republicano están activando legislaciones existentes, pero suspendidas, y aprobando nuevas contra el aborto, lo que ha llevado a muchas empresas a cubrir o compensar los gastos para obtenerlo en Estados vecinos donde esté permitido,

1. En el artículo [Politización de la sostenibilidad: ¡Alucinante!](#) ya habíamos comentado algunas de estas acciones.

como parte de sus beneficios sociales. Pero en algunos Estados, como Texas, se está considerando la **prohibición de hacer negocios del sector público con empresas que faciliten el proceso.**

Los Estados liderados por el Partido Demócrata están considerando medidas en el sentido contrario, de penalizar a empresas por comportamientos que atenten contra la sostenibilidad. Por ejemplo, el Estado de Washington está pensando en una penalización a las empresas por su contribución a las emisiones, y California está considerando prohibir a los fondos de pensiones de sus empleados, de los más grandes del mundo, invertir en empresas de combustibles fósiles. Pero estas medidas palidecen frente a la perseverancia y activismo de los Estados republicanos.

IV. ¿En broma?

Un banquero le dijo a los que promueven la responsabilidad ante la sociedad:

El ciclista es un desastre para la economía del país: no compra vehículos, no pide préstamos para comprarlos, no compra pólizas de seguros, no compra combustible, no paga por el mantenimiento del vehículo, no necesita reparaciones (las de la bicicleta las suele hacer el(ella) mism@), no paga por estacionamiento, no causa accidentes graves, no necesita autopistas.

No engorda. Los saludables no son necesarios ni útiles para la economía. No necesitan de médicos ni de hospitales, no compran medicamentos.

No añaden nada al producto interno bruto de la economía.

Por el contrario, cada nueva tienda de McDonald's crea por lo menos 30 empleos: 10 cardiólogos, 10 dentistas, 10 nutricionistas, además de los que trabajan en la tienda, que suelen ser de menores ingresos, y sus suplidores.

Escoge bien: ¿una bicicleta o ir al McDonald's?

Y los que caminan son todavía peores, ni siquiera compran una bicicleta.

V. ¡En serio!

Quisiéramos que se cambiara rápidamente de la situación actual a una ideal, donde las empresas son responsables, los gobiernos tienen políticas que promueven la sostenibilidad empresarial y la ambiental y la sociedad reacciona favoreciéndolas. Pero hay que reconocer que el proceso es lento y a muy largo plazo. **El cambio que es necesario tiene consecuencias críticas para la economía, el empleo, el crecimiento económico y el mismo bienestar social, y como todo cambio, tiene ganadores y perdedores, y estos lucharán para impedirlo,** como hemos comentado antes. Hay que diseñar las acciones de todas las partes para llegar a la situación deseada, pero no podemos pensar que es sencillo. **Hay que diseñar, además, el proceso de la transición, que incluye vencer múltiples obstáculos.**

Un buen ejemplo es el cambio necesario de modelo energético actual a uno de cero emisiones. Pero **el cambio requiere de transformaciones, no solo tecnológicas,**

que son bien conocidas; económicas, que lo son menos, pero además sociales, que son subestimadas. Se crearán muchos empleos, pero se perderán otros, y no todos están capacitados para la transición. Surgirán empresas, pero desaparecerán otras. Es cierto que en el agregado la economía y la sociedad estarán mejor, pero a nivel desagregado, individual, se tendrán impactos sociales y económicos que se deben mitigar².

En esto debemos aplicar **la lección aprendida (¿aprendida?) con el caso de la globalización.** La apertura de los mercados de productos y servicios, el libre tránsito de personas, la localización de la producción donde tiene ventajas comparativas, etc., contribuyó al progreso económico. Era el argumento que usaban los expertos, pero que no tomaba en cuenta el impacto sobre grupos de personas afectadas, que no entendían ese lenguaje. **Hubo ganadores y perdedores, pero ni los primeros, ni los gobiernos, compensaron a los perdedores, lo que llevó al resurgimiento del nacional-populismo, del localismo, de sentimientos antiinmigración, antimultinacionales, entre otros efectos**³. Y llevó al Brexit y a la elección de políticos populistas.

Con esto no queremos decir que no se debe perseguir el ideal, pero hay que estar consciente de **que el camino no es automático** y que tiene consecuencias económicas y sociales que deben ser gestionadas, no ignoradas.

². Esto es parte de la razón por la cual en la Unión Europea se ha aceptado considerar la energía nuclear y el gas como parte de la Taxonomía Verde, que no son verdes *per se*, pero permiten el tránsito del marrón al verde que necesitamos: ¿economía khaki?). De la noche a la mañana, alcanzar el verde no es ni física, ni social, ni económicamente factible.

³. Ver el análisis en *Populismo, nacionalismo, confianza y responsabilidad de la empresa. 1.ª parte: El círculo vicioso populismo-desconfianza*, y 2.ª parte: *La RSE en tiempos revueltos*, capítulos VII.1 y VII.2 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Capítulo I.8

La sostenibilidad empresarial es un juego: *The Economist* vuelve a sus andanzas

El periódico (así prefieren llamarse, no revista) *The Economist* publicó, en su edición del 21 de julio del 2022, un **suplemento especial sobre la ASG: ESG investing. A broken idea**. Es el tercer suplemento especial sobre el tema que publica en los últimos 17 años, los dos primeros bajo la denominación RSE, y este como ASG¹. Cada uno de ellos ha despertado intensas reacciones por parte de sus lectores y del resto de la prensa especializada. Publicó, además, un extenso artículo, intermedio entre un artículo normal y un suplemento especial, **sobre el propósito de la empresa**, con motivo de la revisión de este por parte de la organización gremial *Business Roundtable*²⁻³.

Es uno de los periódicos sobre temas económicos y políticos más influyentes del mundo, y por ello quien se interesa por el objeto de este suplemento no puede ignorarlo. **En general, la posición del periódico ha sido la defensa de la primacía de los accionistas, y que las actividades relacionadas con la responsabilidad de la empresa ante la sociedad son una distracción**. La intensidad de su posición ha ido variando con el tiempo, y a partir de mediados de la década del decenio reconoció el papel que la empresa debe tener en la sociedad, pero siempre con la mirada puesta en el *greenwashing* y en los que se aprovechan del entorno para su beneficio. En el suplemento que comentamos en este artículo **se ha recrudecido su escepticismo, tanto del papel de las empresas, pero sobre todo el de la industria que gira a su alrededor**.

En este artículo comentaremos los principales argumentos que se hacen a favor y en contra, pero sobre todo de la industria que la envuelve y se aprovecha de ella.

1. En los 15 años del blog hemos publicado cuatro artículos, comentando artículos de *The Economist* sobre la RSE. Uno de ellos inauguraba el blog, el 19 de enero del 2008, **La conversión de *The Economist***, donde comentaba la moderación de su opinión sobre la responsabilidad empresarial en un informe especial semejante al que comentamos ahora, **How Good should your business be?**, del 17 de enero del 2008. El primero de su serie, **The Good Company: A Skeptical look at Corporate Social Responsibility**, 22 de enero del 2005, fue muy crítico sobre la responsabilidad empresarial, y despertó una gran reacción entre los académicos y profesionales del tema, y eventualmente una moderación de su opinión. Sobre los dos suplementos y demás artículos publicados en el periódico he escrito, además: **The Economist, Porter y Kramer y la RSE**, 13 de marzo del 2011; **El papel de la empresa en la sociedad: Por qué *The Economist* y Warren Buffett están equivocados**, 22 de marzo del 2020; **Friedman, *The Economist* y la perpetuación del pasado**, 19 de septiembre del 2020.

2. **What are Companies for: Big business is beginning to accept broader social responsibilities**, 24 de agosto del 2019. En este hicieron un análisis de muchas de las posiciones sobre el tema, de una manera mucho más equilibrada que en los tres suplementos. Incluyó, además, un video de 24 minutos.

3. Sobre esto ver mi artículo **El propósito de la empresa responsable: ¿punto de inflexión? ¿Se consolida?**, capítulo II.6 del volumen VI de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Advertencia: Usaremos el término ASG, porque es el que usa *The Economist*, aunque la discusión se refiere a la **sostenibilidad empresarial (responsabilidad de las empresas) y ambiental (responsabilidad compartida con gobiernos y sociedad)**, y no a los criterios A, S y G (imperfectos, incompletos!), que se usan para evaluar esa sostenibilidad.

I. Posición de The Economist

El mensaje central y las objeciones están expresados en el artículo introductorio (*leader*), que comentamos a continuación. El suplemento contiene, además, ocho artículos sobre temas específicos, que comentaremos más adelante.

Subtítulo: ESG: Tres letras que no salvarán al planeta (*Three letters that won't save the planet*). Las letras no salvan al planeta, son las acciones las que tienen el potencial de hacerlo (perdón, querido lector, si se me va la mano con el sarcasmo, pero me he contagiado del lenguaje del periódico y no pude resistir la tentación)⁴.

Mensaje central: Ignorar la S y la G y concentrarse solo en la E (A en español), y limitarla a Emisiones, no incluir el resto del medioambiente, como agua, biodiversidad, etc.

¿Por qué?: Menciona tres razones, todas ellas ya muy analizadas en la literatura: (1) Porque ASG mezcla demasiadas cosas, que hacen imposibles las compensaciones (*tradeoffs*) entre los diferentes aspectos del comportamiento; (2) que no se puede demostrar que la responsabilidad sea más rentable, y (3) que hay inconsistencias entre los *ratings* de sostenibilidad. **¡Nada nuevo!**

Otros culpables: En los artículos del cuerpo del suplemento hace críticas a actores que giran alrededor de la implementación de la responsabilidad de las empresas, su ecosistema⁵, en particular de los gestores de fondos, inversionistas, agencias de calificación, directivos y reguladores, que analizaremos con más detalle.

El suplemento repite argumentos y ejemplos ampliamente conocidos por los profesionales de la sostenibilidad, y **no añade nada nuevo al conocimiento, pero es una buena compilación**⁶.

II. Su propuesta es una capitulación

Su solución:

La solución es sacar la S y la G de la ASG. Son vagas, difíciles de cuantificar, y no hay consenso sobre la mejor manera de conducir una sociedad o las empresas.

4. Reflejado en el lenguaje que usa. Por ejemplo: la integración de la ASG en el análisis de inversiones responsables va “**de alharaca a estupideces**”, la inversión responsable es “un negocio que comenzó con **clérigos en sandalias** haciendo inversiones éticas”, la inversión responsable es “**bombo publicitario, mareo de relaciones públicas y promesas hipócritas**”, las empresas de contabilidad están contratando aceleradamente al acercarse la “**gallina de los huevos de oro**” y las regulaciones son una “**garantía de pleno empleo para contadores y consultores**”.

5. En *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, capítulo II.1 de este volumen, analizábamos este ecosistema y sus incentivos, para obtener **conclusiones muy similares** a las que llega el periódico en este suplemento.

6. La prueba de que no dice nada nuevo está en esta extensa lista de notas al pie de página, donde en el pasado he analizado casi todas sus observaciones (lector: perdona mi arrogancia).

Hay mayor acuerdo sobre los requerimientos para un medioambiente saludable, y crearlo es ya un reto suficientemente amplio para el sistema financiero, sin tener que resolver todos los problemas de la sociedad y de las empresas. Además, la E debe concentrarse en las emisiones: un sistema amplio y estandarizado de reporte de las emisiones es mucho más factible que capturar la suma total de los impactos de las empresas, para bien o para mal, sobre el resto de la sociedad (énfasis añadido).

O sea que la solución es ignorar lo que es complicado y difícil de medir. Y aquí es oportuno recordar aquello atribuido a Einstein: “No todo lo que se puede medir cuenta, ni todo lo que cuenta se puede medir”⁷. **Reducir la ASG (la sostenibilidad empresarial y ambiental) a las emisiones sería una capitulación** o, siendo benévolo, si no ignorasen la S y la G, sería una **separación en dos disciplinas**: la física, medible con instrumentos, y la humana, el resto de los impactos, subjetivos o no, medibles, pero no con instrumentos físicos.

El criterio para *The Economist* no es relevancia, ni impacto, es capacidad de medición. Se apoya en el lema caduco de la gestión, “lo que no se puede medir no se puede gestionar”. **¡Qué estrategia de gestión!**⁸. **Solo falta que digamos que las empresas pueden ser gestionadas por robots/computadores.**

Es muy cierto que la correspondiente a la primera parte, la E, **es más objetiva, menos sujeta a manipulaciones (pero no exenta) que la segunda, que depende de opiniones**, subjetiva, con interacciones entre seres humanos, apoyándose en valores morales, no exentos de emoción, no físicos y de impacto financiero incierto o difícil de evaluar.

Pero este no puede ser un argumento para ignorar un gran **número de impactos negativos** más allá de las emisiones, por parte de las empresas, y las contribuciones que pueden y deben hacer en el entorno que operan. **No podemos sustraer a las empresas de su realidad humana e institucional, de ser parte de la sociedad y del medioambiente.**

Esto destaca uno de los grandes problemas de utilizar las tres letras, A, S y G, como sinónimo de la sostenibilidad, como un concepto integral que expresábamos antes. Es pernicioso. No todo es reactivo, negativo. Expresado en tres letras, parece que son tres conceptos separables, independientes, numéricos. Y ello se refleja en las ampliamente conocidas deficiencias de las calificaciones de sostenibilidad usando estos tres criterios, como comentamos más adelante. Se presta a quitar los “incómodos”. Así de sencillo, como la portada:



7. Ver los artículos *¿Cuánto vale tu madre?: relevancia versus medición*, capítulo 1.5 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y *No todo lo que se puede contar cuenta, ni todo lo que cuenta se puede contar*, capítulo III.4 del **volumen I**.

8. En función del “menosprecio” que se le da a la S en el capítulo VI.4 de este volumen, *La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo*, proponíamos una reevaluación de su impacto.

Y esto también confirma **nuestra aseveración, no obvia, de que uno de los principales enemigos de la sostenibilidad es el cambio climático**. En el artículo citado en la nota al pie de página 5, alegábamos que le restaba atención a la sostenibilidad como estrategia integral de la empresa, en buena parte por ser más universal, más tangible. Ahora podemos añadir el problema de que **induce a la secesión**.

III. Análisis de las críticas

El cuerpo del suplemento analiza las deficiencias de ocho aspectos de la implementación de la ASG. Los considera para respaldar su recomendación de concentrarse en la E y desestimar la S y la G. **Si bien, en líneas generales, estamos de acuerdo con las críticas, creemos que no justifican su conclusión, sino más bien la necesidad de corregirlas para una consideración integral y beneficiosa para la sociedad y el medioambiente de las actuaciones empresariales. Su posición es: eliminemos lo que se presta a abuso. La nuestra es: mantengamos lo relevante y eliminemos el abuso antes de rendirnos**. La gran mayoría de las críticas las hemos analizado en otros artículos, por lo que no nos extenderemos y referiremos al lector en las notas al pie de página.

1. Inversión ASG: hay que hacer limpieza (*ESG investing: In need of a clean-up*)

Las críticas en esta sección se refieren a la ligereza con la cual se constituyen fondos de inversión con criterios ASG, la falta de información confiable, la inconsistencia entre las calificaciones ASG y el aprovechamiento de los gestores de la gran confusión sobre lo que es ASG⁹. Son de las críticas más difundidas. Como ejemplo, recuerda los problemas de la gestora DWS, que está siendo investigada por calificación impropia de sus fondos¹⁰. Para destacar la ironía, también cita los esfuerzos de algunas gestoras para que se considerasen los armamentos como socialmente responsables¹¹. De manera implícita, critica la hipocresía de los gestores e inversionistas que se preocupan del impacto del cambio climático en las finanzas de la empresa y no sobre el medioambiente. Si bien no lo menciona, es lo que consideran las propuestas de los estándares internacionales del ISSB (materialidad financiera), pero no del impacto de las empresas sobre el cambio climático (doble materialidad), como lo proponen los estándares de la Comisión Europea.

Estamos de acuerdo con estas críticas, pero **no ofrecen solución alguna. La nuestra es abandonar los criterios ASG como base para la constitución de fondos responsables, y hacerlo más riguroso con los criterios de inversión responsable**, que incluyen análisis específicos de los valores negociables que se deben incluir, mucho más allá de la utilización de calificaciones incoherentes y a veces impertinentes, llevadas a cabo por terceros. **Nuestra propuesta la hemos hecho en dos artículos, y son: (1) moverse de la inversión con base en ASG a hacerlo basándose en ISR¹², y (2) la creación del grado de sostenibilidad para las inversiones¹³**.

9. Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

10. Ver *¿Y si el greenwashing fuera un crimen? La redada a las oficinas de DWS*, capítulo VIII.2 de este volumen.

11. Ver *¿Son las empresas de armamento socialmente responsables?*

2. Gestores de activos: el complejo de la salvación (Asset managers: The saviour complex)

Es un popurrí de consideraciones sin un denominador común, salvo alegar que la gestión de activos ASG no tiene el impacto que se suele alegar. El centro de las críticas son los esfuerzos de los gestores de fondos de aumentar el volumen de activos bajo administración, con el objeto de mejorar sus ingresos por comisiones, ya que en los fondos ASG se suelen cobrar montos superiores a los de los fondos convencionales (50 % más, en promedio); si bien implican mayores costos, son más rentables. Menciona como paliativo a algunos de los problemas, los esfuerzos de la Comisión Europea en exigir mayor transparencia en la clasificación de los fondos y la consideración de los intereses específicos de los inversionistas. También considera el **impacto relativo de la desinversión** como manera de “penalizar” a las empresas irresponsables, lo cual tiene poco impacto sobre el costo de capital de las empresas. Prefieren mantener las inversiones e involucrarse directamente con los consejos ¹⁴.

En el artículo final se ofrece una sugerencia, que es apropiada para esta sección, sobre los gestores de fondos:

*Los gestores de fondos deberían ofrecer productos a la medida, que fueran diseñados para cada grupo de inversionistas: fondos de clima para los que estén interesados en reducir las emisiones de carbono; fondos sociales para aquellos interesados en capital humano, y fondos de gobernanza para aquellos preocupados por la mala gestión. Si quieren vender productos que pongan la sostenibilidad por encima de las otras consideraciones, deberían ofrecer fondos comercializados como de **impacto**, sin prometer elevados rendimientos (énfasis añadido).*

En líneas generales la sugerencia es buena, ya que permite enfocar la selección de los valores que se van a invertir con base en criterios más concretos, y evita tener, como ahora, que mezclar A con S, con G, valores que tienen algo de A, pero poco de S, o malo de G, por ejemplo. Hay ya millares de estos fondos en el mercado, nada nuevo. **El inversionista podría conformar su propia cartera con fondos de los tipos que quiera, A, S y G, en vez de tener que adquirir un fondo consolidado ASG, mezclado por el gestor. Pero permanece el problema de si los criterios A, S o G reflejan la responsabilidad de las empresas** (ver la sección sobre las calificadoras).

Y al implicar que los “fondos de impacto” cubren todo confunde, ya que pueden ser también específicos a A, S o G. Pero lo importante para la inversión responsable es que los “fondos de impacto” pertenecen a una categoría diferente a los fondos ASG, ya que seleccionan los valores/proyectos en función del impacto esperado a posteriori, con compromiso por parte de los gestores, no con base en criterios numéricos, genéricos, que supuestamente tienen esos valores ex ante. Pertenecen a la categoría ISR, de nuestra propuesta en la sección anterior.

12. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?* capítulo VIII.6 de este volumen.

13. Habíamos hecho esta propuesta en *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

14. Ver *¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?*, capítulo VIII.3 de este volumen.

3. Comisiones de los fondos ASG: cómo cobrar más (*ESG fund fees: How to charge more*)

Este artículo reitera el precedente sobre la presión de los gestores para colocar fondos con criterios ASG para mejorar sus ingresos, ya que suelen tener mayores comisiones. Nada destacable.

4. Inversionistas: el cálido resplandor (*Investors: The warm glow*)

Por el título podría suponerse que se trataría sobre la motivación de invertir en fondos ASG para sentirse mejor, pero en realidad es un **análisis sobre los rendimientos relativos de estas inversiones versus las convencionales. El subtítulo lo resume muy bien: “es un mito que las inversiones ASG rinden más. No puedes tenerlo todo”**. Hace una comparación, a nivel de EE. UU., Europa y el agregado mundial de los rendimientos en los tres años del 2020 y lo que va del 2022. Es muy oportuno que considere periodos de subidas y bajadas generalizadas en las bolsas. La principal conclusión es que en la época de bonanza los fondos ASG tendieron a obtener mejores rendimientos, pero en la bajada los tuvieron los convencionales.

La explicación está, en parte, en las mayores proporciones de inversiones en empresas que rinden más en épocas de crecimiento económico, como las tecnológicas, y menores en empresas que son consideradas irresponsables por algunos fondos, como las de combustibles fósiles. También recuerda que las calificaciones de sostenibilidad son genéricas, mecánicas, y muchas veces no reflejan los aspectos materiales, y que un estudio demostró que las empresas que se concentran en los aspectos que les son materiales sí rinden más¹⁵.

Habíamos analizado lo mismo, con igual conclusión, en un artículo publicado antes de conocer este. Concluíamos que las diferencias en rendimientos se deben a varios factores, uno de los cuales es la sostenibilidad de los valores incluidos, pero hay otros, como las proporciones invertidas en los diferentes sectores industriales, que no suelen ser separados en los análisis, **por lo que la atribución de la diferencia solamente a las calificaciones de sostenibilidad (¡que no la reflejan!) es dudosa**¹⁶. ¿Las empresas responsables son más rentables o por ser rentables son más responsables? **Al final todo puede atribuirse a la calidad de la gestión**¹⁷.

En efecto, las inversiones ASG no siempre rinden más en bolsa. La comparación adolece de muchas deficiencias. Pero ello no es un argumento en contra de la responsabilidad, como insinúa el artículo. **No distingue algo clave, como lo es el impacto en la rentabilidad a nivel de empresa individual,** cuya sostenibilidad es determinable, de la rentabilidad en bolsa de fondos que contienen de todo, con valores seleccionados de acuerdo con criterios dudosos¹⁸.

15. *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality.*

16. Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos, capítulo VIII.12 de este volumen.

17. Ver *¿Qué tienen en común la rentabilidad y la responsabilidad? ¡La buena gestión!*

18. Ver un análisis de esta diferencia en *Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad*, capítulo III.1 de este volumen, y en *Rentabilidad de la responsabilidad: cuatro estudios y mi opinión*, capítulo I.4 del volumen VI de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica.*

5. Empresas: internalizando las externalidades (*Companies: Internalizing the externalities*)

El artículo expresa la preocupación por el impacto de las emisiones en el cambio climático, en línea con el objeto del suplemento: concentrarse en la A, y en ello en las emisiones. En este caso sí ofrece recomendaciones, aunque no las llame así. **Hace un llamado a la medición y reporte de las externalidades negativas relacionadas con las emisiones** y, sorprendentemente para *The Economist*, un llamado a la obligatoriedad del reporte de las emisiones vía regulaciones.

Y recomienda su tema favorito: ponerle un precio al carbono, o sea, que los emisores paguen por su impacto. Con ello debería haber una tendencia, a largo plazo, al menor consumo de productos y servicios que contribuyen más, que se encarecerían en favor de los que contribuyen menos; por ejemplo, de combustibles fósiles a energía renovable. Ya existen en algunos países regulaciones, como **permisos de emisión (cuotas)**, que son comercializables en los mercados, de los que no los necesitan a los que quieren emitir más de su cuota.

Pero **ponerle precio al valor del carbono puede ser más efectivo, aunque es políticamente complicado**, sobre todo en la transición. Ha sido probado en algunos países, como Australia y provincias de Canadá, con los que recaudan recursos financieros que pueden ser invertidos, por ejemplo, en actividades de mitigación de los impactos del cambio climático o en compensar a los segmentos de la población más afectados por el cambio. La Unión Europea, que tiene regulaciones que limitan las emisiones, ha aprobado un arancel a las importaciones procedentes de países que no gravan esas emisiones, con base en su contribución a las emisiones, para contrarrestar los costos adicionales que representan las regulaciones para los productores locales.

6. Agencias de calificación: la señal y el ruido (*Rating agencies: The signal and the noise*)

Y aquí mi tema favorito: los efectos perniciosos de las calificaciones ASG para la sostenibilidad empresarial, sobre las inversiones responsables y el mal nombre que le dan a la sostenibilidad empresarial¹⁹. Se pasa revista a las deficiencias de las calificaciones y las diferencias de criterios entre las distintas agencias. Cada calificadora tiene su modelo de lo que cree que es importante, **que muchas veces no es lo material para la empresa**²⁰. Como respaldo mencionan un estudio, muy citado, que demuestra la baja correlación entre las diferentes calificaciones, como indicador de su poca confiabilidad, y lo contrastan con la alta correlación de las calificaciones de crédito²¹. Menciona, pero no respalda explícitamente, los esfuerzos de algunas instituciones supranacionales y nacionales en regular estas calificaciones, a pesar de la oposición de las calificadoras, lo cual es una posible solución al impacto pernicioso de las calificaciones²².

19. Hemos analizado estas deficiencias extensamente en *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

20. Ver mi análisis en *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1 de este volumen.

21. Este mismo análisis lo habíamos hecho en *¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

22. Ver las reseñas 6 y 7 en *Reseña de publicaciones sobre sostenibilidad. Primera parte: Finanzas sostenibles*.

7. Los reguladores: arrastrando su misión (*The regulators: Missionary creep*)

En la edición del 7 de junio se había publicado el artículo [What's gone wrong with the Committee to Save the Planet?](#), como un adelanto del suplemento, donde **se criticaban las actividades de un (inexistente) “comité” de CEO, bancos centrales y gestores de fondos** para promover la sostenibilidad del planeta: a los CEO, por opinar sobre “temas que no son centrales a su gestión”; a los bancos centrales, por pretender tomar en consideración el “comportamiento ambiental en la implementación de sus programas de apoyo a la deuda pública”, y a los gestores de fondos, por “considerar otras cosas que no sean la maximización de los rendimientos financieros para sus clientes”. **Ojalá las actividades de este “comité” fueran efectivas, pero son muy tímidas, a pesar de lo que diga *The Economist*.**

Pero en este suplemento es menos cínico, y es **favorable a la intensificación de las regulaciones, sobre todo en temas de diseminación de información sobre los impactos de las empresas en el cambio climático**, aunque no toma una posición firme. Nos recuerda la crítica a los economistas en el sentido de que sus posiciones son: “por una parte... pero por otra...”. **Pero solo le preocupa el tema ambiental.**

Ve con mejores ojos los esfuerzos de Europa que los de la SEC en EE. UU. El primer caso se desenvuelve dentro del contexto de la Comisión Europea, que si bien debe responder al Parlamento, están ambos más en sintonía que en EE. UU., donde la SEC tiene la oposición férrea en estos temas, del partido republicano y de los gobernadores de los Estados que controla. De cualquier manera, **ante la intensificación de los impactos y del interés por parte de la sociedad y de las mismas empresas de tener reglas claras, es muy probable que las acciones, los impactos y su información sean regulados a corto plazo.**

8. El futuro de la ASG: medir menos, pero mejor (*The future of ESG: Measure less, but better*)

El último de los artículos es un llamado a la mejora de la información y a su regulación, y refuerza sus argumentos anteriores, que se debe concentrar en **medir y, por ende, actuar sobre lo que es medible con mayor confiabilidad, lo físico, lo tangible, o sea, la E (A), y de esto las Emisiones, lo que facilitaría la implementación del precio del carbono como medida para cambiar patrones de consumo.**

Alega que el “conjunto ASG no es un buen instrumento de medición ni de gestión de riesgos... que está infectado por juicios de moral”, y contrapone su medición con la de la contabilidad financiera, “que es un modelo de claridad, que evita juicios morales e influencias políticas”.

Estas frases, que parecen inocuas, contienen una bomba: **no se deben incluir juicios morales ni consideraciones políticas. Es un exabrupto proponer suspender los juicios de moral, que no es lo mismo que ideología**, en algo que afecta en forma negativa a la sociedad y de manera muy diferencial a grupos de sus integrantes, y pretender que las decisiones en la sostenibilidad del planeta se pueden tomar con **criterios estrictamente economicistas, de costo-beneficio de lo**

medible. Una cosa es no permitir la interferencia de la política partidista, en cosas que afectan a la sociedad entera, cuyo efecto pernicioso está en evidencia en EE. UU., y **otra son las consideraciones de Política, con P mayúscula, necesaria en algunos casos para resolver conflictos de intereses.**

¿Solo lo medible, decisiones economicistas, ignorar la moral y la política?: un sesgo que los descalifica.

IV. “No tires el bebé con el agua sucia del baño”

Muchas de sus objeciones son válidas, pero no señalan el camino. La solución no es hacer la secesión de la A y menospreciar el impacto sobre la sociedad de la S y la G. La solución es reformar lo que es contraproducente, mucho de lo cual lo ha puntualizado el suplemento, y sobre lo que hay consenso en los promotores de la sostenibilidad.

Muchos de los integrantes de la industria alrededor de la sostenibilidad empresarial tienen incentivos perversos de mejorar su cuota de mercado y sus beneficios, que muchas veces son incompatibles con la promoción de la sostenibilidad.

Las calificadoras tienen un interés en promover sus modelos, no en la uniformización de criterios. Las consultoras, en mejorar su negocio; las proveedoras de información no tienen interés en la simplificación ni en la consolidación; los asociados con el reporte de la información tampoco tienen interés en la consolidación, hay más negocio en la diversidad. Los analistas financieros tienen interés en simplificarse el trabajo, por lo que los criterios ASG, perniciosos, y las calificaciones de terceros, aceptadas ciegamente, les son muy útiles. Los gestores de fondos tienen interés en la expansión del mercado, creando todo tipo de instrumentos, que se suponen responsables, para mejorar su cuota de mercado, independientemente de la contribución de ellos a la sostenibilidad. Hemos analizado estos incentivos perversos con más detalle en los artículos sobre **los trece enemigos de la sostenibilidad** (nota al pie de página número 5), por lo que solo los hemos puntualizado.

Ante esta situación del “mercado de la sostenibilidad empresarial”, afortunadamente hay un fuerte movimiento contra el *greenwashing* y a favor de la transparencia por parte de los reguladores. Se están desarrollando estándares de reporte que promoverán la transparencia y la honestidad; se están considerando propuestas para la regulación de las calificadoras de sostenibilidad; se están desarrollando propuestas en Europa y en EE. UU. sobre la transparencia en la información sobre productos de inversión, llegando inclusive a exigir a los gestores de fondos el analizar el conocimiento y preferencias por parte de los inversionistas (hoy muy abusados); se están preparando regulaciones sobre las denominaciones de los fondos y sus requerimientos de composición. Pero la misma **Comisión Europea no ayuda mucho al enfatizar en todo esto el cambio climático**, en detrimento de lo social y de gobernanza (hay taxonomía verde, pero la social y la de gobernanza están en suspenso; se preparan reglas más estrictas para los bonos verdes, pero no para los sociales y sostenibles).

Esto no resolverá todos los problemas, siempre quedará la ambigüedad de lo que es sostenibilidad y la diversidad de necesidades informativas por parte de los involucrados (véase, por ejemplo, la diferencia entre los estándares por parte del

ISSB y los de la Comisión Europea sobre la materialidad financiera y de impacto²³) y por la sociedad en general, pero la dirección es estimulante.

Y después de todo el énfasis en la separación de la A de la ASG, insinúa una posición conciliadora:

A pesar de todas sus deficiencias, puede ser mejor reformar que desear la ASG. En su esencia, es una misión crucial en la lucha para mejorar el capitalismo y mitigar el cambio climático: hacer a las empresas y sus dueños responsables por las externalidades negativas, por el impacto de la producción y consumo de sus productos sobre terceros, tales como la atmósfera. Al forzar a las empresas a reconocer las consecuencias involuntarias de muchas de sus actividades, la teoría es que tendrían un mayor incentivo para arreglarlas (énfasis añadido).

Interesante, pero el texto no se refiere a la ASG; sí define la sostenibilidad empresarial (diferente de la posición en otras partes del suplemento, como si fuera escrito a varias manos).

Y más que sacar la A de la ASG, lo que hay que hacer es deshacerse de toda la ASG. El nombre y lo que acarrea es pernicioso. Debemos cambiar de la utilización de criterios de calificación a la utilización de objetivos que van a ser logrados. La inversión de impacto y los bonos verdes sociales y sostenibles, que establecen los objetivos que se van a lograr y se comprometen a hacerlo, son **un buen ejemplo de la dirección que se debe seguir en la selección de las inversiones.** Y *The Economist* está de acuerdo con la eliminación, aunque no ofrece alternativa:

Idealmente, el término ASG debería ser eliminado. Es una amalgama de tres palabras, medioambiente, social y gobernanza, que suena más a un mantra piadoso que a una fuerza para el cambio: su reputación está ahora mancillada (énfasis añadido).

V. Adenda: lo ignorado

Y como dicen en inglés: ignoramos al elefante en la sala. Muy poco de la discusión en el mercado de las inversiones responsables, y nada en este suplemento, se centra en el impacto real, sobre el terreno, de esas inversiones, sean ASG o, mejor, ISR. Parece como si el impacto fuera automático.

Y es que los inmensos volúmenes de inversiones en los fondos **no tienen impacto directo sobre la sostenibilidad.** Los valores se transan en los mercados financieros secundarios, de comprador a vendedor, sin que las empresas reciban recursos financieros de todo el inmenso volumen de fondos y de transacciones. Solo en los contados casos de emisiones primarias, de acciones y de bonos verdes sociales y sostenibles, las empresas reciben recursos para sus inversiones, con las que pueden tener impacto... si las invierten en actividades de sostenibilidad. Y por supuesto, el nicho de mercado de inversiones de impacto, constituido con ese propósito.

23. Ver *Materialidad, doble materialidad y matriz de materialidad*, capítulo V.1 de este volumen.

Hay un efecto indirecto, y es el que todo esto puede estimular la responsabilidad empresarial, al querer la empresa ser partícipe de estos mercados, por reputación, por ampliar la liquidez de sus valores o por un eventual impacto en una reducción de su costo de capital (lo que no se ha demostrado de forma concluyente). Recomendamos al lector interesado en este tema ver algunos de nuestros artículos²⁴.

²⁴. Ver *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, capítulo VIII.8 de este volumen.

**Segunda parte:
Amigos, enemigos,
promotores y
detractores**

02

Segunda parte: Amigos, enemigos, promotores y detractores

Esta segunda parte incluye solo tres capítulos, aunque dos de ellos son extensos. El denominador común de los tres artículos es el contraste de posiciones entre los promotores y los detractores de la sostenibilidad empresarial, y los efectos potencialmente negativos de las actividades al parecer favorables de los participantes en ese mercado de la responsabilidad. Busca insertar realismo en una discusión que está distorsionada por posiciones que bordean en dogmas.

El primer capítulo, *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, analiza las actitudes de trece categorías de estos participantes, que pueden ser contraproducentes en el proceso de la implementación de la responsabilidad empresarial. Los califica de “enemigos” al analizar su potencial impacto negativo, no por su oposición deliberada, sino por los conflictos entre sus intereses y los de la responsabilidad empresarial, o bien por su indiferencia o desidia. El objetivo del capítulo es despertar la conciencia entre los interesados en la promoción de la responsabilidad sobre estos impactos, con el fin de que puedan tratar de mitigarlos. Todos los “enemigos” tienen el potencial de contribuir, pero hay que buscar alinear sus intereses individuales con los de la responsabilidad empresarial a nivel agregado.

El segundo capítulo, *Un compendio de la sostenibilidad empresarial en dieciséis generalizaciones falsas*, analiza las generalizaciones más comunes que hacen los detractores en contra de la sostenibilidad empresarial y lo que hacen los promotores a favor. Como tal, termina siendo un compendio de esa sostenibilidad. Analiza en detalle cada generalización, para mostrar que si bien tienen algo de verdad, también contienen falacias. Este es un tema que apenas está en sus comienzos, muy amplio y difuso, que impide que se logre consenso. Por otra parte, se ha popularizado rápidamente, y cuando algo se populariza, cae bajo el dominio de los aficionados y neófitos, que al no conocer los detalles generalizan, de modo que se pierde rigor y se propende a la confusión. Hay lugar para todo tipo de generalizaciones, por lo cual, para los interesados en su difusión e implementación, es necesario conocer la realidad en la que se desenvuelve y no hacerse ilusiones, encontrar una “tercera vía” de escepticismo ilustrado, centrada en esa realidad.

El último capítulo, *El movimiento anti-ASG llega a las viñetas: una visión mordaz, pero...*, analiza la extensión del movimiento anti-ASG (escépticos de la sostenibilidad empresarial) a medios de interés masivo, como lo son las viñetas, en este caso la del personaje Dilbert, que satiriza la vida en una empresa. Esta popularización extiende el alcance del movimiento desde medios especializados, de interés para personas involucradas en el tema, a medios populares, de interés para un público más amplio. En principio ello podría extender el apoyo al movimiento, pero es de notar que no es fácil para este público entender estas viñetas, que requieren de conocimientos relativamente especializados sobre calificaciones de sostenibilidad.

Capítulo II.1

Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial

Si este artículo no es controversial, si no despierta mucho interés, discusión y desacuerdos, no habré logrado mi objetivo disruptivo. Es una denuncia... suave.

En este capítulo se pasa revista a los trece principales (a lo mejor hay más, pero trece es un “buen” número) enemigos de la RSE, sin orden de prioridad (bueno, más o menos sí). Todos ellos la perjudican, en mayor o menor medida, siempre o a veces. Y por supuesto que hay excepciones a las generalizaciones que siguen. **Generalizar es peligroso y a veces contraproducente, pero si se gestiona con cuidado puede ser útil para llamar la atención e invitar a una consideración crítica del asunto.**

Todas las categorías tienen contribuciones positivas y negativas, y es necesario destacarlo. Para guiar la lectura, es oportuno recordar que se están enfatizando los aspectos relativamente negativos, **para invitar a la reflexión, al análisis crítico necesario para mejorar la situación.**

I. La RSE

El primer enemigo de la RSE es ella misma, por concepto difuso, por diseño. El problema es que quienes inventaron el concepto y quienes lo promovemos queremos que la responsabilidad de la empresa sea amplia. Se partió de una base muy estrecha de filantropía y luego se avanzó hacia la inversión social, y más adelante a “no hacer el mal”, y hemos querido llegar a que sea **la asunción de responsabilidad por los impactos de sus actividades** en el medioambiente y toda la sociedad, y no contentos con esto (el suscrito en particular), queremos que **también asuman responsabilidad por el bien que podrían/deberían hacer.** Y cuando lo analizamos con cuidado, **la asunción de esa responsabilidad es específica para cada empresa,** al contexto en que opera, al momento en el tiempo, a sus capacidades gerenciales y financieras, entre otros condicionantes¹, lo cual dificulta aún más la concreción del concepto.

Esto ha ocasionado una gran confusión, en gran parte porque esta ambición convierte el concepto en difuso, difícil de acotar, inmedible, sujeto a interpretaciones, y en gran parte porque los críticos se aprovechan de ello e insisten en mantener **visiones primitivas del concepto** y, como veremos más adelante, **proponer falsas alternativas.**

1. Ver *¿Cómo interpretar LA definición de la RSE?*, capítulo I.2 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Y sobre todo para los dirigentes que **se han educado y desarrollado con la idea de que lo que no se puede medir no cuenta². No todo lo que cuenta se puede medir**. No se puede, pero se pretende, comparar el beneficio neto, preparado de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados, o el rendimiento en bolsa, para las que cotizan, con valor agregado a la sociedad y el medioambiente, medido por un buen número de indicadores cuantitativos y cualitativos indirectos, no condensables en una sola cifra³.

Se prefiere una medición precisa pero menos relevante, a una medida relevante pero poco precisa, para medir la contribución de la empresa.

¡Y éramos pocos y parió la abuela! **Para potenciar la confusión, se le dan decenas de nombres diferentes con múltiples interpretaciones**. Mi colección parcial es de 36 nombres, sin contar las variaciones y permutaciones de partes de esos nombres (ninguna es invento mío):

¿Alguien quiere ponerle un nuevo nombre a la responsabilidad empresarial?		
Responsabilidad social de la empresa	Sostenibilidad	Medioambiente, Social y Gobernanza
Ciudadanía Corporativa	Triple Balance	Creación de Valor Compartido
CAPITALISMOS		
Capitalismo de los stakeholders	Capitalismo Consciente	Capitalismo Creativo
Capitalismo Cooperativo	Capitalismo Limpio	Capitalismo Responsable
Capitalismo Humanista	Capitalismo Sostenible	Capitalismo Comprometido
Capitalismo Múltiple	Capitalismo Progresivo	Capitalismo Regenerativo
Capitalismo Moral	Capitalismo Democrático	Capitalismo 2.0... 3.0... 4.0, etc.
Capitalismo Distributivo	Capitalismo Inclusivo	Capitalismo Ciudadano
ECONOMÍAS		
Economía Circular	Economía del Bien Común	Economía de la Mutualidad
Economía Social y Solidaria	Economía Verde	Economía de Impacto
Economía Colaborativa	Economía Naranja	Economía de la Comunidad
Economía Civil	Economía Azul	Economía Cordial

Autor: Antonio Vives

2. Ver *¿Cuánto vale tu madre?: relevancia versus medición*, capítulo 1.5 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

3. Ver mi extenso análisis en *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?, y Segunda parte: ¿cuántos debe haber?*, capítulos VI.5 y VI.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

¡No es de extrañar si estamos confundidos!

II. Consultores y “expertos”

Y buena parte de este problema se debe a los consultores y expertos, que **para diferenciarse y crear su nicho de mercado deben inventar diferentes enfoques y nombres**. Pero ello conduce a una mayor confusión y les da alas a los enemigos de la RSE. A pesar de las críticas que siguen a continuación, hay que reconocer que la gran mayoría son responsables, y no pretenden crear esa confusión. **Pero muchos anteponen el bien personal al bien común.**

Este grupo es muy amplio y variado. Comencemos con **los consultores en la preparación de informes de sostenibilidad**. Son contratados por las empresas y deberán promover sus intereses, y uno de los principales es presentar a la empresa en su mejor imagen, lo que **los lleva a una selectividad en la información que se reporta, reportando lo bueno y descartando lo menos bueno. Y algunos llegan al extremo de usar su pericia en facilitar y legitimar el *greenwashing***. ¿Alguno ha visto un informe de sostenibilidad donde se reporten las deficiencias de la empresa en su relación con la sociedad y el medioambiente?

A pesar de la existencia de decenas de códigos de deontología para los consultores en RSE (*ver uno aquí*), hay amplios márgenes de acción. El primer artículo de estos códigos **debería ser lo que se jura en los tribunales, decir la verdad, toda la verdad y nada más que la verdad, no ser selectivos.**

Y después están los **consultores que asesoran a las empresas en las estrategias e implementación de su responsabilidad** ante la sociedad. De nuevo, hay muchos que son responsables en el amplio sentido de la palabra, pero hay algunos que con **el objeto de promover su negocio incitan a las empresas a emprender actividades que tendrán poco o nulo impacto, que no son materiales, no priorizan**⁴. Ello puede llevar a la empresa a comprometer sus escasos recursos financieros y gerenciales en actividades que no rinden beneficios ni a corto ni a largo plazo. Y muchas empresas, sobre todo las pequeñas y medianas (PyME), requieren ver el impacto, **no tienen los recursos para esperar, deben acometer lo que les rinde, en el amplio sentido de la palabra. Pero para evitar supuestos errores de omisión, cometen errores de comisión.**

Y las grandes empresas de consultoría, que **promueven cualquier esquema de reporte que se proponga, porque, además de su “deber” de colaborar, detrás de ello hay un negocio millonario**. Están involucradas en casi todas las propuestas en consideración. Uno de los más respetados expertos en información sobre sostenibilidad, Elaine Cohen, escribió: “...si yo fuera un contador diseñaría un esquema para medir la sostenibilidad lo suficientemente **diferente** como para que fuera noticia... para luego ganar toneladas de dinero **asesorando** a clientes... para que **adopten** mi esquema y **verificar** su aplicación”⁵. Cínico, pero muy certero.

4. Ver *¿Hay que hacer de todo?: sobre los riesgos de generalizar en RSE*, capítulo I.7 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

5. En su artículo ***The Enlightenment According to the Big Four. Not***, donde analiza la propuesta del esquema de reporte del *World Economic Forum*.

Y los “expertos”, entre comillas. El elevado interés, en las dos últimas décadas, en temas de responsabilidad empresarial ha dado lugar a una **proliferación de cursos, maestrías, diplomados, conferencias, seminarios, webinars, etc.**, con un amplio espectro de calidad. Desde presenciales de uno o dos años en universidades reputadas, a certificados de varias semanas, a cursos *online* de algunas horas, dictados por consultores. **Muchos de estos gradúan “expertos” entre comillas, en tiempo récord, que muchas veces se dedican a la consultoría.** Es más complicado encontrar trabajo en una empresa.

Con los conocimientos adquiridos en breve tiempo, y **muchas veces a través de un laptop y el internet, se han convertido en expertos capaces de asesorar a las empresas, sin haber trabajado nunca en una de ellas**, no habiendo lidiado con las contradicciones internas, el conflicto de intereses, la escasez de recursos, las reducidas capacidades gerenciales, el escepticismo de los dirigentes. Creen que todo es posible. **Han aprendido sobre el “debería ser”,** lo ideal de la responsabilidad empresarial que le han enseñado los cursos, han descubierto la rueda. **Ahora saben lo que no sabían hace unos meses, y si ellos no lo sabían, suponen, sin darse cuenta, que nadie más lo sabe, que tienen un conocimiento casi exclusivo, superior. Ello banaliza la RSE.**

Estos nuevos expertos suelen atender el mercado de las PyME, a las que **recomiendan emprender actividades que pueden no coincidir con sus necesidades y capacidades.** Por ejemplo, acabando de estudiar los estándares de reporte, y en algunos casos habiendo obtenido alguna certificación, recomiendan a una PyME que prepare un informe de sostenibilidad usando estos estándares, sin considerar si tal informe es la mejor estrategia de gestión y comunicación de la sostenibilidad para el pequeño grupo, a lo mejor poco activo, de sus *stakeholders*. **Ello puede contribuir a la decepción, confusión y frustración de esas empresas sobre la sostenibilidad, y a abandonar sus esfuerzos.**

Este no es un caso hipotético, se trata de casos reales. **Véanse las cualificaciones de algunos “expertos”, listadas en LinkedIn.** Y si ello ha dado lugar a una viñeta como esta, es porque existe una percepción extendida sobre estos “expertos”.

Con esto no queremos decir que todos los “expertos” son enemigos de la RSE, todo lo contrario, son los que la hacen avanzar. Pero **hay que hacerlo con responsabilidad, con experiencia, con humildad.** Y a los que se sientan aludidos, les **recomiendo leer, estudiar, aprender, adquirir experiencia,** analizar las posiciones de otros expertos. No siempre innovar requiere inventar algo nuevo; muchas veces consiste en la aplicación oportuna y adecuada de la tecnología y conceptos ya desarrollados, adaptándolos a la situación que enfrentan.

Disculpas a los que son expertos, sin comillas, legítimos. Pagan justos por pecadores.

III. La industria de la información sobre sostenibilidad

Dado el creciente interés en la responsabilidad empresarial, sobre todo en los mercados financieros, se ha **desarrollado una muy extendida industria alrededor de la información sobre las actividades de las empresas. Incluye millares de**

empresas e instituciones en la recopilación, agregación y distribución de información básica, productoras de estándares de reporte, empresas calificadoras, productoras de índices de sostenibilidad, consultoras en producción de informes, consultoras en agregación de información, consultoras en el uso de la información y medios de difusión, instituciones que producen premios y distintivos, entre otras corporaciones.

Solo como un ejemplo de la dispersión, podemos mencionar que uno de los principales proveedores de índices, el MSCI, ha desarrollado más de **1500 índices ESG**. El sitio [Reporting Exchange](#), del *World Business Council for Sustainable Development*, lista **más de 1400 indicadores, más de 2000 esquemas de reporte y más de 650 instituciones de calificación**, clasificación e índices de sostenibilidad.

Cada una de estas empresas e instituciones quiere proteger su nicho de mercado, y para ello desarrollan sus **propios indicadores y sus modelos privados de lo que es sostenibilidad**, lo que resulta en grandes **diferencias en los reportes y en las calificaciones de una misma empresa entre distintas calificadoras. Ello crea confusión en la comunidad de usuarios y le quita credibilidad a las calificaciones y a la misma sostenibilidad empresarial**. Pocas veces el usuario analiza qué hay detrás de la calificación, quiere la información lista para guiar sus decisiones de inversiones o recomendaciones⁶.

IV. Cambio climático

Sí, querido lector, el cambio climático es un enemigo de la RSE. ¿Paradoja? Si bien la mitigación del impacto de las actividades empresariales sobre el cambio climático es parte de su responsabilidad, la atención que se le brinda **a nivel global** conspira contra la RSE entendida como un concepto más amplio. Después de la aceleración de sus impactos sobre el clima, del Acuerdo de París, su inclusión en los ODS, el énfasis en la Unión Europea con el Pacto Verde Europeo, el interés de las instituciones financieras, el cambio climático es **un nuevo nicho de mercado, se ha priorizado, es la moda. Es el tema favorito de los medios de comunicación formales**.

Y sobre todo porque **cuando muchos hablan de “sostenibilidad”, se refieren solamente a temas ambientales, y en particular a cambio climático, perpetuando la idea entre los no informados. Ello contribuye a relegar a la más integral RSE a un segundo plano**. Es más sexy hablar de cambio climático, es más fácil medir el impacto, se pueden “contar” las emisiones de gases de efecto invernadero. De hecho, dentro de los esquemas/estándares de reporte sobre sostenibilidad **se han desarrollado varios, en particular para el tema, separados de los generales, que cubren todos los impactos**. Y uno de ellos ha sido especialmente diseñado para reportar sobre la exposición de las instituciones financieras al cambio climático, por cuanto se cree que es uno de los principales riesgos sistémicos del sistema financiero.

No hay estándares separados para los aspectos sociales y para los de gobernanza, estos forman parte del conjunto ASG, **pero el cambio climático es especial, y la “A”**

6. Ver el análisis comparativo de dos rankings de sostenibilidad en *Rankings de RSE/Sostenibilidad: cualquier coincidencia es pura coincidencia*, capítulo V.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

es más importante. Y otro buen ejemplo de la relegación es el reciente interés de la Comisión de Valores y Mercados de EE. UU., la SEC, con el cambio de gobierno en ese país, sobre los aspectos ASG (ESG en inglés). Su iniciativa y sitio se llaman “*Climate and ESG*”, no ESG a secas, como si el cambio climático no fuera parte de la “E”, pero quieren enfatizarlo.

El aspecto A (E) opaca los aspectos S y G, y le roba protagonismo e interés a la RSE en general y a estos dos en particular. Un ejemplo paradigmático de que el cambio climático se ha convertido en enemigo de la RSE es que el periódico *The Economist* publicó un **suplemento especial sobre la ASG, donde proponía descartar la S y la G para concentrarse en la A**⁷.

Menos mal que la **pandemia** (¡perdón!) ha resucitado (¡perdón otra vez!) **el interés por los aspectos sociales de esa responsabilidad y ha puesto a las personas en el centro de atención.**

V. ODS y sus promotores

Otros de los grandes enemigos de la responsabilidad empresarial, que se constituyeron para promoverla, son el Pacto Mundial y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), que el Pacto gestiona. Como en el caso del cambio climático, esto puede parecer una paradoja. El Pacto Mundial desarrolló sus diez principios precisamente para promover la responsabilidad empresarial, y ha hecho una gran contribución, pero en el afán de promoción ha enfatizado la adhesión a los principios y ha descuidado el impacto, **lo que ha contribuido a que empresas poco responsables e irresponsables puedan presumir de adhesión, y usarla para lavar sus pecados,** ante la desidia del Pacto Mundial de desenmascararlas. Es cierto que expulsa a algunas empresas, pero mayormente por no reportar, no por ser irresponsables. Y hasta otorga premios que no estimulan comportamientos responsables, sino más bien el *greenwashing*⁸.

Si bien los ODS no fueron desarrollados para promover la responsabilidad empresarial, su objetivo es el avance del desarrollo sostenible a nivel global, resultó obvio, ante el fracaso de sus antecesores, los Objetivos del Desarrollo del Milenio (ODM), que **la participación de las empresas privadas era clave para su logro.** Pero aquí también el afán de promover la participación de las empresas ha llevado a sus administradores a **impulsar el reporte de contribuciones por parte de las empresas,** destacando las grandes oportunidades de negocio que engendran los ODS⁹.

Ello lo que ha estimulado es que las empresas busquen maneras de **aparecer contribuyendo,** y el resultado es **que terminan imputando acciones pasadas como si fueran contribuciones adicionales, incrementales.** Es muy fácil hacerlo, ya que los 17 ODS y sus 169 metas cubren todo el espectro posible de actividades de las empresas. Prácticamente **cualquier actividad de la empresa se puede decir que**

7. Ver el capítulo I.8 de este volumen, *La sostenibilidad empresarial es un juego: The Economist vuelve a sus andanzas.*

8. Ver *El Pacto Mundial otra vez (mal) otorgando premios*, capítulo III.2 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica.*

9. **Mis veintidós artículos sobre los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la RSE (a septiembre del 2020).**

contribuye a alguna de las 169 metas. Ello ha estimulado el greenwashing, ha priorizado el reporte sobre la acción¹⁰.

Y la presión por reportar contribuciones a los ODS distrae la atención de las empresas sobre lo que es en realidad material y de impacto en sus actividades. Todo esto ha conspirado contra la RSE, que no es lo mismo que desarrollo sostenible. Y si encuentran suficientes actividades del pasado, muchas veces las cotidianas, que atribuir una contribución a los ODS, **¿las exime ello de intensificar su responsabilidad de ahora en adelante?** A lo mejor explícitamente no, pero la satisfacción de “ya lo logrado” puede desestimular otras contribuciones positivas.

Sin embargo, es de notar que reconociendo esto, la ONU ha lanzado la iniciativa *SDG Ambition*, basada en [tres pilares](#): (1) hacer las contribuciones a los ODS como **parte del propósito, estrategia** y gobierno corporativo de la empresa; (2) **integrarlo en todas las actividades de la empresa**: productos y servicios, gestión del capital humano y en las decisiones de asignación de recursos financieros, y (3) **profundizar el involucramiento de los stakeholders**.

VI. Mercados financieros

Por mercados financieros entendemos las instituciones que tienen relación con las finanzas de la empresa: inversionistas, bancos y otras instituciones de crédito, asesores financieros, gestores de fondos, agencias de calificación crediticia y de sostenibilidad, etc. Estos mercados también pueden ser enemigos de la responsabilidad empresarial. **En general, salvo algunos nichos, son instituciones que tienen como objetivo asegurar la máxima rentabilidad de sus operaciones de inversión y financiamiento, lo cual puede llevar a que ejerzan presión sobre las empresas para que maximicen sus beneficios en detrimento de su responsabilidad ante la sociedad.**

Este es el caso de algunos **inversionistas activistas**, que fuerzan cambios de estrategia y de dirigentes para lograr esos fines. Recientemente se han presentado varios casos muy paradigmáticos; el más reciente (marzo del 2021) es el de un inversionista que con el 0,05 % del poder de votación logró cambiar al CEO de **Danone, entidad constituida como empresa con fines de beneficios**, supuestamente porque sus fines duales, sociales y financieros, distraían su atención sobre los financieros, y no obtenía todos los beneficios que podría y debería¹¹.

A pesar de estos casos, los mercados financieros **se están moviendo hacia la promoción de la responsabilidad empresarial vía el nicho de mercado de Inversiones Socialmente Responsables (ISR)**. Este es un mercado en franca expansión, donde participan empresas calificadoras y de producción de índices de

10. Ver *Qué fácil es usar los ODS para el greenwashing*, capítulo III.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y el artículo ***La empresa privada y los Objetivos de Desarrollo Sostenible: legitimidad o greenwashing***.

11. Ver *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*, capítulo VIII.1 de este volumen, y los casos de Etsy, ***¿Quién gana cuando la responsabilidad compite contra la rentabilidad?***, y Unilever, ***¿Las empresas responsables pueden resistir los embates de los activistas financieros?***, capítulo VI.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

sostenibilidad, fondos de inversiones dedicados a empresas responsables, e inversionistas, mayormente institucionales (fondos de pensiones, fondos de inversión especializados y gestores de fortunas familiares, entre otros).

Estos inversionistas demandan inversiones en empresas que hayan sido calificadas por los calificadores como responsables o que estén incluidas en algún índice de sostenibilidad y sean ofrecidas por fondos de inversiones. Hasta aquí todo bien. **El problema es que en el afán de atender la creciente demanda de los inversionistas responsables los fondos califican como inversiones responsables con gran liviandad, y se autocalifican como fondos ASG. Casi cualquier empresa es calificada como tal, si pueden encontrar algo positivo.**

Gran parte de las inversiones de los fondos calificados como tales, ASG (ESG), son en empresas calificadas así **por “exclusión”, o sea que “no hacen daño”**. Lo más común es excluir a las que se dedican a la producción de armamento, apuestas, tabaco, alcohol y otros vicios. Ello no contribuye a promover la responsabilidad empresarial, como lo sería una **selección por “inclusión”**, o sea, empresas que son específicamente responsables, pero no solo en algo marginal, sino en la mayoría de sus actividades. Cada día hay más fondos de este tipo, pero no son la mayoría.

Esta selección por inclusión podría estimular a las empresas a ser más responsables, para poder acceder a esta demanda por sus valores negociables, que a veces son en condiciones más favorables. Pero **hay mucho abuso del término “inversiones ASG”; casi cualquier cosa se califica como tal, lo que quita credibilidad a la industria ISR y la misma responsabilidad empresarial.**

Un segmento de alto crecimiento en esta industria ISR, aparte de la de fondos de inversión, son los **préstamos y bonos verdes, sociales y sostenibles, que prometen invertir en mejorar la sostenibilidad**, pero algunos tienen serias deficiencias en su impacto y su monitoreo. Hay muchos de estos financiamientos que tienen poco impacto incremental, nuevo. Algunos son refinanciamiento de lo que ya vienen haciendo o actividades muy marginales, **lo que también le quita credibilidad a la industria ISR y a las actividades que se financian**¹². **Compras un bono verde, y después resulta que no era verde.**

Tal es la preocupación sobre el tema, que se han desarrollado iniciativas para combatir este *greenwashing*. Un caso paradigmático y con gran potencial son las iniciativas de la Comisión Europea sobre la transparencia en la oferta de productos de inversión etiquetados como responsables: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*. Y en el caso del “financiamiento verde”, han desarrollado iniciativas como la *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, que define lo que se puede considerar como actividades sostenibles, y la *Usability Guide: TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, a fin de fortalecer los criterios para calificarlas como verdes.

Este tema está adquiriendo tal importancia a nivel mundial, que le hemos dedicado 21 capítulos, las partes sexta, séptima y octava de este libro.

12. Ver *Mis diez artículos sobre bonos verdes, sociales y sostenibles (a septiembre del 2020)*, y el artículo *What's the true impact of green bonds?*

VII. Primer nivel de la dirigencia empresarial

Por el primer nivel nos referimos al **Consejo o Junta Directiva y a la oficina del consejero delegado o presidente o CEO**. El lector habrá leído y oído centenares de veces lo crítico que es el apoyo de la alta gerencia para la estrategia e implementación de la RSE. Es cierto, pero ello no quiere decir que esas manifestaciones sean suficientes, ya que a **veces al mismo tiempo la menoscaban**. Claro está que esto varía de empresa a empresa, y es muy diferente entre las empresas que cotizan en bolsas de valores, que tienen operaciones en varios países, y las empresas familiares o de menor tamaño. **Para algunas es un mensaje a la “galería”, para otras es una llamada a la acción para el resto de la empresa.**

El principal problema con este nivel es que a veces los hechos no coinciden con los dichos, hay un gran trecho. Muchas veces su apoyo explícito a la responsabilidad empresarial se hace porque la empresa **necesita** que sus *stakeholders* lo crean, pero **no pasa de ser un ejercicio de retórica**. El verdadero apoyo se ve cuando este grupo dirigente hace suya esa responsabilidad y discute y aprueba sus estrategias, establece los mecanismos de monitoreo y control, los incentivos adecuados, y asigna los recursos humanos y financieros necesarios para ello.

¿En qué sentido son enemigos? Como en los casos anteriores, cuando se crean las expectativas, que luego no se cumplen; expresiones de apoyo sin acciones de respaldo, que llevan a la desilusión y frustración por parte de los niveles inferiores de la empresa, y llaman la atención de los *stakeholders* activos sobre las incongruencias. Ello le da un mal nombre a la responsabilidad y le da legitimidad a las acusaciones de insinceridad. El caso opuesto, positivo, es cuando algunos de esos dirigentes son también líderes externos a la empresa; abogan también por una responsabilidad en el sector industrial al que pertenecen y hasta a nivel del mismo país. Por ahora son pocos los consejos que están capacitados para liderar y gestionar la responsabilidad. **En muchas empresas es posiblemente el nivel de gestión que mayores carencias tiene en este sentido, cuando las expectativas son de que sean los líderes¹³.**

VIII. Segundo nivel de la dirigencia empresarial

Por segundo nivel nos referimos a los **dirigentes de departamentos funcionales**, como finanzas, legal, mercadotecnia, relaciones públicas, etc. También en este caso haremos algunas generalizaciones, pero con el objeto de llamar la atención, no para decir que siempre son verdaderas. Y aunque no las listamos en orden de “enemistad”, sí en orden de impacto potencial (no las cubriremos todas para no alargar la discusión, solo para dar una idea). **En lo que sigue veremos que gran parte del problema de la “enemistad” es uno de subculturas empresariales contrastantes¹⁴.**

¹³. Ver el capítulo I.6 de este volumen, *¿Los consejeros están preparados para gestionar la sostenibilidad empresarial?*, y *Paradoja de los consejos: ¿mujeres sí, competencias en sostenibilidad no?*, capítulo V.7 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

¹⁴. Ver *Cultura empresarial para la responsabilidad*, capítulo II.8 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

a. Gerentes financieros

Comencemos con los **gerentes financieros. Suelen ser los principales enemigos internos de la RSE**, ya que su principal responsabilidad es asegurar el financiamiento de la empresa, su continuo acceso a recursos financieros, para lo cual necesita tener liquidez, solvencia y rentabilidad. Además, son corresponsables con la alta gerencia, por la asignación interna (presupuestos de gastos e inversiones) de los recursos financieros a las diferentes unidades de la empresa, y de las relaciones con dos grupos de *stakeholders* con mucho impacto, los inversionistas y los acreedores.

Suelen estar educados y tener una subcultura de gestión basada en la gestión eficiente de los recursos financieros, que en algunos casos se traducen como la maximización del beneficio. Por estas razones, desempeñan un papel crítico a través de la diseminación dentro de la empresa de esta subcultura de eficiencia financiera y mediante la asignación de recursos a actividades relacionadas con la RSE. **Son muchos los que consideran que estas actividades son un gasto sin beneficios. Y esos dirigentes están “programados” para la consecución de beneficios financieros a corto plazo.** Por su poder, es necesario que sean unos de los principales aliados de la RSE, pero puede ser difícil por los contrastes culturales, aunque hay que reconocer que poco a poco la visión de estos gerentes se está ampliando. Algunos llegan a considerar el argumento empresarial de la responsabilidad, aunque no el argumento moral¹⁵.

b. Asesores legales

Los **asesores legales** también tienen un papel crítico en la responsabilidad empresarial, ya que son **responsables por la determinación de los riesgos legales de esas actividades y el cumplimiento de las legislaciones y regulaciones correspondientes.** Así como los anteriores son frugales, estos, en general, **suelen ser profesionales de formación conservadora. Ello puede llevar a las empresas a no tomar acciones que puedan implicar riesgos legales o reputacionales, independientemente de los beneficios. Estos están “programados” para ver los riesgos.** Además, suelen revisar las comunicaciones externas a la empresa, en particular los informes de sostenibilidad, donde **suelen “censurar” afirmaciones que puedan comprometer a la empresa.** De allí la reticencia de muchas de informar sobre acciones con impactos negativos, percibidos, reales o potenciales, y a establecer metas o adquirir lo que pueden parecer como compromisos, que eventualmente puedan convertirse en riesgos legales o reputacionales. **“No digas nada que no sea obligatorio decir”** parece ser el lema¹⁶. **En el ejercicio de sus obligaciones de proteger a la empresa, pueden limitar la asunción de responsabilidades ante la sociedad y su reporte.**

c. Gerentes de mercadotecnia

Los gerentes de mercadotecnia (o desarrollo de negocios) tienen la responsabilidad

15. Ver *¿Cuál es el argumento empresarial de la RSE?*, capítulo III.3 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

16. Ver *Abogados se interesan en la información sobre sostenibilidad: buenas y malas noticias*, capítulo VI.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

de estimular la demanda de los productos y servicios de la empresa, **y una de las maneras es exaltar los beneficios y minimizar los defectos o problemas**. En esto se puede ser responsable y hacerlo con toda honestidad; sin embargo, no es muy común en la práctica. Se utiliza la propaganda para exagerar los beneficios y ocultar los problemas. Se usan las tecnologías de la información para desarrollar y enfocar los mensajes, lo que en principio parece lo lógico para aumentar la demanda.

El problema surge cuando la información que se recaba se usa para manipular las decisiones de los consumidores o clientes, llegando en algunos casos a la decepción. También es común ver la promoción para estimular la demanda por bienes y servicios que el cliente no necesita o no tiene la capacidad de adquirir. **El objetivo es hacerle creer al cliente que no puede vivir sin ellos.** Estos esfuerzos pueden llevar al *greenwashing*, a hacer los productos más económicos, reduciendo su efectividad, la calidad, durabilidad y la seguridad que ofrecen, contrarrestándolo con propaganda.

Esto conspira contra la responsabilidad del producto o servicio. Algunos exhiben una subcultura de aprovechamiento del consumidor o cliente, no persiguen su bienestar, los consideran instrumentos para el logro de metas.

d. Relaciones públicas (comunicación)

Los gerentes de relaciones públicas (relaciones institucionales, gestión de la reputación, etc.) tienen la responsabilidad de **presentar a la empresa en su mejor imagen posible, y muchas veces ello quiere decir operar en el borde de la honestidad informativa**, y como en el caso de la mercadotecnia, exaltar las virtudes y esconder los defectos, ahora en lo relacionado con la empresa.

La empresa debe gestionar la reputación, pero esta no debe ser el fin de la gestión, sino el resultado de la responsabilidad empresarial¹⁷. Estos profesionales suelen tener una **subcultura de “dorar la píldora”, de ensalzar**. Pero como en el caso de la gerencia financiera, esta es una función que está evolucionando, actuando como mecanismo de doble vía, no solo promoviendo la imagen de la empresa hacia el exterior, sino, además, **proporcionando retroalimentación de lo que la sociedad necesita de la empresa para mejorar esa reputación**. La función tradicional era la de pulir la imagen, ahora suele ser de crear una imagen, y ojalá que sea la realidad, que refleje las expectativas de la sociedad.

Con estos ejemplos el lector puede hacerse una idea de lo contraproducente que pueden ser para la responsabilidad empresarial las **subculturas engranadas en las diferentes funciones de la empresa**. No hace falta extenderse más. Como ejercicio, el lector podría pensar cuál es la subcultura de un departamento como el de producción (calidad, costos, etc.) y deducir en qué medida pueden ser enemigos de la responsabilidad.

En todos los casos, **su actuación e impacto sobre la responsabilidad depende de la cultura general prevaleciente en la empresa, reflejada en los incentivos,**

¹⁷. Ver los artículos *¿Se puede manipular la reputación?: el efecto aureola y ¿Reputación como fin o como resultado de la RSE?*, capítulos III.10 y III.11 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

explícitos e implícitos, monetarios y no monetarios, que enfrentan los profesionales.

IX. Docencia, formación, académicos y revistas académicas

Las instituciones académicas y los académicos son unos de los principales propulsores de la responsabilidad empresarial, al desarrollar materiales didácticos, cursos, seminarios, talleres, casos, entre otros, para la creación y diseminación del conocimiento. **¿Cómo es posible que sean enemigos de la responsabilidad?** Consideraremos tres grupos: **(1) instituciones académicas acreditadas; (2) instituciones de desarrollo profesional, y (3) investigadores académicos y sus cómplices, las revistas académicas.**

En el primer caso, en especial las escuelas de negocios y de economía, pueden calificarse como **enemigos, porque siguen basándose primordialmente en el modelo de gestión basado en la primacía de los intereses de los accionistas, en contraposición a los stakeholders, y en la eficiencia económica por encima de la justicia social.** Esta es una generalización falsa, como todas las generalizaciones, pero tiene un importante componente de verdad en un gran número de esas instituciones. No obstante, hay que reconocer que la tendencia en las escuelas de negocios es hacia una consideración del impacto de las actividades empresariales en la sociedad y en el medioambiente, aunque **todavía de una manera marginal, opcional, no como parte integral obligatoria de cada asignatura.** Sin embargo, las escuelas de economía no consideran otros criterios de asignación de recursos que no sea la eficiencia económica (salvo en cursos muy avanzados, como economía del bienestar, que no toman los dirigentes empresariales). **Y estas son las instituciones que más influencia tienen en la formación de los dirigentes empresariales.**

En el segundo caso consideramos las **instituciones de desarrollo profesional**, algunas adscritas a universidades formales, pero un gran número de ellas son gestionadas por empresas de consultoría, **no reguladas ni sujetas a supervisión independiente. Estas son las que pueden ser enemigos.** En general, imparten cursos relativamente cortos, como diplomados, muchas veces de manera virtual. Es muy posible que tengan buenas intenciones, tratan de satisfacer una demanda, **pero sus incentivos suelen ser monetarios, operando en un ambiente competitivo, lo que las lleva a ofrecer cursos cortos y económicos y, por ende, superficiales,** para que estén al alcance de sus clientes, que suelen ser personas relativamente jóvenes o que no pueden dejar el empleo para atender cursos más rigurosos. Ello suele traer como consecuencia que los que los tomaron se consideran “expertos”, como comentábamos en el enemigo número 2. **¿Quién certifica estos cursos y acredita el “título”? ¿Qué valor tiene el “diploma”, la “certificación”? Cualquiera puede emitir una acreditación profesional, no hay controles sobre este segmento del mercado.**

Lo menos que deberían hacer estas instituciones es enfatizarles a los alumnos la complejidad de la gestión empresarial, el valor de la experiencia en la gestión y lo mucho que aún no saben, que no son todavía autoridades en la materia.

El caso de la “enemistad” con la **responsabilidad empresarial de algunos investigadores académicos sobre responsabilidad empresarial** en ese tema es

muy poco discutido. En principio promueven la responsabilidad, al investigar y publicar sus resultados sobre múltiples aspectos. Pero el problema es que **sus incentivos son contraproducentes**, suelen ser el avance de sus carreras, para lo cual muchas instituciones académicas requieren publicaciones en revistas especializadas, reconocidas por su rigor teórico, no por su relevancia.

En su carrera por las promociones hacen investigaciones que son de interés, a lo sumo, para sus colegas. Su audiencia son ellos mismos. El objetivo es publicar, no promover la responsabilidad empresarial. Para poder publicar en esas revistas deben diferenciarse y buscar algo nuevo, de modo que estimulan la producción de “investigaciones” cada vez más abstractas y menos aplicables, **divorciadas de las necesidades cotidianas de las empresas y sus stakeholders**. El imperativo anglosajón del “*publish or perish*” (publicar o perecer) se ha extendido a las instituciones académicas de habla hispana, y para ironía, publicando en revistas académicas en inglés.

Y el colmo es que siendo expertos en responsabilidad empresarial **no asumen su responsabilidad ante la sociedad, casa de herrero, cuchillo de palo. Porque es la sociedad la que ha cubierto parte de su formación profesional y sus remuneraciones**, a través del pago de impuestos generales y específicos para la educación, con los que el Estado ha financiado las escuelas, colegios y universidades públicas y privadas, donde se han formado y donde trabajan. Y aún más, en algunos casos la investigación específica que llevan a cabo se financia con recursos públicos. **Su responsabilidad ante la sociedad requiere que avancen el conocimiento que beneficie a la sociedad, no solo a sus intereses personales.**

Y las revistas académicas son cómplices¹⁸. Saben que los investigadores las necesitan y se aprovechan de ello, que les “regalan” su trabajo a cambio de promover sus carreras. Las revistas obtienen mano de obra cautiva de costo cero, que las necesitan como el pez requiere el agua. **Investigaciones que han sido financiadas por la sociedad son vendidas a las bibliotecas virtuales del mundo y a los usuarios.**

Esto representa una transferencia neta de recursos financieros tangibles de la sociedad a empresas privadas con fines de lucro, que, para colmo, dificultan la diseminación del conocimiento. Y no es algo menor. Hay más de 30.000 revistas académicas en total que generan cerca de US\$30.000 millones de ingresos anuales. Solamente en EE. UU., las instituciones académicas gastan más de US\$2.500 millones en suscripciones. Estas cifras incluyen todo tipo de investigaciones, muchas de las cuales sí asumen su responsabilidad ante la sociedad, como, por ejemplo, la investigación médica¹⁹.

¹⁸. Hay que destacar tres grandes tipos de revistas, las legítimas y de elevada reputación, de editoriales como Elsevier y Springer, entre otras, a las que nos referimos aquí; las abusivas, que son otro negocio diferente, un engaño (ver [Guía para detectar revistas depredadoras, secuestradoras y megadepredadoras](#)), y que no vale la pena considerar, y las revistas publicadas o patrocinadas por escuelas de negocios, como el IESE o el ICAE, que suelen tener como público a los estudiantes y dirigentes empresariales, y buscan la aplicación del conocimiento, que sí permiten la responsabilidad de esos investigadores.

¹⁹. Para mayores detalles, ver *La responsabilidad social de los investigadores en responsabilidad social*, capítulo II.3 del [volumen V](#) de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

X. Medios de comunicación

Es conveniente distinguir entre los **medios de comunicación general, tipo periódicos, revistas y televisión, los medios especializados y las redes sociales. Los primeros son enemigos** porque, en general, hacen una cobertura superficial de la responsabilidad empresarial, con un sesgo hacia las “buenas noticias” sobre las empresas. No son muchos los que se atreven a reportar malos comportamientos empresariales, salvo en casos catastróficos, como, por ejemplo, de gran impacto ambiental o social. **En estos medios puede haber conflicto de intereses, ya que algunos de sus ingresos provienen de ese sector empresarial**, sobre todo en el caso de la televisión, lo cual lleva a algunos a publicar suplementos o segmentos especiales con casos favorables de empresas, patrocinados y a veces con información suministrada por ellas mismas, pero sin enfatizarlo, lo que puede engañar a los no conocedores.

En gran parte son enemigos por omisión, por no reportar los comportamientos irresponsables. Sin embargo, hay que destacar que existe progreso en este sentido, y muchos periodistas se están especializando en el tema, de modo especial en los aspectos ambientales y en particular sobre el cambio climático, y en tiempo reciente sobre la pandemia, acerca de los positivos impactos sociales que han tenido muchas empresas. Pero **sería deseable que un stakeholder con tanto poder contribuyera más proactivamente a la responsabilidad de las empresas.**

Con el creciente interés en la responsabilidad empresarial, **se han ido creando y desarrollando medios especializados en responsabilidad empresarial**, en su mayoría virtuales, aunque han surgido algunas revistas impresas. En general estos medios, por su razón de ser, son promotores de la responsabilidad, pero también hay algunos que en **el afán de ser financieramente rentables y congraciarse con sus principales fuentes de ingresos (anuncios), otorgan premios a empresas y empresarios, y publican números especiales con “casos” sobre las empresas patrocinantes, escritas por cuenta suya**, que no son otra cosa que publicidad disfrazada. Al dorar la píldora, son enemigos por comisión (cómplices de *greenwashing*, conflicto de intereses) y por omisión (como los medios generales).

Y **las redes sociales** tienen la gran ventaja y desventaja de tener pocos controles. **Es el medio más idóneo para denunciar irresponsabilidad y poder contribuir a la mejora de la responsabilidad empresarial, al focalizar esa información en la “red de interesados”.** Pero al mismo tiempo, por la libertad de comunicación, pueden hacer mucho daño si diseminan información no veraz. **Son la principal fuente de fake news.** Qué fácil es diseminar información buena y mala, *urbe et orbi*, vía Facebook, Twitter, WhatsApp, Instagram, etc., con un *click*. De la misma manera, permite a las empresas diseminar sus logros, **pero también promover su greenwashing. No hay controles, ni los debería haber en estos temas, pero la autorregulación es muy deficiente** y la responsabilidad social de las redes sociales deja mucho que desear. Son amigos y enemigos de responsabilidad simultáneamente.

XI. Gobiernos/reguladores

En teoría, los gobiernos y sus reguladores deberían ser los grandes amigos de la responsabilidad empresarial, ya que, en principio, tienen objetivos comunes, ambos persiguen el bienestar de la sociedad. **¿Cómo son enemigos? No es que estén en**

contra de la responsabilidad empresarial, que puede ser un buen complemento a su acción social y medioambiental, sino que no están a favor. **Son enemigos por omisión, pero no por ser indiferentes, sino por no cumplir con sus responsabilidades**²⁰.

Una de sus principales responsabilidades en este sentido es aprovechar su gran poder como agente económico, el mayor comprador de bienes y servicios del país, para favorecer a las empresas responsables y dar el ejemplo. Aunque esto está mejorando en algunos países, sobre todo en aspectos de género y algunos temas medioambientales, la gran mayoría todavía tiene como **criterio para seleccionar a los proveedores el de mejor precio**, y en el mejor de los casos, usar aspectos de responsabilidad como **secundarios**. La [*Directiva 2014/24/EU de la Unión Europea*](#) permite introducir consideraciones sociales y ambientales en la selección de proveedores (artículo 67.2). **Si bien la evaluación se debe llevar a cabo con base en el precio o costo, usando criterios de costo-eficiencia, puede incluir las relaciones precio/calidad, que podrá incorporar aspectos cualitativos, sociales y ambientales.**

Otra de las responsabilidades de los gobiernos, que dejan que desear, son las relacionadas con la **promoción de la responsabilidad empresarial de manera proactiva**, vía educación, diseminación de buenas prácticas, incentivos, etc. En algunos países se han creado consejos asesores para consolidar la acción del Estado y coordinar con el sector empresarial, algunos con mayor impacto (Chile, Costa Rica) que otros (España).

Y una de las más importantes responsabilidades es la relacionada con la **regulación y legislación de las actividades empresariales**. **Los gobiernos tienen la responsabilidad de proteger a la sociedad de las prácticas irresponsables de las empresas, para lo cual pueden y deben emitir regulaciones que las prohíban y penalicen**. En general, todos los países tienen legislaciones ambientales y laborales para prevenirlas. Pero en esto hay que tener mucho **cuidado en no coartar la innovación y creatividad**. Estas regulaciones suelen estar diseñadas para “el más malo”, por lo que acostumbran ser restrictivas para las empresas responsables, quitándoles los incentivos para ir más allá, de acuerdo con las necesidades del contexto en que operan y sus posibilidades. **Hay que recordar que responsabilidad no es solo “no hacer el mal”, que suele ser el sesgo del regulador, es también hacer el mayor bien posible**. Debe regularse lo básico, lo que podríamos llamar lo “no negociable”, pero dejar el resto a su criterio; claro está, actualizando las leyes a medida que sea necesario.

Algunos países y regiones han emitido **leyes generales de responsabilidad empresarial**, que tienen sus ventajas y desventajas, y pueden llegar a ser hasta contraproducentes. **Pueden llevar a un comportamiento de mínimos, cumplir, pero no ir más allá de lo que exige la ley**. El mensaje se interpreta como que si eso es lo que pide la ley, eso es lo que hay que hacer, nada más. Por ejemplo, algunas leyes o regulaciones exigen un gasto mínimo en RSE (¿inversión social?), sin entender que la responsabilidad empresarial no es cuestión de gasto, es de comportamiento. El resultado es que **las empresas imputan todo lo que pueden a esa cuota y no van allá de**

20. Ver *La responsabilidad del sector público ante la sociedad*, capítulo II.4 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

cumplir. Conspiran contra la responsabilidad empresarial entendida en su sentido más amplio.

Y también se pierden oportunidades de tener impacto. Por ejemplo, el *Código de Buen Gobierno* de España, que establece lineamientos para el comportamiento de las empresas que cotizan en bolsa, **promueve la maximización de beneficios, hace un saludo a la bandera en temas de responsabilidad empresarial y pierde buenas oportunidades de hacer una contribución positiva**²¹.

XII. Los detractores de la RSE

Este grupo de enemigos a lo mejor tendría que estar en la primera posición, pero es que tiene sus virtudes, ya que **por ser enemigo es amigo (¿paradoja?)**. Nos referimos a **los que creen que la empresa solo tiene responsabilidades ante sus dueños o accionistas, y que consideran que los recursos empleados en mejorar el medioambiente y las condiciones de los demás stakeholders son un malgaste de recursos**, a menos que ello afecte directamente y a corto plazo las finanzas de la empresa.

Suelen ser personas y medios muy vocales, y persistentes en sus ataques a las empresas y dirigentes que asumen una responsabilidad ante la sociedad, y sobre todo contra aquellos que quieren hacer una contribución positiva, más allá de la que hacen sus negocios ordinarios. **Presionan a las empresas, a través de los mercados financieros**, que les suelen ser afines, y a través de medios especializados para que desistan en esas actividades, muchas veces con éxito. **Y enseñan en escuelas de negocios las desventajas de esa responsabilidad empresarial, promoviendo la maximización de los beneficios financieros.**

Pero estos mismos detractores **terminan siendo amigos de la responsabilidad por la ley de acción y reacción. Sus férreas oposiciones provocan reacciones que aglutinan y estimulan a los amigos de la responsabilidad.** Si los amigos no tuviéramos enemigos como estos, seríamos complacientes y no haríamos los esfuerzos para rebatirlos y avanzar, aprender de sus críticas y tratar de cambiar el comportamiento de las empresas. **Pero esto, a diferencia de la física, no quiere decir que la acción encuentre una reacción igual y opuesta.** Muchas veces los detractores tienen mucho más poder o energía, **y el balance es negativo.** Y los amigos solemos ser indiferentes, y a veces impotentes, como comentaremos a continuación²².

XIII. Y todos nosotros...

Last but not least, todos nosotros. Nosotros somos consumidores, funcionarios, empleados, dirigentes, transmisores de información, votantes, suplidores, miembros de la comunidad, etc., que no solemos ejercer nuestra responsabilidad de estimular la

21. Ver *Revisión del Código del Buen Gobierno de España: modernización fallida*, capítulo V.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

22. Ver *Un compendio de la sostenibilidad empresarial en dieciséis generalizaciones falsas*, capítulo II.2 de este volumen.

responsabilidad empresarial. Por **comisión u omisión somos sus enemigos. Si como consumidores no premiamos a las empresas responsables y castigamos a las irresponsables, si como funcionarios nos hacemos los de la vista gorda, si como empleados no presionamos a la dirigencia, si como dirigentes somos egoístas, si votamos por políticos enemigos de la protección social o del cambio climático, en general si somos indiferentes, mal podemos esperar que las empresas y gobiernos sean responsables.** Claro está que hay algunas empresas que son responsables porque sí, pero en general ellas también necesitan que los empleados y la sociedad les respondan. **Así como nosotros necesitamos estímulos e incentivos para algunas acciones, las empresas, colecciones de personas y procesos, también los necesitan**²³.

Bueno, a lo mejor no somos enemigos, pero la matamos con nuestra indiferencia.

¿Quién es responsable de la responsabilidad?: Yo. Este fue el lema de la III Conferencia Interamericana sobre Responsabilidad Social de la Empresa, celebrada en el 2003.

Con enemigos así... hay necesidad de muchos amigos

Pero nobleza obliga. También hay que destacar las contribuciones positivas de todos estos enemigos, en mayor o menor grado. Hay que balancear.

Toda esta discusión no es para abogar por el cambio de comportamiento de los “enemigos de la RSE”, sería ingenuo. Cada uno tiene su cultura, sus incentivos, a los que responde, que guían sus acciones. Pero son enemigos. ¿No tiene remedio? Es inevitable que cada uno persiga sus propios intereses, así como es difícil que las empresas antepongan las necesidades de la sociedad a sus intereses financieros; también es difícil para estos “enemigos” (¿o mejor los llamamos *stakeholders*?) que antepongan los intereses de la sociedad a sus intereses particulares. Y en esto es de tener en consideración que **no es fácil ni hay consenso sobre cuáles son los intereses de la sociedad**, lo que está sujeto a múltiples conflictos.

Lo que se quiere destacar es **la necesidad de conocer lo que estimula su comportamiento, para, en la medida de lo posible a largo plazo, estimular la parte con la que son amigos.** Los grupos no son homogéneos, no todos sus miembros atentan contra la responsabilidad empresarial, contienen gran número de “amigos”.

Repetimos que el objeto de la discusión ha sido destacar la necesidad de entender las actuaciones, con el fin de que la dirigencia de las empresas y todos nosotros tomemos medidas, ya sean para compensar (enfaticar aún más las positivas), ya sean para contrarrestar (minimizar el impacto de las negativas).

²³. Ver una más amplia discusión en el artículo *Responsabilidad de la sociedad civil ante la sociedad*, capítulo I.11 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, donde por sociedad civil entendemos todo lo que no es gobierno ni empresa, o sea, el resto, no solo las instituciones formales, sino también nosotros, los miembros de esa sociedad.

Capítulo II.2

Un compendio de la sostenibilidad empresarial en dieciséis generalizaciones falsas

Todas las generalizaciones son falsas, incluida esta.

Atribuida a Mark Twain, 1835 - 1910

A la popularización le sigue la generalización, y a la generalización, la confusión.

Yo

En efecto, todas las generalizaciones son falsas, y en el área de sostenibilidad empresarial son, además, contraproducentes para su avance. Y esto aplica tanto para las generalizaciones de los detractores, como para las de los promotores. Unos tiran el bebé con el agua sucia después del baño, y los otros, con su asumida superioridad moral, reducen la credibilidad de sus propios argumentos.

Y cuando algo se populariza, cae bajo el dominio de los aficionados y neófitos, que al no conocer los detalles generalizan, y así pierden rigor y propenden a la confusión. Esta es la tendencia que sigue actualmente la sostenibilidad empresarial, abriendo las puertas a ataques de los detractores, que también suelen ser generalistas.

En este capítulo analizamos las generalizaciones de ambos grupos, que llevan a confusiones, después de poner la discusión en contexto considerando el **problema de la extralimitación conceptual y lo que (algunos) entienden por sostenibilidad empresarial**. En la sección II lo haremos con las de los detractores, y en la III, con las de los promotores.

Y la lista de generalizaciones no es completa, cada día surgen más. He seleccionado ocho generalizaciones en contra y ocho a favor, **porque soy imparcial. En realidad, soy crítico de ambos, unos pecan de desdén y los otros de ingenuidad.**

I. ¿De qué estamos hablando?

Ese es el principal problema de toda la discusión, desavenencias y confusiones sobre la sostenibilidad empresarial: **cada uno tiene su idea de lo que es y lo que no es,**

de lo que quiere que sea y del impacto que cierta interpretación pueda tener sobre sus intereses. No hay y no habrá consenso generalizado, lo cual da lugar a una discusión donde cada uno habla un idioma diferente, pero cree que es el mismo. Y hay muchos grupos interesados en que su concepción o su nombre de la idea sea el aceptado, con lo que se contribuye aún más a la confusión y desavenencias. **No solo no entendemos lo mismo con un mismo nombre, sino que damos nombres diferentes a lo mismo**¹.

a. El problema de la extralimitación conceptual

Consideremos primero el problema de la generalización reflejada en la **extralimitación conceptual**. Un artículo pionero sobre este concepto, en el contexto de la discusión pública sobre derechos humanos y la seguridad jurídica, *Conceptual Overreach threatens the quality of public reason* (“la extralimitación conceptual amenaza el discernimiento público”), dice que ello: “...ocurre cuando un concepto en particular sufre un proceso de **expansión o inflación**, en el cual absorbe ideas y requerimientos que le son extraños. En su manifestación más extrema, la extralimitación conceptual **muta en un dogma**, en un ‘todo en uno’, totalizante” (énfasis añadido). **Es más que un problema de semántica.**

Un caso muy paradigmático de esto en la sostenibilidad empresarial es el término ASG (acrónimo por Ambiental, Social y Gobernanza), que siendo solo criterios para **la evaluación numérica de algunas características de las actividades de las empresas, se ha “expandido, inflado y mutado” en un dogma**, que está siendo usado para representar todo lo bueno, lo malo y lo feo de esa sostenibilidad, cada usuario del acrónimo entendiendo algo distinto, sin explicitarlo.

Responda, querido lector, a la pregunta: “¿Una buena calificación ASG quiere decir que la empresa es responsable?”. **NO**, a lo sumo quiere decir que la empresa está menos expuesta, según el modelo de la calificadora sobre lo que puede impactar la situación financiera de la empresa. **NO se refiere al impacto positivo que la empresa tiene ante la sociedad y el medioambiente, ni considera el impacto negativo**². **Pero se ha “expandido, inflado y mutado” a un dogma que pretende representar lo que es responsabilidad empresarial.** Esta popularización da lugar a generaciones y confusiones, y al movimiento anti-ASG (otro que ataca generalidades sin ver todo lo positivo que hay detrás de la sostenibilidad empresarial, que no es lo mismo que “ASG”). Atacan la sostenibilidad empresarial basándose en una **extralimitación conceptual de la palabra ASG**^{3,4}.

Y algunos ejemplos de esta extralimitación conceptual en ASG:

1. Ver el capítulo anterior, donde listamos 36 nombres diferentes para referirnos a la responsabilidad de la empresa ante la sociedad.

2. Para una discusión más amplia, ver los capítulos de la sexta parte: *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo, ¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número? y ¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?*

3. Ver el capítulo siguiente, *El movimiento anti-ASG llega a las viñetas: una visión mordaz, pero...*

4. El artículo *The Making and Meaning of ESG* (E. Pollman, septiembre del 2022) pasa revista a la evolución del término, cómo se ha convertido en un mantra que ha contribuido a la confusión y propuestas para su futuro.

- “¿Cuál es su programa de ASG?”. **No, la empresa no tiene un programa ASG**, sino una estrategia, actividades, etc., de responsabilidad ante la sociedad, que (muy imperfectamente) se pretende caracterizar con criterios ASG.
- “La ASG no rinde en bolsa”. A lo mejor las inversiones seleccionadas usando criterios ASG (que no reflejan la sostenibilidad de la empresa) no rinden más que las demás, pero la **ASG no es valor financiero**, son criterios.
- “Casos de éxito ante los desafíos ASG en la UE”. **ASG no son desafíos, son criterios de evaluación**. El desafío, en este caso, es lograr cumplir con los requerimientos de la Unión Europea en materia ambiental, social y de gobernanza, que no es lograr algunos indicadores A, S y G.
- “ASG’ son tres letras que no salvarán al planeta”, según el prestigioso periódico *The Economist*, en un suplemento especial⁵. **Tienen razón, las letras no salvan al planeta**.

La misma extralimitación conceptual sucede con el término “responsabilidad social de la empresa”, como veremos a continuación.

b. ¿Qué es sostenibilidad empresarial?

La discusión que sigue podría más bien titularse: **¿Qué debería entenderse por sostenibilidad empresarial para que haya consenso?** Es posible que si todos entendieran lo mismo podría intentarse el consenso, pero aquí entran otros factores que lo imposibilitan: los prejuicios, las ideas preconcebidas, los intereses creados y el dogmatismo. Entonces, es mejor centrar la discusión en **por qué el consenso no es factible y por qué las generalizaciones contrastantes continuarán**.

En el capítulo anterior decíamos que la conceptualización de la RSE o sostenibilidad empresarial es su principal enemigo. En principio debería haber consenso en que la responsabilidad de la empresa ante la sociedad es la **asunción proactiva de su responsabilidad ante la sociedad, como consecuencia de los impactos que tiene y que quiere tener, y de los recursos que de ella usa y consume**⁶.

Concepto	Qué es	Contexto
Responsabilidad empresarial	Acciones y estrategias de la empresa para asumir su responsabilidad ante la sociedad	Actividades de la empresa
Sostenibilidad	Resultados de la implementación de las acciones y estrategias de responsabilidad	Información sobre la RSE
ASG (ESG)	Tipificación y criterios para evaluar los resultados de la implementación	Inversiones responsables

5. Hemos analizado el suplemento en detalle en el capítulo I.8: *La sostenibilidad empresarial es un juego: The Economist vuelve a sus andanzas*.

6. Esta es mi versión de la definición de la Comisión Europea. Espero no añadir a la confusión. Ver **¿Cómo interpretar LA definición de la RSE?**, capítulo I.2 del volumen III de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

El problema es que no hay consenso ni en la conceptualización, y menos en la implementación. Algunos piensan que la empresa no tiene que asumir responsabilidad por sus impactos negativos (externalidades), como, por ejemplo, por su contribución al cambio climático, ya sea porque niegan su existencia, ya sea porque **alegan que el cambio no es atribuible a la empresa**. Piensan que corresponde a los mercados financieros penalizar a las empresas si consideran que afectan la sostenibilidad financiera de la empresa, a los clientes si no les gusta (que en general no son muy proactivos) y a los reguladores de prohibir comportamientos irresponsables. Algunos piensan que la empresa **no debe invertir recursos en contribuir a mejorar la calidad de vida de colectivos afectados**, ya que excede su ámbito. Algunos piensan que sus intervenciones en estos temas son asuntos que **competen a la moral y la política**, también fuera de su ámbito (como veremos más adelante).

Y la confusión que se crea con **las calificaciones de sostenibilidad**, como comentábamos antes y lo haremos más adelante, contribuye aún más a la imposibilidad de lograr consenso. **Los esquemas de reporte tampoco ayudan, ya que no tienen una concepción consensuada de lo que debe ser objeto de reporte**, que es un instrumento clave para crear la percepción de la sociedad sobre la empresa. Los estándares a nivel internacional, del *International Sustainability Standards Board* (ISSB), abogan por reportar acerca de aspectos que tienen **potencial impacto sobre su situación financiera (materialidad financiera)**, en tanto que, a nivel europeo, los de la Comisión Europea abogan por reportar respecto **al impacto ante la sociedad y el medio, y sobre la situación financiera (ambos, materialidad de impacto y materialidad financiera)**⁷.

Y encima de todo esto, la **RSE y su resultado, reflejado en su sostenibilidad empresarial, es específica para cada empresa**, depende de su contexto, no todo es material, no todo es atendible y, desde el punto de vista de la sociedad y de los inversionistas responsables (los de veras, no los ASG⁸), debería **incluir, además, la cultura, actitudes, valores, procesos, comunión de objetivos, incentivos positivos y negativos, internos y externos, entre otros, que afectan la viabilidad de la empresa a largo plazo**. Va más allá de actividades y sus resultados.

La denominación ASG, que tanto se ha popularizado recientemente, conspira contra esta visión integral y la separa en componentes, Ambiente, Social y Gobernanza, **que con sus criterios de evaluación lleva la concepción de que ello es “hacer cositas” en estos temas, abriendo las puertas a las críticas de hipocresía. Al fragmentar se pierde la interacción, sinergias y complementariedad necesarias para una concepción integral de la responsabilidad**.

Dentro de este contexto **caben todo tipo de generalizaciones, que siendo precisamente eso, generalizaciones, contienen falsedades y verdades** en algunos contextos. El problema se crea cuando los promotores y detractores las quieren **convertir en falsedades o verdades universales, en dogmas**.

7. Ver el capítulo V.2, *¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico*.

8. Ver el capítulo VIII.6, *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*

II. Generalizaciones de los detractores

Consideremos las ocho generalizaciones más comunes de los detractores.

1. El propósito de la empresa es maximizar los beneficios financieros, porque los accionistas son los dueños.

Este es el mantra más extendido entre los detractores, alimentado en buena parte por el famoso artículo de Milton Friedman en el *New York Times* de septiembre de 1970⁹, y su perpetuación en la enseñanza en las escuelas de negocios y de economía. **El argumento es que la empresa es de los accionistas y se debe a ellos. Esto es una falacia, ya que los accionistas no son dueños de la empresa.** Al comprar acciones no han adquirido una parte de los activos, **lo que han adquirido son derechos**, el derecho de recibir dividendos, de nombrar miembros del consejo (pero limitado por las disposiciones de las regulaciones de las comisiones de valores de los respectivos países) y a recibir su cuota parte de los activos de la empresa **en una liquidación**. Es cierto que tienen poder, pero solo pueden determinar la estrategia de la empresa de forma indirecta, vía el nombramiento de consejeros, persuasión y participación en las decisiones en las asambleas generales de accionistas.

El dueño de la empresa es la empresa misma, una persona jurídica, por sorprendente que parezca¹⁰, y la responsabilidad de los dirigentes es hacer lo que más convenga a la empresa para su sostenibilidad, en el sentido más amplio de la palabra, a largo plazo (no nos referimos al caso especial de empresas con un número limitado de accionistas, no sujetos a las regulaciones de los mercados de capitales y donde sí se pueden considerar dueños).

Ninguna legislación exige que la empresa maximice los beneficios financieros. Lo que sí exigen es que los directivos gestionen los recursos de manera prudente, eficiente y eficaz, promoviendo los objetivos de la empresa y que eviten que esos recursos sean utilizados para beneficios personales de los directivos; nunca prohíbe que los recursos de las empresas se usen para fines del bien común.

Sin embargo, este es el sesgo que se ha infundido en la **formación de los dirigentes en las escuelas de economía y de negocios, que han sido incrustados en la gestión** de las empresas y donde la gran parte de los **incentivos monetarios son de tipo financiero**, relacionados con el logro de indicadores de ingresos o beneficios. Y estos sesgos e incentivos son más poderosos que cualesquiera argumentos de tipo legal sobre la **responsabilidad fiduciaria** de los dirigentes. **No debería ser, pero lo es.**

2. El capitalismo de los stakeholders es una falacia y una utopía.

Estos argumentos son los que fomentan la discusión entre los promotores del

9. Este es un tema que he analizado extensamente en varios artículos; ver *Mis trece artículos sobre el propósito de la empresa y Friedman, The Economist y la perpetuación del pasado*.

10. Ver *¿Quién determina cuáles son los objetivos de la empresa? ¿Debe maximizar los beneficios? y ¿De quién es la empresa? ¿Qué debe maximizar?*, capítulo I.7 del *volumen IV* y capítulo V.1 del *volumen V* de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

capitalismo de los *shareholders* y el de los *stakeholders*. Ni los *shareholders*, ni los *stakeholders*, son dueños de la empresa; ambos ejercen su poder dentro de las regulaciones pertinentes. Ambos son parte integral de la empresa, algunos con derechos legales reconocidos, otros con derechos de impacto. **Y si la empresa decide considerar los intereses de los *stakeholders* materiales (no de cualquiera), es porque cree que es lo que le conviene al dueño: la empresa.** De más está decir que para que la empresa sea sostenible en todo sentido, primero debe ser financieramente sostenible, pero ello no quiere decir maximizar beneficios financieros, sino maximizar beneficios financieros y no financieros, a largo plazo, sin descuidar que ello depende de muchos cortos plazos.

Otra de las principales críticas al capitalismo de los *stakeholders* es que resulta **imposible para la empresa balancear los intereses de múltiples grupos, que muchas veces tienen conflictos entre sí** (los empleados quieren mejores condiciones y no reducción del personal; los consumidores, menores precios, y los accionistas, más dividendos). **Complicado es gestionarla con un solo objetivo como para buscarse decenas más.** Si bien hay que reconocer que tienen mucho de razón y que no es fácil, ello no obsta para que sean considerados, no solo sus intereses, sino además las contribuciones que pueden hacer al progreso de la empresa, incluyendo el beneficio financiero.

Se supone que los dirigentes no son autómatas que solo pueden gestionar un objetivo, **son personas supuestamente seleccionadas por esa misma capacidad de balancear múltiples objetivos, algunos no cuantificables y algunos contrapuestos. Es la base de la gestión empresarial.** Y ello no quiere decir que hay que satisfacerlos a todos, sino que hay que considerarlos y decidir lo que más le conviene a la empresa en su contexto y momento. **Por esta razón, se han desarrollado los conceptos de la materialidad financiera y la de impacto.**

Y es oportuno destacar que **tampoco hay que caer en la ingenuidad de que los dirigentes son omniscientes, que lo saben todo.** No, son muy imperfectos, cometen errores, anteponen intereses personales, pueden ser miopes, etc., pero ello lo que destaca es que los *shareholders* y *stakeholders* deben ejercer un gran interés en la gestión ética, eficiente y efectiva, y de la empresa. **El mundo es imperfecto.**

3. ESG atenta contra la democracia, es un movimiento político.

Este argumento es relativamente reciente, y surge en parte por la creciente polarización entre ideologías políticas y el surgimiento de la extrema derecha, tanto en EE. UU. como en Europa. Estos críticos alegan que **la intervención de empresas en temas sociales, como la discriminación o la lucha contra el cambio climático, corresponden a la política** en el sentido de que afectan las relaciones de poder entre individuos y la distribución de recursos, lo que corresponde a la política pública.

Algunos llegan al extremo de decir que la sostenibilidad empresarial da poder a los *stakeholders* sobre los ciudadanos, que son los que tienen derechos políticos. Este es otro buen ejemplo de extralimitación conceptual, ya que aglutina en estas dos palabras, *stakeholders* y ciudadanos, gran variedad de conceptos y opiniones en una considerable generalización. **Todos los ciudadanos son *stakeholders* de alguna o muchas empresas e instituciones, y los *stakeholders* son todos ciudadanos.** Ejercen sus derechos y deberes en el contexto en que les toca desempeñarse. A veces

votando en elecciones, a veces votando con sus compras o seleccionando las empresas en las que quieren prestar sus servicios.

Uno de los más acerbos críticos de la sostenibilidad empresarial, especialmente de la inversión responsable, dice: **“Son los ciudadanos, no la Iglesia, no los líderes empresariales, no los grandes gestores de inversiones, los que definen el bien común a través del proceso democrático, sin la intervención de las élites”**^{11.12}. **Obviamente que es una visión muy estrecha del contexto en el que se determina el bien común.** No solo se hace a través de elecciones puntuales, sino por medio de la evolución de las preferencias de la ciudadanía expresadas en diferentes oportunidades. De hecho, las elecciones difícilmente incluyen estos aspectos específicos, a lo sumo ideologías. **No son referéndums sobre aspectos sociales o ambientales.**

Con esta aseveración de que la sostenibilidad empresarial se entromete en política, alegan que algunas empresas, como las grandes instituciones financieras, quieren restringir los sectores en los cuales se puede invertir, **lo que es dirigisme, que atenta contra la libertad individual.** Alegan que si estas instituciones no quieren financiar combustibles fósiles, están tomando decisiones políticas que le competen al Estado. Si no quieren financiar empresas de vicio (digamos alcohol, pornografía, apuestas) o armamentos, están tomando decisiones morales que exceden su licencia legal de operar, lo que compete a la sociedad como un todo¹³.

¿Quién dijo que el papel de las empresas no es hacer juicios morales? ¿Pero qué es moral en el contexto de la actividad de la empresa? Las tarjetas de crédito están siendo presionadas para que no participen en las transacciones de armas, al alegar que eso sería ejercer un juicio moral que no les compete. Trasladar el problema de lo que es una responsabilidad de la empresa ante la sociedad a lo que es moral o inmoral, permite una fácil excusa. **Lo que no les gusta es inmoral.**

4. La sostenibilidad empresarial contribuye a la inflación.

La preferencia por la asignación de recursos financieros a empresas o proyectos que contribuyen a la sociedad y el medioambiente lleva a excluir sectores como, por ejemplo, fuentes de energía, como el gas y nuclear, y hasta el carbón. **El ejercer restricciones hace que los precios de estos recursos, indispensables para la vida cotidiana, suban**¹⁴.

Y como ha demostrado la crisis energética en Europa, con el elevado aumento del precio de la energía eléctrica y los combustibles, **no se puede prescindir de esas energías “sucias”.** **Las restricciones impuestas para promover las energías limpias han sido inflacionarias**¹⁵. Lamentablemente es cierto, pero hay que reconocer que en parte

11. Ver *The Stakeholders versus the People*, Vivek Vivek Ramaswamy, 17 de febrero del 2022, *Wall Street Journal*.

12. Esto es una expresión moderna de la posición del “padre del liberalismo”, el filósofo John Locke (1632-1704), de que la religión y los mercados deben ser separados. La religión (y la moral) es una cuestión personal, y **los mercados deben estar libres de consideraciones éticas.**

13. Ver *Politización de la sostenibilidad: ¡Alucinante!*

14. Se estima que como consecuencia de su exclusión en carteras desarrolladas con criterios ASG, estas empresas tienen un costo de capital superior en un 15 % de lo que sería de otra manera.

15. Ver el capítulo 1.7, *¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?*

es debido a un factor exógeno, como la invasión de Ucrania. **Lo que ello demuestra es que la transición de energías sucias a limpias no es un proceso de corta duración, y en el financiamiento hay que considerar la necesidad de la transición. No financiar la continuidad, pero sí la transición.** Ello fue reconocido al cambiar, con muchas protestas de la sociedad civil, la taxonomía verde de la Unión Europea, para poder incluir el gas y la energía nuclear. **Pero todo esto no obsta para que los inversionistas responsables decidan no financiar estas energías, que lo hagan otros.**

Lo que esta situación también destaca es que en **el financiamiento responsable y las estrategias nacionales no pueden poner un énfasis excesivo en los criterios ASG**, hay que considerar otros factores que no son ASG, ni monetarios, que no es una dicotomía de sí o no. Hay otros elementos críticos, como lo son **la seguridad energética y la estabilidad de la cadena de valor**, que tradicionalmente han sido considerados como no monetarios.

5. La responsabilidad consume recursos financieros y gerenciales, que distraen su viabilidad a largo plazo.

El argumento es que **los recursos financieros y gerenciales disponibles en la empresa son escasos y que deben asignarse a las actividades de mayor impacto en su viabilidad.** Alegan que la atención a “la ASG” **distrae a los dirigentes de lo que importa**, como innovación, control de costos, atención al consumidor, competitividad, etc., que atentan, además, contra el crecimiento económico. Los dirigentes podrían pensar que es importante preocuparse más de la diversidad o de sus emisiones, que de hacer mejoras en los productos, desviando escasos recursos.

Es otra falacia derivada de la extralimitación conceptual. La atención a la sostenibilidad empresarial no es incompatible con la innovación y el control de costos, atención al consumidor, competitividad. Todo lo contrario, la atención a la sostenibilidad empresarial puede llevar a la empresa a acceder a nuevos mercados, desarrollar nuevos y mejores productos, reducir el consumo de recursos materiales, reciclar, hacer los procesos de producción más eficientes, mejorar la productividad de los empleados y ni qué decir de la atención al consumidor.

Lo que critican podría ser válido en el caso de empresas miopes, que adoptan estrategias y acciones de responsabilidad más con el fin de parecer que de ser, efímero, sin consistencia e integralidad... ¡que las hay! **Tienen razón, en algunos casos, pero no es generalizable. Las que se lo toman en serio tienen como fundamento hacer el bien sin descuidar su competitividad, o deberían hacerlo.**

6. Responsabilidad es una excusa para tapar irresponsabilidades.

Es un caso como el anterior. Hay muchas empresas que lo hacen, para las que la responsabilidad no forma parte de su carácter, de su propósito, que **la usan como instrumento para mitigar o enmascarar actuaciones o productos irresponsables. Es el greenwashing en estado puro.** Pero, como en el caso anterior, no se puede/debe generalizar a todas las empresas. Pagan justos por pecadores. No hay estadísticas sobre la proporción de empresas que pertenecen a esta categoría, pero **es cierto que está muy extendido. Y aun las empresas consideradas**

responsables, a veces pecan en este sentido. Este comportamiento está potenciado por las calificaciones de sostenibilidad, como veremos a continuación. **Generalización válida en muchos casos, pero no en todos.**

7. Las inversiones ASG son una falacia.

Otra generalización que contiene mucho de verdad, pero no es totalmente cierta. Las inversiones usando criterios ASG para la selección de los valores negociables ha crecido en forma dramática en los últimos años, en parte debido a la oferta (a veces irresponsable) de las gestoras de fondos para ampliar su cartera de negocios, y en parte por el creciente interés de inversionistas de colocar su dinero en actividades que, además de ser razonablemente rentables, contribuyan al bien común.

La utilización de los criterios A, S y G para la selección de los valores adolece de un gran número de problemas que tienden a justificar la generalización. Se basan en gran medida en las calificaciones de sostenibilidad por agencias calificadoras¹⁶. Básicamente hay **seis** problemas. El principal problema **(1)** es que, como comentábamos antes, **califican algo que no está definido y que cada calificadora define y modela a su gusto. ¿Qué es sostenibilidad empresarial? Lo único que tienen en común es que todas le dan el nombre de calificaciones de sostenibilidad o algo parecido.** Adicionalmente, **(2)** siendo su principal mercado los inversionistas, las calificadoras usan **modelos con base en la materialidad financiera**, que pretenden indicar el potencial impacto sobre la situación financiera de las empresas, pero muchos de los participantes también están interesados en **la materialidad de impacto, el efecto de las actividades de la empresa en la sociedad y el medioambiente.**

Pero (3) ello es ignorado por las calificadoras. Se basan en los insumos asignados y las actividades llevadas a cabo, pero no en sus resultados y el impacto logrado. Y lo que es peor, (4) se ignoran los impactos negativos, no restan puntos. Hay empresas con el máximo puntaje, que tienen impactos negativos no mitigados y comportamientos irresponsables.

Pero (5) se utilizan como si indicaran la sostenibilidad empresarial, o sea, como indicadores del bien que supuestamente hacen para la sociedad. **¿De manera inconsciente, por ignorancia, por complicidad o por comodidad?** Sea como sea, no solo tienen los problemas de conflictos de definición de algo no definido, sino además de **usos que no se corresponden con su determinación.**

Y **(6)** asignan clasificaciones a los diferentes criterios A, S y G, y calculan una calificación agregada, lo que **implícitamente permite compensar deficiencias en algunos aspectos, con elementos positivos en otros, y viceversa. ¿Problemas laborales pueden superar la contribución a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero?** Ese fue el caso de la exclusión de la líder en vehículos eléctricos, Tesla, de un índice de sostenibilidad. Para la calificadora, los problemas laborales fueron más determinantes que su contribución a la reducción de emisiones. En su lugar

16. Para paliar en parte estos problemas de las inversiones ASG habíamos hecho una propuesta, descrita en el capítulo VIII.11, en *¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*

incluyeron a la petrolera Exxon Mobil, porque había aprobado **un plan** para la reducción de las emisiones¹⁷. **¿Coinciden estas importancias relativas con los intereses de los inversionistas responsables? Para las calificadoras todo es cuestión de números, no de impacto.**

Pero en esto es importante distinguir entre **inversiones socialmente responsables (ISR) e “inversiones ASG”**¹⁸. En las segundas se usan los criterios de selección con los problemas que hemos mencionado, lo que da lugar a que contengan empresas de tipo de responsabilidad. **En la ISR el análisis es más completo, analizando cada aspecto de la responsabilidad explícitamente, tratando de evitar los seis problemas mencionados.**

Las inversiones ASG, en general, son una falacia. Las inversiones ISR, en general, no lo son. Pero no son muchos los que saben hacer la distinción.

8. La desinversión en empresas irresponsables no contribuye a la sostenibilidad.

Los promotores de la sostenibilidad empresarial, en especial los fondos de inversión responsable, en particular los grandes fondos de pensiones, abogan por la **desinversión en empresas que son consideradas irresponsables, muchas veces más para cumplir con sus políticas de inversión** y supuestamente enviar un mensaje a esas empresas para que cambien, que como medida de castigo, como suele aparecer en las noticias. De modo especial, esto se usa en el caso de las empresas de combustibles fósiles. Sin embargo, como alegan los detractores, esto no suele tener efectos significativos sobre el comportamiento de las empresas. **Los valores que aquellos fondos venden son comprados por otros inversionistas, ya sean indiferentes, ya irresponsables, que continuarán o empeorarán el comportamiento de esas empresas.** Y posiblemente hayan adquirido los valores a buen precio, ya que aquellos inversionistas quieren salir de ellos (aunque suelen hacerlo poco a poco para no afectar el precio de venta). A lo sumo la desinversión puede hacer subir su costo de capital, por destacar el riesgo que conlleva, pero también es posible que esto ya esté incorporado en la valoración de esos valores en el mercado de capitales.

Para los inversionistas responsables, puede ser más efectiva **la opción de mantener la posesión de los valores, y como accionistas activistas abogar** en las asambleas generales y en los consejos para el cambio paulatino de las actividades de esas empresas. Claro está que esto requiere tener **un poder de voto o de influencia considerable**, y es una opción más al alcance de grandes inversionistas institucionales. **Este es un debate muy candente en la actualidad: desinversión versus involucramiento**¹⁹.

La desinversión no suele tener el impacto que alegan los promotores sobre la sostenibilidad empresarial, pero hace sentir bien a algunos.

17. Ver el capítulo VI.2, *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*

18. Ver un análisis de las diferencias en el capítulo VIII.6, *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*

19. Ver el capítulo VIII.3, *¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?*

III. Generalizaciones de los promotores

Consideremos las ocho generalizaciones más comunes de los promotores.

1. La responsabilidad empresarial ofrece ventajas competitivas.

Este es el mantra de la responsabilidad social, repetido a diestra y siniestra: la responsabilidad empresarial es un gana-gana, la responsabilidad social ofrece múltiples ventajas competitivas, pues afecta todos los ámbitos de actuación de las empresas. Solo nombraremos algunas, porque muy probablemente el lector ya las ha leído y escuchado hasta la saciedad (analizaremos dos de ellas con mayor detalle más adelante): permiten captar nuevos mercados, vender los productos y servicios a mejores precios; contribuyen a la reducción de costos, a la fidelidad de los clientes, atraer mejores empleados, a mejorar su productividad, reducir sus costos de financiamiento y de sus insumos, mejorar en su reputación... y un largo etcétera²⁰.

Al enunciado de estas ventajas competitivas de la responsabilidad le falta agregar: “puede ser”. ¿Que conduce a ventajas competitivas? Puede ser, no siempre es, depende de las condiciones del entorno en que opera, de la reacción de los interesados. No es obvio.

Algunas de las acciones dependen solo de la empresa, y sí suelen producir los resultados que se espera. La eficiencia energética, la reducción del consumo de insumos, las mejoras en los procesos productivos, el reciclaje de subproductos, entre otros, es muy posible que lleven a una reducción de costos. Pero para muchas acciones, el impacto competitivo depende de la reacción de los afectados. La innovación en nuevos productos y servicios, por ejemplo, utilizando materiales reciclados, o para atender la demanda de los interesados en productos sostenibles, dependen de la reacción de los consumidores. **Pueden** conducir a nuevos mercados, a mayor demanda, pero no está garantizado. Las empresas responsables **pueden** captar recursos financieros a menores costos, pero depende de que la banca y los mercados de capitales lo reconozcan y estén dispuestos a hacerlo. La producción responsable **puede** conducir a mejores precios de los productos, pero depende de la reacción de los consumidores. La empresa responsable posiblemente **puede** atraer personal más cualificado y más productivo, pero dependerá del contexto, como comentamos en las siguientes dos generalizaciones, que son muy ilustrativas. **Y todo esto tendrá mayor posibilidad en la medida que las partes involucradas se concienticen, la información confiable esté disponible más ampliamente y actúen sobre ello. El tiempo es un buen aliado.**

Las actividades de responsabilidad ante la sociedad pueden conducir a ventajas competitivas, pero no es seguro en todos los casos, como generalizan los promotores. Esto es aprovechado por los detractores, que con facilidad encuentran ejemplos de empresas que se dicen responsables, pero que no captan estas supuestas ventajas. **Y generalmente ponen el ejemplo de empresas irresponsables**

20. Para un análisis de estos argumentos, ver el capítulo 10, *La responsabilidad como factor de competitividad de la empresa*, en el libro *La Responsabilidad Social de la Empresa en América Latina: Manual de Gestión*.

que tienen mejores ganancias o de empresas que siendo modelos de responsabilidad son menos rentables que sus competidores que no lo son²¹. Si pagan bajos sueldos, no reducen sus emisiones, contaminan el agua, etc., tienen menores costos. De hecho, los detractores argumentan que **cumplir con regulaciones inexistentes es contraproducente**, “ir más allá de la ley” solo lleva a aumentos en los costos y en los riesgos legales. Los promotores responderían: porque a largo plazo **puede** (¿es seguro?) conducir a una reducción de costos y de riesgos legales, y mejora en los ingresos.

Esta generalización es un caso paradigmático de la ingenuidad y de la asumida superioridad moral de los promotores. Para estos es un talismán, pero munición para los detractores.

Y debe estar claro que estamos comentando el llamado “**argumento empresarial**” sobre la superioridad económica de la responsabilidad, no del “**argumento moral**”, muy válido, de que las empresas están en deuda con la sociedad y el medioambiente por todo lo que les dan.

2. Los consumidores prefieren los productos responsables, y están dispuestos a pagar más.

Otro de los mantras más utilizados. La evidencia viene de las respuestas positivas que dan los consumidores cuando se les pregunta **si comprarían productos elaborados de manera responsable por empresas responsables, y si pagarían relativamente más por ellos**. Habíamos analizado esto en detalle en un artículo²², donde decíamos:

La misma pregunta incita a responder positivamente. ¿El consumidor quiere quedar mal delante del encuestador? La pregunta es equivocada en el momento inadecuado. No solo porque hecha así incita a una respuesta positiva, sino porque, además, es hipotética. La pregunta correcta debería ser, después hacer la compra, ¿qué productos en su cesta compró porque sabía que eran producidos responsablemente? La respuesta, aquí, quizá sería: ¡No tengo idea!

Es prácticamente imposible, salvo en algunos productos muy seleccionados y en ciertos países donde la RSE está muy desarrollada, saber si los productos han sido elaborados en forma responsable (precios justos, respeto al medioambiente, mano de obra digna, etc.); ni maneras de hacer una comparación razonable entre productos. No hay manera de saber si han usado alguna práctica responsable, y mucho menos si todo el proceso ha sido responsable. Es concebible que el producto en su producción ha pagado precios justos y que en su misma producción y transporte sea contaminante o dañino para el medioambiente. Y aun cuando tenga alguna etiqueta de certificación, este proceso está todavía en sus comienzos. El consumidor tiene poca información (énfasis añadido).

21. Ver *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*, capítulo VIII.1 de este volumen, y *¿Las empresas certificadas como responsables pueden cotizar en bolsa?*, capítulo VI.6 del volumen V de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

22. Ver *La pregunta equivocada: ¿Compraría Ud. ...?*, capítulo III.3 del **volumen I** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Y son muy pocos los que hacen los esfuerzos para buscarla, y aun si la encuentran, que actúen sobre ella, y que la información que encuentren sea confiable. **Es muy probable que el precio sea un factor más determinante.** Pero ello no obsta para que no haya productos y servicios conocidos por su responsabilidad, mercados y lugares en los que se vendan, y consumidores que sí se informen y actúen, pero es **una minoría en el gran mercado de bienes y servicios.**

Piense el lector en sus adquisiciones en centros comerciales y supermercados, por ejemplo. **¿Cuánto sabe de la responsabilidad de los millares de empresas y productos en venta? ¿Cuáles son los factores más determinantes para la decisión de compra?**

En otro artículo de seguimiento decíamos²³:

*Y recordábamos “la regla empírica del 30:3 de las compras responsables, que alega que si el 30 % dice que compraría el producto, solo el 3 % lo hace” (es de enfatizar que esta regla no es resultado de rigurosos análisis estadísticos, sino resultado de observaciones casuales). Y aun si el 3 % lo hace, ello no quiere decir que el consumo responsable abarca el 3 % del total del consumo. **Lo importante no es el hecho de que un consumidor hace algún consumo responsable y se autocalifica de consumidor responsable, sino más bien el porcentaje (en términos monetarios o físicos) de su consumo total que se pueda calificar de responsable.***

Sí, **puede ser** que algunas empresas logren mejores precios y acceso a mercados respondiendo a su responsabilidad, pero no es tan definitivo y directo como alegan los promotores.

3. Las empresas responsables atraen mejores talentos.

Otra generalización, semejante a la anterior, y derivada de la misma manera: respuestas a encuestas donde se les pregunta **si preferirían trabajar en una empresa responsable y aun si aceptarían menores sueldos.** Por las mismas razones que la generalización anterior, las respuestas suelen ser positivas. Y como en el caso anterior, es una pregunta hipotética que no ha sido confrontada con la realidad.

La realidad depende del contexto, de la situación del mercado laboral, de las alternativas existentes. No es de descartar que si uno tiene varias ofertas de empleo en condiciones semejantes, opte por la que ofrece un entorno laboral más acorde con sus principios, y aun esté dispuesto a aceptar menores remuneraciones monetarias a cambio de sentirse mejor, realizado, de trabajar en una cultura sana, de contribuir al bien común. **Pero en un mercado laboral restringido, estas opciones no son comunes.**

Sí, **puede ser** que algunos potenciales empleados valiosos opten por trabajar en empresas responsables, pero no es siempre factible, depende de **las opciones que tenga el potencial empleado y de su poder de seleccionar.**

²³. Ver *Realidad y ficción en el consumo responsable*, capítulo 1.9 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

4. La diversidad contribuye a mejorar la rentabilidad de la empresa.

Es posible que la diversidad contribuya a mejorar la rentabilidad de la empresa, pero, como en todas las generalizaciones, no está garantizado, depende de su implementación y gestión.

El argumento es que la diversidad de puntos de vista y de actitudes contribuyen a ampliar la visión y, por ende, a mejorar la gestión de la empresa. **El caso de la diversidad de género es uno de los más defendidos por los promotores, por su potencial contribución en función de que los atributos de las mujeres son más conducentes a la implementación de la responsabilidad empresarial.** En uno de nuestros artículos decíamos²⁴:

*Aunque nuestra discusión puede carecer de rigor, es generalmente aceptado que las mujeres suelen **albergar sentimientos de comprensión, de compasión, de introspección, son más capaces de tolerar la ambigüedad, suelen tener una visión de más largo plazo, más paciencia, más perseverancia, más espíritu colaborativo.** Son más proclives a cuidar, educar, nutrir, cultivar con sentido de largo plazo. Por el contrario, los hombres suelen (o pretenden) ser más racionales, menos emocionales, buscando la satisfacción en el corto plazo, prefiriendo la certidumbre. Esto no quiere decir que no haya hombres con espíritu de colaboración, intuitivos, o mujeres poco emocionales y competitivas.*

Estas diferentes características parecen hacer a la mujer un ideal para manejar los temas de responsabilidad empresarial, donde se requiere la consideración de un entorno que excede las paredes de la empresa y de un periodo de tiempo que excede el periodo contable,... La RSE requiere de comprensión, compasión, paciencia.

Donde más se ha promovido su participación es a nivel de altos cargos y en los consejos, donde estos atributos balancean los espíritus competitivos de los hombres, que son la gran mayoría de sus integrantes, y amplían la visión del consejo. **Para lograr esta participación se han promovido las cuotas, ante las fallas de los sistemas existentes** para lograr su participación. Después de muchos intentos fallidos, el Consejo de Europa aprobó, el 17 de octubre del 2022, la obligatoriedad de las cuotas en los países de la Unión Europea, lo que deberá ser traspuesto a las legislaciones nacionales²⁵. Si bien estas cuotas pueden ser efectivas, son una imposición. **Con ello se corre el riesgo de opacar los esfuerzos que son necesarios para que la diversidad sea espontánea, no obligada, y la contribución de la mujer sea reconocida por lo que es.** Estos temas los hemos discutido ampliamente en otros artículos²⁶.

Se han publicado estudios estadísticos sobre la relación entre la participación de un mayor número de mujeres en altos cargos y consejos, y la rentabilidad de la empresa. Uno de estos concluye que *“la presencia de mujeres en cargos de liderazgo **puede mejorar el***

24. Ver *¿Es la RSE femenina?*, capítulo III.4 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

25. Ver **Council approves EU law to improve gender balance on company boards.**

26. Ver **Mis quince artículos sobre el liderazgo de mujeres en las empresas.**

rendimiento de la empresa, y que la magnitud de las correlaciones no es pequeña. **El mayor impacto se tiene con la proporción de mujeres en cargos ejecutivos, seguido de la proporción de mujeres como miembros del Consejo; la presencia de mujeres como CEO no tiene impacto perceptible**²⁷. Si bien estos resultados son positivos, hay que recordar que son un gran promedio estadístico sobre las 22 000 empresas analizadas en el 2014 (60 % no tienen mujeres en los consejos). O sea que la mayor participación de la mujer “**puede ser**” de beneficio para la empresa, pero ello no quiere decir que es automático, en todos los casos. No basta que estén en los cargos, depende de cómo se implementan; hay que dejarlas actuar y gestionar con sus atributos. **No siempre “es”, pero “puede ser”**²⁸.

5. Las empresas con propósito son más rentables.

Lo de que las empresas deben tener un propósito articulado en función de su responsabilidad ante la sociedad, es algo que ha adquirido mucho interés en décadas recientes, sobre todo como **una manera de expresar la transición de un propósito de maximización de beneficios (capitalismo de los shareholders) a uno más amplio, de reconocer el papel que la empresa debe desempeñar ante la sociedad, tomando en cuenta los impactos e interés de las partes afectadas e interesadas (capitalismo de los stakeholders).**

Todas las empresas tienen un propósito, explícito o implícito, pero lo que la sociedad exige cada vez más es que **sea explícito y relacionado con su sostenibilidad**. Y, por supuesto, que sea implementado efectiva y eficientemente. En cierta forma esto ha venido a sustituir lo que antes se denominaba visión o misión de la empresa, que solía tener el significado del logro de metas comerciales. **El propósito “moderno” lleva el significado de ser. El propósito no se logra, se persigue sin fin.**

En una forma análoga a la generalización sobre competitividad de las empresas responsables, comentada anteriormente, los promotores alegan que las empresas que persiguen el propósito de su sostenibilidad, en todos sus sentidos, no solo financiero, son más rentables²⁹. De la misma manera que a aquella generalización, a esta le falta el “**puede ser**”. Y aquí no solo hay que esperar la reacción de las partes interesadas y afectadas para que hagan esa mayor rentabilidad una realidad, en este caso **el propósito es, a lo sumo, condición necesaria, pero no suficiente. Requiere implementación.**

En el artículo [Broadening the purpose of the corporation requires purposeful implementation](#)³⁰, decíamos que el “propósito” no son lemas atractivos, debe ser la **máxima expresión de la estrategia de la empresa y servir para establecer las actividades, organización, políticas, procesos, procedimientos, cultura, gobernanza, incentivos, relaciones con stakeholders, etc., que es necesario**

28. Ver *Diversidad de género en la empresa: implicaciones para la gestión*, capítulo III.4 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

29. Ver **Propósito de la empresa: percepción o realidad, The Business Case for Purpose**. Ernst and Young & Harvard Business Review (2015) y **Combining Purpose with Profits**. Birkinshaw, J., Foss, N.J., & Lindenberg, S., MIT Sloan Management Review. Spring, Vol. 55, 3, 2014.

30. Traducción al castellano en **Ampliar el propósito de la empresa requiere una implementación a propósito**, capítulo II.8 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

implementar para lograr el propósito, y debe ser lo suficientemente específico como para guiar esta implementación.

Esto es válido para todas las empresas, inclusive para aquellas cuyo propósito es la maximización de beneficios. Pero para las que aspiran a asumir su responsabilidad ante la sociedad, el propósito debe guiar estos mismos elementos, pero en el contexto del **logro de la sostenibilidad empresarial. En los años 20 de este siglo se da por entendido que este es el propósito empresarial del cual se habla.**

Un propósito idóneo **puede** conducir a una mayor rentabilidad, **pero debe ser consistentemente implementado a todo lo largo y ancho de la empresa, en todo momento, y reconocido como tal**³¹.

6. Las inversiones responsables son más rentables que las convencionales³².

Esta es una de las generalizaciones que más controversia producen, y es muy difundida, tanto por promotores como por detractores. **Ambos grupos disponen de amplia evidencia para demostrar con números su posición, ya que se han efectuado millares de estudios estadísticos que comparan el rendimiento de las inversiones en empresas calificadas como responsables con el rendimiento de las convencionales, con resultados muy dispares.** Las variables que se deben considerar para una conclusión inequívoca son tantas, que **es prácticamente imposible demostrarlo de forma concluyente.**

En general, los estudios requieren de **una expresión cuantitativa de la responsabilidad de la empresa**, para lo cual se usan todo tipo de medidas indirectas, generalmente calificaciones de sostenibilidad, que como hemos comentado son muy deficientes para captar la responsabilidad empresarial. **Esta va mucho más allá de indicadores A, S y G, e incluye elementos, como su cultura, procesos, políticas, gobernanza, etc., de difícil cuantificación**³³.

Para los estudios se suelen considerar diferentes periodos de tiempo, distintos grupos de empresas con diferentes riesgos, distintos países y hasta diferentes definiciones de rentabilidad, lo que **permite una selección de los estudios que están de acuerdo con las creencias de los promotores o detractores.** Estos problemas los habíamos analizado en detalle en otro artículo³⁴.

Un estudio académico del 2021³⁵ hizo una revisión de los resultados de más de 1100 estudios y de 27 meta-análisis (estudios que analizan grupos de otros estudios), publicados entre el 2015 y el 2020 en revistas académicas, que **comparaban los rendimientos de carteras**

31. Ver nuestro análisis del nuevo propósito de CaixaBank en [CaixaBank: ¿Propósito de la empresa o lema publicitario? ¿Greenwashing?](#)

32. Ver [Mis diez artículos sobre la tensión entre responsabilidad y rentabilidad.](#)

33. Ver el capítulo VI.2, [¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?](#)

34. Ver el capítulo III.1, [Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad.](#)

35. Ver See Ulrich Atz, Zongyuan (Zoe) Liu, Christopher C. Bruno, and Tracy Van Holt, ["Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions"](#), Social Science Research Network (September 9, 2021).

de inversión calificadas como responsables con carteras convencionales, y concluyeron que los rendimientos eran, en promedio, indistinguibles. En un artículo³⁶ analizamos esto, con el fin de comparar las diferencias en rendimientos antes y después de la pandemia, para concluir que las diferencias (a favor de las responsables antes y a favor de las convencionales después) **se debían a la inclusión en las carteras responsables de algunas empresas caracterizadas como de alto crecimiento** (y a lo mejor no tan responsables).

Independientemente de los resultados de los estudios estadísticos, los detractores alegan que **las inversiones responsables limitan la diversificación del riesgo y limitan la mejora del riesgo/rendimiento de las carteras de inversión.** Y alegan que las empresas irresponsables pueden rendir más porque no pagan por sus externalidades negativas. Si pagan bajos sueldos, no limpian el agua antes de evacuarla en los ríos, si no invierten en tecnologías limpias y contaminan, tienen menores costos. De hecho, ya existen en los mercados financieros “fondos de virtud” y “fondos de vicios”, y sus rendimientos relativos varían con el tiempo. **Durante el 2022, los del vicio han rendido más porque tienen inversiones en empresas de combustibles fósiles y de armamentos, que han tenido ganancias extraordinarias.**

Claro está que esto no obsta para que los creyentes de las diferentes posiciones seleccionen sus inversiones como mejor crean.

Pero es oportuno y necesario distinguir entre el rendimiento en carteras de inversiones en los mercados de capitales, que nunca se demostrará de forma convincente a ambos bandos, de la rentabilidad en la empresa individual de acciones específicas, que puede ser más tangible y demostrable, como comentábamos en la generalización número 1. Muchas veces se confunden los dos niveles de análisis, lo que contribuye a la confusión.

7. Las inversiones ASG contribuyen a la sostenibilidad³⁷.

Esta es una de las generalizaciones que suelen ser aceptadas sin mucho análisis, en buena parte porque **parece una tautología: si las inversiones se hacen con criterios ASG, deben contribuir a la ASG, pero una cosa es ASG y otra es sostenibilidad empresarial.** Pero es una generalización en buena parte falsa, una extralimitación conceptual. Para poder analizarla, es necesario considerar dos frentes. **Primero, distinguir entre Inversiones Socialmente Responsables (ISR) e inversiones con criterios ASG. Segundo, distinguir entre inversiones en los mercados primarios y en los secundarios.**

La industria de las inversiones con criterios ASG, interesada en aumentar su mercado, promueve las inversiones con criterios ASG, como si automáticamente contribuyeran a la sostenibilidad. Pero como comentábamos antes, al analizar la generalización número 7 de los detractores (inversiones ASG son una falacia), **el uso de criterios ASG adolece de un gran número de problemas, que hacen que la relación, tautológica,**

³⁶. Ver el capítulo VIII.12, *Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos.*

³⁷. Esto lo analizamos con más detalle en el capítulo VIII.8, *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*

sea muy tenue. Sí, el uso de los criterios ASG permite seleccionar valores bursátiles de empresas **que algo de responsabilidad tienen, pero están lejos de ser lo que se implica.**

Las inversiones ISR no se basan en las calificaciones de sostenibilidad ni en los criterios ASG, sino que analizan con mayor detalle la responsabilidad de la empresa, y valoran aquello que consideran más relevante para sus propósitos, sin incluir compensaciones de una responsabilidad por una irresponsabilidad y tomando en consideración sus impactos negativos, entre otros. **La inversión ASG suele ser mecanicista, la ISR suele ser personalizada. Las inversiones ISR sí tienen el potencial de contribuir a la sostenibilidad, pero, aun así, hay que distinguir entre las inversiones ISR en el mercado primario, y las transacciones de los valores en el secundario.**

La mayoría de las estadísticas sobre los recursos dedicados a las inversiones socialmente responsables, que se citan en la prensa, se refieren al mercado secundario, **el volumen de recursos que están gestionados por fondos de inversiones y el de las transacciones en los mercados secundarios.** Pero hay que recordar que, en estos mercados, los compradores adquieren los valores de vendedores, sin la intervención de la empresa. Las empresas no reciben los recursos que se gestionan y que transan en estos mercados. **Estos números no reflejan recursos a disposición de la empresa para sus actividades de sostenibilidad empresarial.**

Donde las empresas sí reciben recursos incrementales es en el mercado primario, cuando se crean y emiten acciones, o cuando, una vez en marcha, se hacen emisiones de capital o de deuda negociable (por ejemplo, bonos verdes, sociales o sostenibles³⁸) para financiar sus actividades y proyectos de sostenibilidad³⁹. Pero este es un mercado menor comparado con los volúmenes de recursos y transacciones en los mercados secundarios. Es oportuno recordar que este mercado está sujeto a exageraciones (léase *greenwashing*), donde los recursos que se asignan de manera efectiva para esos fines son menores que los nominalmente reportados⁴⁰. Y en esto sí hay un submercado primario, más efectivo, el de la **inversión de impacto, donde se seleccionan las empresas y proyectos basados en el impacto**, y no solo en el comportamiento de las empresas, y donde suele haber un mayor involucramiento de los inversionistas en la gestión responsable.

Sin embargo, los mercados secundarios sí pueden contribuir indirectamente a la sostenibilidad empresarial, vía el involucramiento de los inversionistas responsables en la gestión de las empresas, a través de su cabildeo y participación en las decisiones en las asambleas generales de accionistas y en el nombramiento de consejeros⁴¹. Adicionalmente, las empresas pueden querer ser elegibles de participar en

38. Ver la serie de artículos sobre estos bonos en *Mis catorce artículos sobre bonos verdes, sociales o sostenibles y ligados a la sostenibilidad.*

39. No estamos incluyendo otras modalidades de financiamiento directo que pueden tener impacto tangible sobre la sostenibilidad empresarial, como lo son los préstamos, líneas de crédito, entre otros, que tengan condicionalidad en el destino de sus recursos, por no ser instrumentos negociables en los mercados.

40. Ver los artículos sobre *greenwashing* en *Mis catorce artículos sobre bonos verdes, sociales o sostenibles y ligados a la sostenibilidad.*

41. Ver la sección II, *¿Qué impactos tienen los fondos ASG sobre la sostenibilidad del planeta?*, en el capítulo VIII.8.

estos mercados secundarios de valores responsables, para mejorar su reputación, el costo de su financiamiento o la liquidez de sus valores al **adoptar medidas que les permitan ser consideradas e incluidas en estas carteras.**

8. Los incentivos monetarios basados en logros en sostenibilidad son efectivos para cambiar el comportamiento de los dirigentes.

Esta es una generalización de reciente data y es otra tautología: los dirigentes reaccionan a los incentivos monetarios, y si estos se basan en el logro de metas en sostenibilidad, tomarán las medidas para lograrlas. **En principio parece una generalización cierta. Pero una cosa es la teoría y otra la práctica.**

Para que sean efectivos, los incentivos deben basarse en metas medibles de forma confiable; deben ser pocas para que sean gestionables; deben estar bajo el control de los dirigentes, y los resultados deben ser atribuibles a sus acciones; las metas deben lograr impactos tangibles, no triviales, a costos razonables; no deben introducir incentivos perversos, y los dirigentes deben reaccionar a ellos. En la práctica esto no es fácil de lograr.

En la práctica se suelen usar entre tres y cinco metas, que se deben lograr a corto y largo plazo. La gran mayoría se refieren al corto plazo, que suelen tener un impacto menor. **Los porcentajes de la remuneración variable siguen siendo mayoritariamente ligados a rendimientos financieros, con porcentajes alrededor del 10 % ligados a logros en sostenibilidad.** Un gran número de empresas usan logros en diversidad y cambio climático. **Se suele priorizar lo medible y lograble a corto plazo, sobre lo que tendría mayor impacto, que es más difícil de lograr. Hay una contradicción intrínseca: para que el sistema sea gestionable debe ser simple, pero si es simple, es muy posible que sea manipulable y que el impacto sea bajo. Se pueden nombrar mujeres al consejo para lograr la meta, pero no dejarlas actuar, por ejemplo.**

Y lo más importante es que, bajo estas condiciones, los dirigentes no tengan suficiente estímulo. En este sentido, es destacable la posición del anterior CEO de Unilever, Paul Polman: es muy poco probable que su comportamiento como dirigente cambiase mucho por algunos miles de dólares más. **Lo guiaba su convicción.** Sus incentivos eran intrínsecos, no monetarios. Y no todos tienen esa convicción. La práctica actual, buenos y malos ejemplos y sugerencias para su implementación práctica, la presentamos en la cuarta sección de este libro⁴².

IV. Ni lo uno ni lo otro, sino todo lo contrario

De nuevo, todas las generalizaciones son falsas, pero siempre contienen algo de razón; el problema radica en la aceptación no crítica y dogmática, en la confusión generada por la extralimitación conceptual.

La clave: no tomemos los argumentos a favor y en contra sin analizarlos, y no

42. Ver la cuarta parte de este libro.

contribuyamos a repetirlos ciegamente. Y las redes sociales son un gran contribuyente **para la popularización, la que lleva a la generalización, que también lleva a la confusión.** Y como mencionábamos al principio: *“cuando algo se populariza, cae bajo el dominio de los aficionados y neófitos, que al no conocer los detalles generalizan, y así se pierde rigor y se propende a la confusión”.*

Las dos partes pierden credibilidad. **Ambas hacen supuestos implícitos sobre lo que será el futuro, y eso se refleja en las discrepancias.** Los promotores suponen que la sostenibilidad empresarial rendirá mejores y mayores beneficios, o por lo menos menores riesgos a largo plazo, y los detractores creen que es más importante el presente y el futuro inmediato. **Los primeros tienen una visión más amplia y de más largo plazo, y los segundos tienen una visión más estrecha;** suelen priorizar los resultados financieros y el corto plazo, y no tienen tiempo para esperar a los beneficios del largo plazo.

Y ambos grupos, promotores y detractores, manejan información difusa, imprecisa, tergiversable, y con ello demuestran lo que quieren. Ambos son culpables. Pero si bien la información rigurosa es necesaria, no es suficiente, ya que hay un **elevado componente ideológico** en algunos grupos, no todos, que será difícil de combatir.

El hecho, en mi opinión, es que todas estas dieciséis generalizaciones, y otras que se puedan proponer, de promotores y detractores, **contienen algo de verdad, pero también aseveraciones no conclusivamente demostradas, lo cual destaca que la sostenibilidad empresarial está muy lejos de uniformar criterios, y lejos de constituir una “ciencia”; es y será un arte.**

La sostenibilidad empresarial está en sus comienzos, y tiene todas las características de un crecimiento desordenado, con problemas del arranque; **todavía le están saliendo los dientes al bebé.**

V. ¿Y hay una tercera categoría?

Sí. Además de los detractores, que pecan de desdén, y los promotores, que pecan de ingenuidad y asumen superioridad moral, hay **una tercera categoría, entre los que me cuento: los pragmáticos, que con su ilustrado escepticismo** abogan por un avance realista, tomando en cuenta los incentivos, obstáculos, contradicciones, costos y beneficios que enfrenta la implementación y el logro de la sostenibilidad empresarial. **Las dos partes de este artículo ilustran esta posición de pragmatismo.**

Capítulo II.3

El movimiento anti-ASG llega a las viñetas: una visión mordaz, pero...

Algunos de los lectores conocerán la viñeta Dilbert, que desde 1989 satiriza la vida en la oficina de una empresa. Las viñetas se publican en alrededor de 2000 periódicos en 57 países y en 19 idiomas.

Desde hace algunas semanas **el autor la ha tomado con saña contra el “woke” de la sostenibilidad empresarial, alegando que esto es una farsa y que el cambio climático es un invento de algunos científicos, no probado.**

Recientemente **se la ha tomado contra las calificaciones ASG.** Su intención, expresada también en entrevistas, es la de ridiculizar los esfuerzos en la sostenibilidad empresarial. Sin embargo, algunas de sus críticas no son muy diferentes de las expresadas por muchos expertos en medios especializados, incluidos mis artículos sobre el tema, pero **al ser en forma de viñeta pueden tener un mayor impacto sobre la población en general y permitirse exageraciones y falsedades que no serían tolerables en artículos periodísticos¹.**

Esto también es indicativo de la preocupación por esa sostenibilidad, que se está extendiendo de las páginas económicas y medios especializados a las páginas de humor editorial, en medios para un público más amplio.

1. Movimiento anti-ASG en medios reputados

Recientemente se están intensificando esfuerzos en medios prestigiosos, de reconocidos “expertos” y de dirigentes políticos, con el fin de **denunciar los esfuerzos empresariales para contribuir a una mejor sociedad y planeta, como si fuera un tema político y no económico y social** (lo hemos analizado en el capítulo I.7, [¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?](#), y en el artículo [Politización de la sostenibilidad: ¡Alucinante!](#)).

Recientemente, el periódico *The Economist* publicó un suplemento especial, [ESG investing. A broken idea](#), el 21 de julio del 2022 (ver mi extenso análisis en el capítulo I.8). Después

1. En septiembre del 2022, la viñeta Dilbert fue cancelada en 77 periódicos de EE. UU., y aunque no se han revelado las razones (más allá de que “tenemos muchas viñetas para escoger”), se presume que sea por razones políticas.

publicó un artículo por Vivek Ramaswamy, *Stakeholder capitalism poisons democracy*, en la edición del 14 de septiembre, donde argumenta que **las empresas invaden un terreno que corresponde a la moral y la política y, por ende, debe estar en poder de los ciudadanos y no en manos de algunos dirigentes empresariales y stakeholders seleccionados, por lo que se atenta contra la democracia** (una visión muy restringida y conveniente de lo que quiere decir democracia, y así crear alarma). Para el balance de ideas, también publicó, en la misma fecha, un artículo a favor de la sostenibilidad, *People trust executives to intervene in social issues*, por el profesor Jeffrey Sonnenfeld, que usa argumentos muy válidos pero agotados.

No entraremos a polemizar, para no alargar y desviarnos del artículo, pero **aquellos definen lo que es moral y político a su conveniencia**. Para ellos el aborto es un tema estrictamente moral y, por ende, las empresas no deben incluirlo en sus programas de beneficios sociales. Lo mismo sucede con el control de armas en manos del público, donde se oponen a que las instituciones financieras pongan limitaciones a su comercialización, porque ello es un tema político. **Y si las empresas contribuyen financieramente a la promoción de algunos aspectos que les convienen a esos políticos, entonces la intervención no es política, ni atenta contra “la democracia”**.

II. Movimiento anti-ASG en viñetas

El humorista Scott Parker se une a este movimiento a través de su medio: las viñetas. Reproducimos y comentamos cuatro, que consideramos que tienen un mensaje relevante sobre las calificaciones de sostenibilidad, en orden de publicación.

a. Conflicto de intereses y falta de ética



Comentario. Esta es una crítica exagerada, en el sentido de alegar que las calificadoras no tienen ética, que las empresas poseen intereses en las calificadoras, **pero sí contiene una verdad, y es que al ser un negocio competitivo, con el cual se puede ganar dinero, proliferan y pueden buscar el favor de las empresas** (ver los enemigos 2, 3 y 6, en el capítulo II.1).²

2. El original de tres de las viñetas contiene el error de decir RESPONSABILIDAD en vez de RESPONSABILIDAD.

b. Calificaciones a la ligera



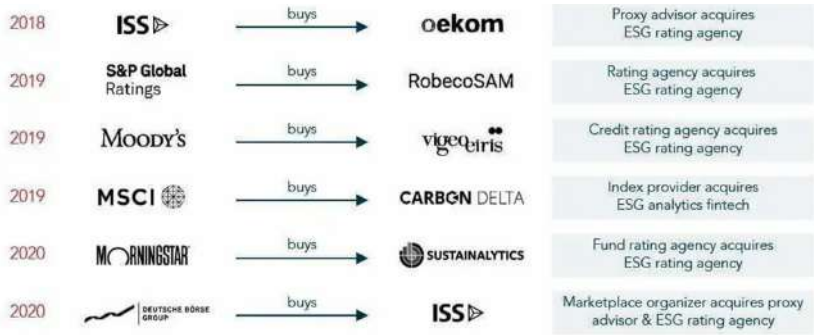
Comentario. Una acusación muy fuerte y grotescamente exagerada de que las calificadoras no investigan, que se inventan las calificaciones. Lo que sí es cierto es que usan **información proporcionada por las mismas empresas** y completan las informaciones faltantes para sus algoritmos con otras fuentes, a veces no verificadas.

c. Venalidad de las calificadoras



Comentario. Otra aseveración grotescamente exagerada y no justificada por evidencia de conocimiento público, en la que implica que las calificaciones se pueden comprar. Lo que tiene algo de cierto es que **las relaciones globales de las empresas con las calificadoras, que a veces son parte de un grupo empresarial de servicios financieros, pueden influenciar**, indirectamente, la calificación. La siguiente tabla muestra la absorción de calificadoras independientes por parte de grandes grupos.

The ESG market is in full consolidation mode



d. Compensación entre los componentes de las calificaciones



Comentario. Este es el más válido y mordaz de todos. Satiriza que las metodologías de las calificadoras **asignan puntuaciones a los diferentes aspectos A, S y G, que se compensan entre sí para llegar a un número global. En esos modelos, en general, las puntuaciones son intercambiables**, independientemente del impacto que puedan tener ante la sociedad y el medioambiente. Las puntuaciones las asignan las calificadoras de acuerdo con sus modelos de lo que es sostenibilidad empresarial (ver el capítulo VI.2, donde analizamos la mejor clasificación de una empresa de combustibles fósiles sobre una que promueve el uso de energía renovable).

Por ejemplo, la **desigualdad de género en el consejo se puede compensar con la existencia de un código de ética**, o como asevera la viñeta, las emisiones se pueden compensar con diversidad en los consejos. **Este ejemplo es grotesco**, al ir más allá de lo que sería la diversidad de género a la que tradicionalmente se refiere la sostenibilidad, la de hombres y mujeres, o de otros grupos no representados, para **introducir un tercer género: el no binario**, ni hombre ni mujer u hombre/mujer, lo que, según la viñeta, les daría todavía “más puntos”.

Pero esta es la mayor deficiencia estructural de las calificaciones. Véanse en el gráfico los puntajes que una calificadora asigna a las diferentes categorías para el caso de la banca. Por ejemplo, un código de buena conducta vale casi lo mismo que el financiamiento de actividades y proyectos sostenibles.

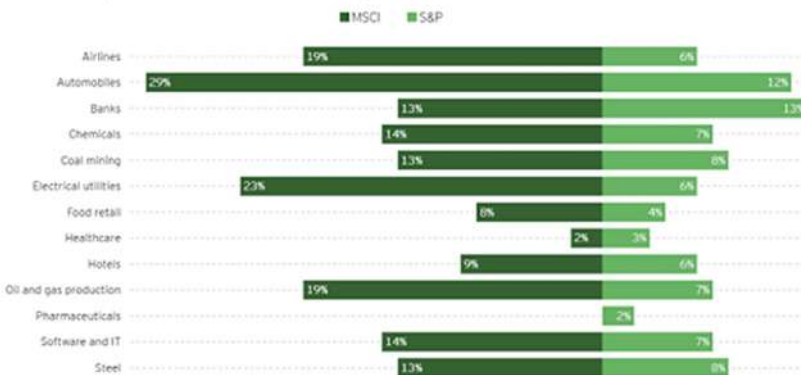
BNK Banks 2021 CSA weights overview

	Weight in % of total Score	Change from 2020
Governance & Economic Dimension	55	0
Corporate Governance	10	0
Materiality	3	0
Risk & Crisis Management	6	0
Codes of Business Conduct	8	0
Customer Relationship Management	2	0
Policy Influence	3	0
Tax Strategy	3	0
Information Security/ Cybersecurity & System Availability	3	0
Sustainable Finance	9	0
Anti-Crime Policy & Measures	4	0
Financial Stability & Systemic Risk	2	0
Privacy Protection	2	0
Environmental Dimension	13	0
Environmental Reporting	3	0
Operational Eco-Efficiency	3	0
Climate Strategy	7	0
Social Dimension	32	0
Social Reporting	3	0
Labor Practice Indicators	4	0
Human Rights	3	0
Human Capital Development	6	0
Talent Attraction & Retention	6	0
Corporate Citizenship & Philanthropy	3	0
Occupational Health & Safety	3	0
Financial Inclusion	4	0

O la variedad de puntuaciones entre calificadoras.

Weighting of climate change related metrics in composite ESG scores

Climate change-related considerations are usually less than 15% of an overall ESG score.



Source: Rhodium Group analysis
Note: Moody's and Morningstar do not make industry weights publicly available

Weighting of climate change related metrics in composite ESG scores. Image: Rhodium Group analysis

Estas deficiencias las hemos analizado extensamente en la sexta parte.

III. La lucha se traslada a otro plano

Y esto que parece **humorístico puede ampliar la base del movimiento anti-ASG**, ya que es un mercado mayor que el de las publicaciones especializadas, que son dirigidas a los escépticos profesionales. **Estas son dirigidas a personas no conocedoras del tema y que pueden ser más crédulas.** No obstante, como el lector podrá apreciar, entender las viñetas requiere de ciertos conocimientos técnicos sobre las calificaciones de sostenibilidad, que no están al alcance del público en general.

¿Y si se publicaran viñetas a favor de la ASG? No tendrían el mismo efecto, **lo negativo atrae más.** Nuestra campaña de concientización se está complicando. Afortunadamente tenemos a los *millennials*, que son más conscientes de estos temas y tendrán que vivir las consecuencias de la insostenibilidad, pero aún estos **dicen más de lo que hacen.**

Habrá que retroceder a la educación secundaria y primaria para crear conciencia durable (ver el capítulo I.1 del [volumen IV](#), *¿Por dónde empezar para promover la sostenibilidad?*). Y de más está decir la importancia de la enseñanza en las escuelas de negocios y cursos de desarrollo profesional para ejecutivos, pero no como añadidos, como electivos, sino como parte integral de cada una de las asignaturas (ver el enemigo número 9 en el capítulo II.1, *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*).

**Tercera parte:
Responsabilidad
empresarial y valor
de la empresa**

03

Tercera parte: Responsabilidad empresarial y valor de la empresa

Esta tercera parte incluye solo dos capítulos, uno de los cuales es la condensación de lo que originalmente eran tres artículos, por lo que es algo extenso. En los dos capítulos se analiza la transmisión de la responsabilidad empresarial al valor de la empresa, coteje o no en los mercados de valores, y se postula que esa responsabilidad es la determinante del valor de la marca, de la reputación, de otros intangibles y, por ende, de parte del valor de la empresa.

El primer capítulo, *Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad*, analiza el impacto que la responsabilidad puede tener en la rentabilidad de la empresa, a dos niveles, el agregado para el colectivo (fondos de inversión, carteras) de los valores de las empresas calificadas como responsables en las bolsas de valores, y el individual, a nivel del efecto de acciones puntuales sobre la rentabilidad de una empresa en particular. Es lamentable que muchas veces se confunden ambos niveles. Sobre el efecto en la rentabilidad en el agregado en bolsa, es prácticamente imposible llegar a conclusiones definitivas, por problemas metodológicos. A nivel individual, la demostración es más sencilla, pero en ambos casos hay que recordar que la transmisión de responsabilidad en rentabilidad depende de las acciones que tomen los intermediarios, los inversionistas en el caso de las bolsas y los stakeholders en el de la empresa individual, aunque en este último caso hay algunas acciones cuyo impacto es directo y no requiere de la intermediación de estos stakeholders.

El segundo capítulo, *Responsabilidad empresarial como generadora de valor*, analiza los determinantes del valor de la empresa, en especial del valor de los intangibles. Tradicionalmente se ha considerado que el valor de los intangibles de la empresa es, en gran parte, el valor de la marca y de la reputación. Estos dos conceptos tienen amplia tradición de estimación cuantitativa, aunque no necesariamente objetiva, ya que se basan en percepciones del público. Pero el hecho de que cuenten con tradiciones no quiere decir que sean los que generan el valor de la empresa. En el capítulo postulamos que si bien la responsabilidad empresarial es un concepto posterior, que todavía está en fase de definición, es la que da valor a la marca y la reputación, y a otros intangibles. Esta responsabilidad empresarial será en el futuro sinónimo de buena gestión.

Capítulo III.1

Confusiones y malentendidos en la rentabilidad de la responsabilidad

Uno de los temas más discutidos en la consideración de la responsabilidad de la empresa ante la sociedad, es si esta se traduce en mayor rentabilidad para la empresa, si el ser responsable es rentable. Es el llamado **argumento empresarial** (no nos referimos al argumento moral, hay que ser responsables porque sí, porque es de justicia, que es igualmente importante).

I. Confusiones y malentendidos

Esta discusión se desarrolla en un **entorno de confusiones y malentendidos**¹. En este capítulo trataremos de aclararlas y ponerlas en contexto. Fue motivado por la discusión en un *webinar* el 25 de marzo del 2021, *Stakeholder capitalism: Thinking beyond shareholder primacy*, organizado por la revista *The Economist*, donde cada uno de los expertos y el moderador se referían a una faceta de la relación entre los dos conceptos, responsabilidad y rentabilidad, girando alrededor del supuesto conflicto (uno conspira contra el otro) y de la causalidad (uno refuerza al otro), con bastante confusión. **Cada ponente y el moderador exponían su punto de vista en planos diferentes, como si habitasen en universos paralelos**, sin darse cuenta del contexto y, obviamente, sin llegar a acuerdos. Y esto es muy común en la discusión del argumento empresarial, por lo que pretendemos aclararlos en este artículo.

Algunos alegaban que sí era rentable, bastaba ver el impacto que el reciclaje o la reducción de empaques tenía. Otros lo alegaban vía la rentabilidad en bolsa de las empresas responsables, y otros alegaban que no era posible ser responsable y cotizar en bolsa, y ponían como ejemplo el caso reciente de Danone². Estas discusiones estaban en dos planos diferentes, **una en el contexto de la rentabilidad en las bolsas de valores, que citaba evidencia que no es generalizable, y la otra basada en evidencias circunstanciales**.

Para aclarar estas confusiones es necesario separar la discusión en los dos planos: (1) la rentabilidad de las empresas responsables en las bolsas

1. Los capítulos *¿Responsable solo si es rentable?*, capítulo III.2 del **volumen I** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y *Rentabilidad de la responsabilidad*, capítulo I.5 del **volumen VI**, tienen un contenido relacionado con este, pero hemos creído oportuno actualizarlo y acotarlo, para ver si es más efectivo. Ver, además, *Mis nueve artículos sobre la tensión entre responsabilidad y rentabilidad*.

2. Ver el capítulo VIII.1 de este volumen, *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*.

de valores, a nivel agregado, y (2) el impacto de la responsabilidad en la rentabilidad de una empresa en particular. El primero es del interés de los inversionistas responsables, y el segundo es del mayor interés de los dirigentes de la empresa, e indirectamente de los inversionistas, ya que ello puede influenciar la reacción de los mercados.

II. Análisis agregados a nivel de inversiones bursátiles: inversionistas

Se pretende responder a la **pregunta de los inversionistas, si es más rentable invertir en empresas o fondos de empresas que hayan sido calificadas como responsables**, con el objeto de guiar las decisiones de los inversionistas. Para ello se suelen efectuar estudios estadísticos, tratando de correlacionar la rentabilidad con la responsabilidad. Se han publicado centenares de estos estudios, con resultados muy dispares; algunos, la mayoría, muestran una correlación positiva, unos una negativa y algunos no concluyente³. Estos resultados no son de extrañar, ya que cada uno utiliza una metodología diferente y, sobre todo, distintas definiciones de rentabilidad y responsabilidad.

Esta última es la más variable en estos estudios, ya que no hay una definición y mucho menos una cuantificación de lo que quiere decir ser una empresa responsable. Estos estudios suelen usar un aspecto limitado de la responsabilidad (por ejemplo, porcentaje de mujeres en el consejo, gastos en medioambiente o en inversión social, beneficios a los empleados, etc.). Algunos utilizan como variable de responsabilidad las calificaciones de empresas calificadoras, tratando de obtener una concepción agregada de la responsabilidad (hay que destacar la **gran dispersión de los modelos de estas calificadoras y de las calificaciones para una misma empresa**⁴). Algunos utilizan la reacción del precio en el mercado de valores a anuncios de eventos relacionados con la responsabilidad, ya sean positivos o negativos. La gran mayoría de estos estudios determinar la correlación entre ambas variables, pero solo unos pocos hacen un análisis de la causalidad, ¿quién determina a quién?; ¿qué es primero, la gallina o el huevo? Y también en este caso los resultados son en ambas direcciones, y a veces no concluyentes.

El problema de estos estudios académicos de correlación es que no hay una concepción generalizable de lo que es responsabilidad, y mucho menos de su cuantificación, cuando gran parte de esa responsabilidad es cualitativa⁵. **La responsabilidad es específica para cada empresa, su contexto, los incentivos que enfrentan los dirigentes, su conjunto de stakeholders, con su poder, su voluntad de actuar, su impacto, lo que determinan los aspectos materiales para la empresa, lo que importa. Los**

3. Para un ejemplo de estos análisis estadísticos, ver el artículo *ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies* (Gunnar Friede, Timo Busch y Alexander Bassen, *Journal of Sustainable Finance and Investment* 5(4): 210-233, octubre del 2015). Un resumen de los múltiples aspectos relacionados con la correlación entre responsabilidad y rentabilidad se encuentra en *Exploring Links to Corporate Financial Performance*, publicado por Standards and Poor's Global (abril del 2019).

4. Ver el análisis de esta dispersión en el capítulo VIII.11 de este volumen, *¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*

5. Ver *¿Cuánto vale tu madre?: relevancia versus medición y No todo lo que se puede contar cuenta, ni todo lo que cuenta se puede contar*. capítulos I.5 del **volumen IV** y III.4 del **volumen I** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

millares de indicadores no pueden capturarla⁶. En el mejor de los casos, muestran una correlación entre algún aspecto de responsabilidad y alguna medida de rentabilidad, contable o en bolsa. **Es imposible llegar a una conclusión firme y generalizable**. Y en esto hay mucho sesgo hacia lo que se quiere creer, más que de lo que se puede creer.

En el capítulo II.2, al comentar los alegatos de los promotores de la responsabilidad, de que las empresas responsables rinden más en bolsa, decíamos:

*Un estudio académico del 2021⁷ hizo una revisión de los resultados de más de 1100 estudios y de 27 meta-análisis (estudios que analizan grupos de otros estudios), publicados entre el 2015 y el 2020 en revistas académicas que **comparaban los rendimientos de carteras de inversión calificadas como responsables con carteras convencionales, y concluyeron que los rendimientos eran, en el promedio, indistinguibles.***

Y además de los estudios académicos, de mayor o menor rigor, **se suele recurrir a demostraciones que resultan ser circunstanciales, comparando simplistamente la evolución del rendimiento de un índice general con uno de empresas calificadas como responsables**, sobre todo acerca del periodo de la pandemia. Estas comparaciones no toman en cuenta los diferentes riesgos de ambos conjuntos de acciones, y se basan en periodos que pueden no ser representativos. Además, estos índices responsables suelen incluir empresas que tienen algo de responsabilidad, pero también mucha irresponsabilidad. Y el “excedente” de rentabilidad está muy influenciado por algunas empresas que han tenido grandes subidas recientes de precios, y no necesariamente por ser responsables. En el mercado de EE. UU. dependen mucho de las cuatro grandes tecnológicas, Alphabet, Apple, Facebook y Microsoft, que suelen calificarse como responsables y que están sobrerrepresentadas en los índices con responsabilidad, en comparación con los generales. **Su subida durante la pandemia no se debe a que han sido responsables ante la situación, sino que la situación ha favorecido su negocio**⁸.

Pero todo esto depende de la reacción de los *stakeholders*, en este caso, de los inversionistas. Si no actúan, si son indiferentes, la responsabilidad no se traduce en mayor demanda por los valores. La rentabilidad en bolsa depende de esa demanda, la que a su vez depende, en parte, de la responsabilidad, y en parte, de las expectativas de esos inversionistas. **Es posible que algunos de estos, en particular los interesados en las inversiones responsables, estimulen la demanda por valores que son calificados como responsables**, ya sea porque quieren fomentar esa responsabilidad, ya sea porque creen que estas empresas enfrentarán menores riesgos y/o podrán aprovechar las oportunidades de los mercados de sus productos y servicios responsables⁹.

6. Ver el capítulo VI.2 de este volumen, *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*

7. Ver See Ulrich Atz, Zongyuan (Zoe) Liu, Christopher C. Bruno, and Tracy Van Holt, *“Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions”*, Social Science Research Network (September 9, 2021).

8. Pero esta calificación de empresa responsable está sujeta a mucho *greenwashing*. Ver *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

9. Un estudio estadístico, *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, concluyó que, en efecto, las empresas que tienen mejores calificaciones en los aspectos que les son materiales tienen mayores rendimientos en la bolsa, y las que los tienen en aspectos que no les son materiales no rinden mejor. Parece obvio, pero los estudios a nivel agregado hacen esta distinción. Supuestamente, los inversionistas reaccionan a los aspectos materiales de la responsabilidad, no a definiciones genéricas.

Pero también es posible que la demanda venga de las expectativas de que habrá demanda, o sea, que compren los valores porque creen que los podrán vender a mayores precios, no necesariamente porque se reconocerá el valor de la responsabilidad. Este es un factor que ha alimentado la demanda por valores responsables en los últimos tres o cuatro años, al popularizarse la inversión responsable, sobre todo por la influencia del cambio climático, y más recientemente por la pandemia.

Esta demanda por expectativa de demanda fue ilustrada recientemente por el caso de una empresa que vende videojuegos en tiendas físicas, GameStop, que languidecía en bolsa, y que promovida a través de “datos” en las redes sociales hizo que su precio subiera más del 1000 % en los primeros ocho meses del 2021 (pico de 1500 % en marzo), con pérdidas en los últimos tres, sin justificación alguna por su responsabilidad o por su negocio, sino sencillamente por la creencia de que habría otros (más tontos) que la querrían comprar (las llamadas acciones “meme”), sobre todo al ver cómo subía su precio (recordemos la manía de los tulipanes del siglo XVII y las criptomonedas del siglo XXI). **Pura especulación. No siempre el mercado de valores es racional. Esto es un caso extremo, muy poco probable, que ocurre con temas de sostenibilidad, pero es indicativo del instinto de manada en los inversionistas.**

III. Análisis a nivel de empresa individual: los dirigentes

Aquel plano de la relación responsabilidad/rentabilidad es de interés para los dirigentes empresariales, en el sentido de que si los mercados de valores reaccionan a su responsabilidad puede subir el precio de sus acciones y reducir su costo de capital, en caso de que deban acudir al mercado de valores para financiar su expansión. También es de interés para los dirigentes en el sentido de que ello puede conducir a una mejora de sus remuneraciones ligadas al precio de las acciones, aunque **es muy importante distinguir entre las acciones legítimas de responsabilidad y las de *greenwashing* para influenciar la percepción de los mercados.**

Pero el segundo plano, el de la empresa en particular, es el que está mucho más bajo el control de los dirigentes, que más les debe interesar. En este caso podemos analizar la relación responsabilidad/rentabilidad en dos frentes: impactos directos e indirectos, los que dependen de la reacción de los *stakeholders*.

1. Rentabilidad directa de las actividades

Estas son las actividades que lleva a cabo la empresa, que **se traducen en impacto financiero sin la mediación de terceros. Es el caso de la gran mayoría de las actividades de ecoeficiencia:** reciclaje, eficiencia en el consumo de recursos (energía, agua, materiales, empaque, etc.), eficiencias en los procesos productivos, etc. En general, reflejan una reducción de costos que se transmiten directamente a los beneficios de la empresa. En este caso no hace falta hacer muchos análisis para apreciar la relación responsabilidad/rentabilidad contable. De hecho, algunos creemos que **estas actividades no son una parte especial de la sostenibilidad de la empresa, no hay que ufanarse por ello, son parte de sentido común, de la buena gestión.**

2. Rentabilidad indirecta de la responsabilidad

Hay otras acciones que dependen de la reacción de terceros, y cuyo impacto

sobre la rentabilidad no es obvio. Para no alargar, consideraremos solo dos ejemplos. Se supone que las mejores condiciones laborales conducen a una mayor productividad del capital humano, pero ello depende de la reacción de las personas afectadas. La producción y comercialización de los productos y servicios (por ejemplo, sueldos y precios justos, y la responsabilidad de y hacia los suplidores) se supone que deben estimular una mayor demanda por los productos de la empresa, pero ello también **depende de la reacción de los consumidores, los cuales pueden o no enterarse (¡haya que comunicar de modo responsable!), o bien enterándose, no reaccionar positivamente.**

Y aquí es oportuno considerar un caso que muchas veces se usa, con efectos negativos. Es el caso de la gestión del capital humano. Su valor no se registra en la contabilidad de la empresa, pero su costo sí e inmediatamente. Durante la pandemia muchas empresas, para sobrevivir, redujeron el personal, con lo cual se disminuyeron sus costos de inmediato. Pero ello es una solución miope, ya que **con el ahorro del costo, contabilizado, se redujo el valor del capital humano, no contabilizado. La rentabilidad (aparentemente) se mejora con la irresponsabilidad.** Y hoy en día, cuando el conocimiento es fundamental para la competitividad, se reconoce que gran parte del valor de las empresas se debe al costo de ese capital humano.

3. A nivel de muchas empresas

Y hay también estudios estadísticos semejantes a los de la rentabilidad en bolsa, donde se analiza la relación entre aspectos específicos de responsabilidad (reciclaje, emisiones, ecoeficiencia, equidad de género, etc.), pero en este caso con la “competitividad” medida, por ejemplo, como cuota de mercado, reputación, rentabilidad contable, etc.¹⁰. **Son extensiones a múltiples empresas de lo que son las relaciones a nivel de empresa individual. Se pretende demostrar que algunas de estas acciones no dependen de la especificidad de cada empresa, que son generalizables y, por tanto, de interés de los dirigentes.** Estos estudios suelen mostrar resultados positivos. Claro está que si todas las empresas hacen lo mismo (¡bienvenido sea!), se pierde el factor diferenciador de la competitividad, y/o depende de la reacción de sus *stakeholders* particulares.

IV. ¿Qué determina la rentabilidad de la responsabilidad?: el denominador común

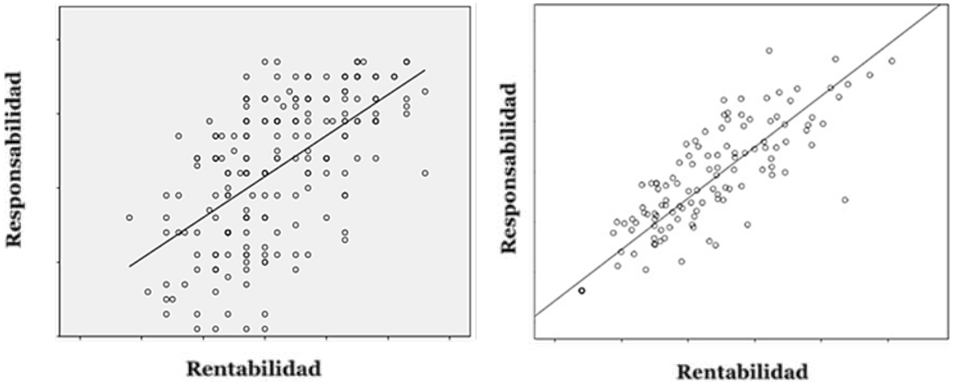
1. Conclusión I: no se puede generalizar

En el plano de la rentabilidad de la responsabilidad en las bolsas de valores no se puede generalizar, ya que es imposible encontrar una medida cuantitativa que represente el amplio espectro de la responsabilidad de la empresa ante la sociedad. Los resultados de los diferentes estudios, si bien muestran, en general, una relación positiva, están condicionados por las variables utilizadas, los periodos de tiempo del análisis y las

10. El estudio *Sustainability innovations and firm competitiveness: A review* (Fanny Hermundsdottir y Arild Aspelund, Journal of Cleaner Production, Vol. 280, Parte 1, 20 de enero del 2021) revisa 100 estudios sobre la relación entre aspectos específicos de sostenibilidad ambiental y competitividad, donde la mayoría presenta resultados positivos (solo dos muestran resultados negativos). En este caso, las definiciones de las variables son más acotadas y medibles que en los estudios generales de responsabilidad versus rentabilidad en bolsa.

diferentes bolsas de valores. Y lo que se presenta como una **correlación positiva puede ser relativamente débil**, en términos estadísticos, lo mismo que la causalidad, que puede ser, además, de ida y vuelta. Pero es el argumento que se usa para promover la inversión socialmente responsable, a nivel general.

Viendo el diagrama de la izquierda, relativamente representativo de los resultados, ¿diría usted que la responsabilidad produce rentabilidad en bolsa? (cada punto es una acción), ¿siempre?, ¿a veces? ¿Y si fuera el de la derecha?



Lo que se puede concluir, a nivel agregado, es que la relación depende de la reacción de los inversionistas, de la necesidad de aparecer responsable en las inversiones, del instinto manada, de las expectativas de que eventualmente aumentará la demanda por esos valores y la (ir)racionalidad de los mercados¹¹.

A nivel de una empresa en particular, la relación está más focalizada en la reacción de los inversionistas a su responsabilidad, especialmente en temas materiales. Y una consideración que es poco comentada, es que a medida que la sostenibilidad se afirma en el mercado de valores, la relación puede fortalecerse, aumenta el interés de los inversionistas en el tema. La pandemia y el cambio climático (lamentablemente) ayudan. Los resultados de los estudios hoy en día serían diferentes de los de hace diez años, por ejemplo.

En el plano de la rentabilidad de la responsabilidad a nivel de empresa individual es más factible generalizar, sobre todo en los casos de relación directa. En el caso de que la relación dependa de la reacción de algunos stakeholders, la generalización está condicionada. El activismo de los stakeholders, en general, es todavía incipiente, sobre todo el de los consumidores. Pero la tendencia es firme hacia una mayor concientización.

La intersección entre el plano de la rentabilidad en bolsa a nivel general y el de rentabilidad en la empresa a nivel particular, es ilustrado por dos casos de empresas cuya

¹¹. En una reciente encuesta entre más de 500 dirigentes empresariales de todo el mundo (*ESG Planning and Performance Survey*), se encontró que, si bien el 78 % creen que sus esfuerzos en sostenibilidad tienen un impacto sobre la marca y la reputación, solo el 48 % cree que tiene un impacto financiero. Un obstáculo más para vencer.

responsabilidad está plasmada en sus estatutos. El caso Danone despertó mucho interés y la clásica pregunta: ¿Sus “malos” resultados se debieron a su responsabilidad social o a incompetencia gerencial? Difícil encontrar respuesta definitiva. Pero es oportuno recordar lo que concluía en el artículo sobre Etsy¹²: “El caso de Etsy demuestra que **las iniciativas que pretenden ser socialmente responsables, a un nivel que va más allá de las acciones puntuales tradicionales, y que deben acudir a los mercados de valores para financiar su crecimiento, deben tener una gestión financiera al mismo nivel, o SUPERIOR, de excelencia que las empresas tradicionales**”. Válido para Danone y todas las B-corp y empresas por beneficios que quieran cotizar en bolsas de valores.

Lo que nos lleva a la segunda conclusión.

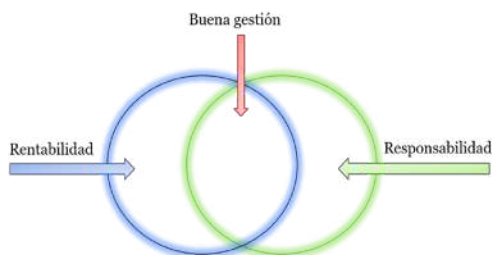
2. Conclusión II: ¡es la buena gestión!

Y siempre queda la pregunta de si es la responsabilidad lo que conduce a la rentabilidad o es esta la que le da la capacidad financiera a la empresa para asumir mejor su responsabilidad. A lo mejor, como el caso de la sabiduría popular, no podemos responder la pregunta sobre qué es lo primero, si la gallina o el huevo, o qué determina qué. **Pero lo que sí es cierto es que en todos los casos tienen un denominador común: la buena gestión. Responsabilidad es sinónimo de buena gestión.** Rentabilidad a largo plazo y en mercados racionales, bien regulados y bien informados, es el resultado de buena gestión¹³. Siempre es posible ser rentable por vías irresponsables, y a algunas personas se les puede engañar siempre; a todas, alguna vez, pero no se puede engañar siempre a todas las personas (*You can fool some of the people all the time, all the people some of the time, but you cannot fool all the people all the time: Abraham Lincoln*).

¿Qué fue primero, la gallina o el huevo, la responsabilidad o la rentabilidad?: lo primero fue la buena gestión.

El ejemplo que comentábamos antes, sobre la ecoeficiencia, es muy ilustrativo de esto: **lo que ayer era algo especial de sostenibilidad, hoy es rutinaria buena gestión. Y lo que hoy es todavía sostenibilidad (especial), será en el futuro buena gestión (rutinaria). La rentabilidad será el resultado de la buena gestión.**

Y volviendo a lo que motivó este artículo, el [webinar de The Economist](#), podemos apreciar la confusión que tenían los participantes al mezclar, sin darse cuenta, diferentes planos, de interés a distintos *stakeholders*, con generalizaciones no generalizables y definitivamente no mezclables.



12. Ver [¿Las empresas certificadas como responsables pueden cotizar en bolsa?](#), capítulo VI.6 del volumen V de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

13. Ver la amplia discusión en el capítulo siguiente.

Capítulo III.2

Responsabilidad empresarial como generadora de valor

En este artículo, en dos partes analizaremos la contribución de la responsabilidad en la creación de valor de las empresas, vía los intangibles. **En la primera parte analizamos qué son los intangibles en la empresa y en la segunda parte los elementos que se incluyen en los estimados de este valor,** con el objeto de señalar interpretaciones sesgadas por intereses creados, y así poder afinar su gestión. **En la tercera parte postularemos que ese valor es generado por la responsabilidad. En la cuarta parte analizamos cómo la responsabilidad da valor a la marca, a la reputación y a otros intangibles y, por ende, da valor a la empresa.**

En las décadas recientes se ha enfatizado mucho el valor de los intangibles como parte del valor de la empresa, en buena medida como resultado de la evolución de la actividad económica, de una dominada por la manufactura, la transformación de materiales, con su dependencia de activos tangibles, hacia una que es cada vez más dependiente de la gestión de los servicios y la información, basada en activos intangibles. **Ello ha dado lugar a un creciente interés por la gestión de esos intangibles y, por ende, en sus elementos constituyentes.**

No es que la manufactura haya perdido importancia, es más bien que los servicios y la gestión de la información han adquirido mayor participación en la creación de valor. Por ejemplo, en términos del valor de mercado, en 1990 las cinco mayores empresas eran General Motors, Ford, Exxon, IBM y General Electric, todas de manufactura (hasta IBM tenía en ese entonces parte de manufactura). Actualmente (2021), las cinco mayores empresas son tecnológicas, Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon y Facebook, tres de las cuales están basadas en servicios y en la gestión de información, y las otras dos también, aunque una incluye manufactura (Apple) y la otra es de comercialización (Amazon). Las comparamos por su valor de mercado, y no por otros indicadores, como número de empleados o ingresos, porque es donde están incluidos los intangibles, objeto de ese capítulo.

I. ¿Qué son los activos intangibles? Estimados de su valor

1. Una definición

No vale la pena reinventar la rueda. Una definición muy apropiada para nuestra discusión es la del [Diccionario de la reputación y de los intangibles empresariales](#).

Activos intangibles: son activos inmateriales, sin sustancia ni esencia física, pero que sí poseen capacidad para generar beneficios económicos futuros **controlables**

por la empresa propietaria. Los activos intangibles visibles son los generados internamente, o por adquisición a terceros, y sobre ellos existe una regulación contable; los activos intangibles ocultos, como el talento de una organización, no tiene regulación contable, y su valor económico, que existe, no puede incluirse en el balance porque dicho activo no está protegido (**énfasis añadido**).

Distingue dos partes: los generados o adquiridos, y que forman parte del valor contable, y los “ocultos” (mal nombre, están a la vista, pero difíciles de contar, prefiero “implícitos”), que no pueden formar parte de ese valor. **Estén o no en el valor contable, tienen valor económico, y esto es lo que hace necesaria su gestión. Pero como veremos a continuación, no todos son controlables y gestionables.**

2. Los activos intangibles son más importantes que los tangibles (¿en serio?)

A mediados del 2021 se presentaron los resultados de uno de los pocos estudios sobre el valor de los intangibles, *Ocean Tomo Intangible Asset Market Value Study* (es la sexta edición del estudio). Esta valoración, al ser una de las pocas disponibles, es muy citada y usada por muchos para defender sus intereses. **Como en muchos otros casos de números, en principio atractivos, se aceptan como dogma, sin analizar lo que verdaderamente representan y las posibles deficiencias metodológicas y sus limitaciones a la hora de extrapolarlos a otras situaciones o contextos.** Este estudio solo se preocupa de la cuantificación del valor, no de su categorización o gestión, lo que comentamos más adelante.

Precisamente por la falta de categorización, estas valoraciones las usan los que tienen intereses creados, para atribuirlos a sus intereses. Dos de las industrias que explotan estos números son las de la estimación y gestión de la reputación, y del valor de la marca, aparte de empresas dedicadas a la gestión de intangibles en general. Y el aumento continuo de la proporción del valor de la empresa, que se les atribuye a los activos intangibles sobre los tangibles, en especial en los mercados de EE. UU., estimula aún más su interés.

Es un número muy atractivo para ser repetido: “El 90 % del valor de la empresa está conformado por activos intangibles”. Se repite fuera de contexto, como si fuera algo universalmente válido. Esto se puede usar para enfatizar la importancia de la gestión de estos intangibles y la menor importancia de la gestión de los tangibles. Pero no es tan sencillo. No todas las empresas son dependientes de intangibles, ni todos los países y sociedades son desarrollados. La siguiente gráfica muestra las diferencias entre las grandes empresas de EE. UU. y de Europa.



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC. INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDY, 2021



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC. INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDY, 2021

Independientemente de los problemas que pueda tener la valoración, que analizamos a continuación, es cierto que, ante los cambios estructurales en los modelos de negocios, **la tendencia a una mayor participación de los servicios y una reducción de la manufactura en la actividad económica, ante el auge de las tecnologías de la información, sobre todo la gestión de datos masivos (*big data*), los activos físicos pierden importancia relativa en la valoración de muchas empresas. El valor se está generando cada vez más a través de la tecnología y la información.**

Por ello, es aún más importante entender las posibles causas de la diferencia entre el valor de los activos físicos en el balance general de las empresas y el valor que se les atribuye a través de transacciones en los mercados de capitales.

3. Cómo se determina el valor de los intangibles

En el estudio de *Ocean Tomo*, el valor de los intangibles se calcula como la diferencia entre el valor de la empresa por su cotización en la bolsa de valores y el valor reflejado en el balance general, el valor contable. Para entender la diferencia, o sea el valor de los intangibles, es necesario analizar con más detalle qué incluyen estos dos valores.

a. Valor contable

El valor en libros es el resultado de la aplicación de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) a las transacciones financieras de la empresa. Sin entrar en extensas discusiones, podríamos decir que **representan el valor de los activos valorados a su costo histórico de adquisición y/o su valor de reposición** (dependiendo del activo y con algunas variaciones), y siempre que este último sea determinable de manera confiable. **En la valoración se prioriza la confiabilidad de la información sobre su relevancia; su valoración debe ser constatable, ya sea porque los activos tienen un mercado activo, en el que se pueden determinar sus valores, o bien usar su costo de adquisición. Y solo se incluyen los activos que puedan ser valorados de forma confiable.** La realidad para una gran empresa puede ser más compleja, pero para nuestros propósitos esta caracterización es suficiente.

Consideremos un par de ejemplos para ilustrar las grandes subestimaciones de los valores contables: **capital intelectual y capital humano.** Si la empresa ha desarrollado un producto, como un medicamento (por ejemplo, la vacuna cuando la pandemia), o un servicio, como puede ser un sistema de gestión diferenciado, la contabilidad los valorará en función de lo que se ha invertido en desarrollarlos, y se puede considerar como parte del capital contable. **Pero es muy posible que el producto o servicio tenga la capacidad de generar elevados ingresos para la empresa, más allá de lo que refleja su costo de adquisición.** Si quisiera traspasarlos a otra empresa, posiblemente obtendría valores muy superiores al valor contable. De hecho, la empresa adquiriente debería contabilizarlo al valor pagado por ese activo, aun cuando no fueran activos tangibles. **Sí, se incluyen en el valor contable los intangibles, pero solo los que han sido adquiridos.**

Este tipo de valores, cuando no son específicos para algún activo en particular, sino para el colectivo de intangibles comprados a otra empresa, se agrupan bajo el nombre de “fondo de comercio” (*goodwill*) en el balance general. **Y aquí podemos apreciar una de las**

diferencias entre el capital intelectual contable (costo de su producción) y el de valor de mercado (por ejemplo, lo que ha pagado o pagaría una empresa adquiriente). Aun cuando no se transe, el mercado de valores lo estimará y lo incluirá, implícita o explícitamente, en su valoración de las acciones, aunque la empresa que lo produjo no pueda usar ese valor en su contabilidad (lo analizaremos más adelante).

Otro ejemplo muy paradigmático es **la inversión que la empresa tiene en su capital humano, que no aparece en el balance general**. Si se valorase, se haría al costo de adquisición, o sea, lo invertido en reclutamiento, desarrollo, etc., pero aun esto, en el caso del capital humano, no se suele contabilizar como inversión, como activo, sino como un gasto del periodo en cuestión, y va directamente al estado de ganancias y pérdidas. **El capital humano, la capacidad de las personas de producir valor para la empresa basado en sus conocimientos, experiencia, relaciones, etc., no está en el capital humano contable; de hecho, según la contabilidad, este no existe.**

En algunos casos, no siempre, la valoración de las acciones en las bolsas toma en cuenta el valor de este capital humano, aunque valorado sin mucha precisión. **De hecho, para las empresas que dependen del conocimiento, como las tecnológicas, este capital basado en las personas y el intelectual, que puede o no estar respaldado por derechos y patentes, es una gran parte del capital total de la empresa.** Por ejemplo, el valor de una empresa de consultoría en gestión es casi totalmente capital intelectual y humano, aun cuando no se haya invertido mucho en adquirirlo y desarrollarlo (valor contable). **En el otro extremo, el capital intelectual y humano de una empresa de limpieza de oficinas es muy bajo. Pero en ninguno de estos dos casos figurará entre los activos de la empresa.**

b. Valor de mercado

El otro valor utilizado en la valoración de los intangibles en ese estudio, por diferencia con el valor en libros, es el valor de la empresa según el precio de sus acciones en las bolsas de valores, por lo que **para poder interpretar el valor de los intangibles es necesario también conocer qué refleja este valor de mercado.**

Una interpretación muy generalizada es que refleja el potencial de generación de beneficios, normalmente estimado como el valor presente (en términos financieros) de los futuros beneficios (**numerador**), **descontados a una tasa de descuento para la empresa (a veces denominado su “costo de capital”) (denominador)**. Es un cálculo que en principio hacen los analistas financieros de instituciones de gestión de inversiones, y sobre el cual se basan para hacer sus recomendaciones. Algunos lo hacen en forma muy detallada, con análisis exhaustivo de la empresa y su entorno. En general, los inversionistas siguen estas recomendaciones o hacen estimaciones ocasionales, que luego se ajustan de acuerdo con los cambios que se puedan producir en las perspectivas de las empresas. **Analicemos ambos componentes, la estimación del beneficio y la tasa de descuento.**

En principio, los estimados de los beneficios reflejan las expectativas de generación de valor por la empresa, en función de la calidad de su gestión, del mercado en que operan, del entorno económico, de la competencia, de la resiliencia y competitividad de sus productos y servicios, de sus relaciones,

de sus compromisos, de sus capitales tangibles e intangibles, o sea, todo lo que puede afectarlos.

Esos valores se convierten en un valor de la empresa calculando **el valor presente usando una tasa de descuento que debe reflejar la situación de los mercados financieros (el rendimiento del capital en usos alternativos), el potencial de crecimiento de la economía y, sobre todo, el riesgo que enfrenta la empresa en la obtención de los beneficios estimados en el componente anterior.** Por ejemplo, a mayor incertidumbre en el logro de esos beneficios (incertidumbre económica, política, de los mercados, competencia, regulación, etc.), mayor será la tasa de descuento y menor será el valor de la empresa. No es que esta metodología de estimación del valor de la empresa se use en todos los casos, pero es indicativa de cómo se determina, con mayor o menor rigor.

A riesgo de enfatizar lo obvio, hay que destacar que el valor de mercado de la empresa depende no solo de ella, sino de sus circunstancias (con el perdón de Ortega y Gasset: “Yo soy yo y mis circunstancias”); son valores que cambian continuamente y que dependen de multitud de factores. Y esto tiene un impacto determinante en la valoración de los intangibles, según el modelo del estudio citado. Los valores de mercado estimados por los analistas financieros pueden ser muy diferentes entre sí, ya que cada uno tiene su modelo, y dependen de un elevado número de supuestos, y serán también diferentes del valor de las acciones en las bolsas, ya que estos dependen, además, de factores externos, a veces hasta emocionales.

c. Capitales y valor de la empresa

Se puede considerar que **el valor de la empresa en el mercado es el resultado de la aplicación de todos sus capitales, estén o no en la contabilidad**, y en este sentido, los capitales del esquema de preparación de los informes integrados son muy ilustrativos. Para información de los *stakeholders* (mayormente *shareholders*), este esquema propone, entre otras cosas, el reporte del cambio en **los seis capitales: Financiero, Manufacturero, Intelectual, Humano, Social y relacional –con los stakeholders externos– y el Capital Natural**, o sea, de todos los recursos a los que tiene acceso.

Si bien el esquema fue desarrollado para la preparación de reportes, se puede aplicar a la determinación del valor de la empresa. De hecho, **el esquema persigue proporcionar información que permita evaluar las perspectivas de la empresa de creación de valor. Y el hecho de que algunos de estos capitales puedan considerarse intangibles, no contabilizados, puede ayudar a entender qué conforma el valor de los intangibles.**

Basándonos en la discusión precedente, podemos decir que **los capitales financiero y manufacturero suelen estar considerados en la contabilidad, pero los otros cuatro, si lo están, será en forma deficiente.** Y es necesario destacar el caso especial del capital natural, que se refiere no al medioambiente que la empresa “posee” para llevar a cabo sus actividades, **sino el medioambiente que “usa” para ello, muchas veces con consecuencias negativas (externalidad negativa), sin tener que pagar por ese uso, por esa externalidad, y, por ende, no tener que contabilizar su costo, como si se lo regalara el planeta.** En este caso, el valor del capital puede ser

un número negativo. El analista financiero debe incluir el daño que causa, si lo causa, y el que ha causado, por el que pueda requerirse compensación, como un componente negativo en su valoración de la empresa (y no es el único, la empresa también puede hacer contribuciones negativas, daños, a personas, comunidades, etc.).

4. Qué incluye (supuestamente) el valor de los intangibles

En aquel estudio y en otros que utilizan metodologías semejantes, **los intangibles son valorados por la diferencia entre valoraciones contables y del mercado de valores**. Basándonos en la discusión anterior, podemos analizar lo que supuestamente está incluido en ese valor, con base en cuáles son **las causas de las diferencias entre el valor en libros contables y el valor en el mercado de valores**:

a. Excluidos en el valor contable, posiblemente incluidos en el de mercado

- Valores de algunos activos que no representan la realidad actual de la empresa (normas de contabilidad).
- Omisión de activos en la contabilidad:
 - **capital humano (experiencia, capacidad, conocimiento de la empresa, etc.)**
 - **capital intelectual (conocimiento técnico, patentes, etc.)**
 - **capital relacional (stakeholders externos: clientes, proveedores, gobiernos, comunidades, alianzas, etc.)**
 - **reputación**
 - **marca**
 - **sostenibilidad (aspectos sociales, ambientales y de gobernanza)**
 - **calidad de la gestión**
 - **derechos que no ha comprado**
 - **información adquirida en el transcurso del negocio**

b. Incluidos en el valor de mercado, pero no en el valor contable

- Expectativas sobre el entorno macroeconómico
- Expectativas sobre la situación competitiva de la empresa
- Expectativas sobre los riesgos del mercado y de la empresa
- Expectativas sobre los riesgos regulatorios (empresas tecnológicas, combustibles fósiles, etc.)
- Expectativas sobre costos no contabilizados, en particular el impacto ambiental
- **Irrracionalidad de los mercados de valores**

Y a lo mejor el lector podrá añadir alguna más.

El valor de los activos intangibles va mucho más allá del valor de los capitales no contabilizados, y de la marca y la reputación, que es lo que se suele enfatizar en las discusiones sobre el tema, si bien es cierto que son un componente significativo, pero que varía mucho de empresa a empresa, como hemos comentado.

Y hay que enfatizar que la responsabilidad todavía no se considera en esta discusión, por ser relativamente reciente, pero debería. Su discusión es el objeto de la segunda parte de este artículo.

¿Cuánto de la diferencia entre el valor contable y el valor en bolsa está bajo el control de la empresa? La respuesta es crítica para la “gestión de los intangibles”.

Para apreciar estas diferencias, podemos observar los resultados del estudio en otros mercados de valores. Nótese que en Europa el valor de los intangibles no tiene la misma evolución que en EE. UU. Es posible que la diferencia en el porcentaje se deba a que las empresas del mercado de EE. UU. tengan mayor capital intelectual no contabilizado, pero también es muy posible que se deba al resto de las causales mencionadas, especialmente las relacionadas con las expectativas (menores en Europa), el riesgo regulatorio (mayor) y los posibles costos no contabilizados (mayor posibilidad de que se materialicen).

En otros mercados, como China y Japón, tanto la evolución como el porcentaje difieren mucho de los resultados de EE. UU. y hasta de los de Europa. Y hay una gran variación de quinquenio a quinquenio.



¿Es razonable suponer que estos dos mercados no valoran los intangibles, o que estos son de poco valor entre las empresas de la región? ¿Que no aprecian las marcas y la reputación? **¿O tenemos que concluir que los intangibles están dominados por el capital intelectual, que es más valorado en mercados con protección de patentes, de respeto a los derechos de propiedad intelectual, con acciones legales contra la piratería?**

En este sentido, es de notar que las cuatro grandes tecnológicas, Apple, Alphabet (Google), Facebook y Microsoft, exceden una capitalización de los US\$7 billones, que **solo estas cuatro constituyen el 23 % del valor del índice del S&P 500 de la tabla anterior, y un porcentaje significativamente superior del valor de los intangibles**, lo que impide extrapolar los resultados de ese mercado.

Esto nos permite concluir que el valor de los intangibles incluye mucho más que el valor de los capitales no contabilizados, es mucho más que marca y reputación (y responsabilidad, como veremos más adelante). Y estos valores no

son aditivos, se superponen, se incluyen entre sí. Responsabilidad da valor a la marca y a la reputación, y estas dos se refuerzan mutuamente.

Esta interpretación se hace muchas veces por conveniencia: los que venden servicios de marca alegan que es marca, los que venden servicios de reputación abogan por que es reputación; en todo caso, hay superposición entre ambos, y **nosotros diremos que es la responsabilidad de la empresa ante la sociedad la que confiere valor a la marca y crea la reputación**, aunque les cueste reconocerlo, y si no ahora, más adelante, cuando los mercados reconozcan el valor de la responsabilidad.

¿O será que la diferencia entre el valor contable y el valor de mercado es sencillamente “la diferencia entre el valor contable y el valor de mercado”, y su denominación como “intangible” refleja que no se sabe qué es? A lo mejor debería llamarse la “prima del mercado”.

No todo son activos que la empresa posee, ni están bajo su control. Algunos lo son y lo están, pero son indeterminados. Los montos de la gráfica presentada al principio no son los intangibles incluidos en la definición del diccionario.

II. ¿Qué rubros incluyen los intangibles?

1. Los intangibles no son solo el valor de la reputación, de la marca¹

Hay toda una industria de empresas de servicios alrededor de la determinación y gestión del valor de la reputación y de la marca, que tiene intereses creados en que sea lo mayor posible, lo que lleva a difundir, implícita o explícitamente, que los intangibles son sinónimo de reputación y marca, en detrimento de otros elementos.

Sin duda que la reputación y la marca contribuyen a que el valor de la empresa en el mercado sea superior a su valor contable. Todos forman parte de las expectativas que tiene el mercado sobre las perspectivas de mayores beneficios (numerador) y/o menores riesgos (denominador).

En la siguiente tabla incluimos los estimados del valor de marca de las grandes tecnológicas (*Brand Directory*, incluye España, América Latina a nivel de región y algunos países individuales de la región).

Empresa	Valor en el mercado (miles de millones US\$)	Valor de la marca (miles de millones US\$)	Porcentaje	Valor de la reputación (miles de millones US\$)	Porcentaje
Apple	2134	254	11,9	317	14,9
Alphabet	1563	191	12,2	278	17,8
Amazon	1670	254	15,2	168	10,1
Facebook	902	82	9,1	168	18,6
Microsoft	1866	140	7,5	233	12,5

La tabla también incluye un estimado del valor de la reputación (basado en *Measuring corporate reputation based on shareholder value*), que son porcentajes similares. **Sí, la marca y la reputación son valores intangibles significativos, pero aun para estas empresas, que posiblemente sean las de mayor valor relativo en el mercado, son un porcentaje modesto de su valor en bolsa. Cuidado con exagerar.** Pero es importante enfatizar que **estos porcentajes no son aditivos, tienen mucho en común**; en algunas empresas pueden representar lo mismo, con nombres diferentes.

Existen multitud de estimaciones, y hemos seleccionado estas dos solamente con propósitos ilustrativos, no porque sean las rigurosas o confiables. No lo sabemos. Y no entramos a analizar las metodologías para la estimación de estos valores, ya que ello distraería del objetivo del artículo, que es diseccionar los componentes de los activos intangibles y poner en contexto algunas confusiones sobre su importancia relativa (remitimos al lector a las fuentes originales).

Y, sobre todo, hay que enfatizar que estas cinco empresas **son casos absolutamente extremos**, que solo se deben usar para ilustrar conceptos y alertar de las exageraciones.

III. Responsabilidad empresarial como generadora de valor

En la segunda y tercera partes de este capítulo **postulamos que el valor de los activos intangibles, bajo el control de la empresa, es (o será) generado por la responsabilidad, en particular el valor de la marca y la reputación.** Esto va en contra del énfasis que se les da a estos dos conceptos como si fueran de creación espontánea. Es cierto que se estudiaban y estimaban antes del afianzamiento de la responsabilidad empresarial, pero **eran y son resultado de la responsabilidad**, que todavía está, relativamente, en sus principios de conceptualización, implementación y medición.

Antes de demostrar esta **causalidad** será necesario analizar la relación entre la buena gestión y la responsabilidad empresarial. **Postularemos que la responsabilidad y la buena gestión empresariales serán sinónimos, y que la superposición de estos dos conceptos está siendo impulsada por tres fuerzas: (1) la tendencia histórica hacia la ampliación del papel de la empresa ante la sociedad; (2) el creciente activismo de los stakeholders, y (3) la evolución de las regulaciones.** En esta tercera parte analizamos la resultante creación de valor por parte de la responsabilidad.

1. Ampliación del papel de la empresa en la sociedad y del ámbito de su responsabilidad

Con el creciente papel de la empresa en la actividad económica, y su impacto en la sociedad y el medioambiente, también ha crecido el interés por el papel que desempeña en la sociedad. Para poder apreciar la evolución de ese papel y del comportamiento, es

1. Otro estudio analiza más específicamente el impacto financiero de los intangibles, *2019 Intangible Assets Financial Statement Impact Comparison Report*, pero es menos citado. Sin embargo, a diferencia del anterior estudio, contiene un análisis más exhaustivo de la categorización de los intangibles, ya que su objeto es analizar los riesgos inherentes en la gestión de esos activos. Propone ocho grandes categorías, que resumimos en seis: (1) Propiedad intelectual; (2) Derechos públicos y privados adquiridos; (3) Marca; (4) Intangibles resultado de adquisiciones y fusiones; (5) Información, y (6) Relaciones. Nótese que no incluyen la reputación como activo.

conveniente considerar **un largo periodo de tiempo. Las tendencias son difíciles de apreciar considerando periodos cortos.** Esta consideración nos permitirá apreciar que lo que en sus comienzos se puede concebir como actividades especiales de responsabilidad de la empresa, **con el tiempo se convierten en algo ordinario, en simplemente parte de la buena gestión.**

Hace algunas decenas de años no se consideraba “mala gestión” que las mujeres tuvieran un papel secundario en las empresas. Su papel era mayormente de apoyo a los hombres, la mayoría eran secretarias, y se esperaba que le llevaran el café “al jefe” y sacaran fotocopias (¡hoy lo hacen los pasantes!). **Hoy en día, en un gran número de empresas, este tipo de comportamiento es considerado como denigrante, y cada vez es menos aceptable.**

Todavía es aceptable en muchos países usarla como **objeto sexual en las campañas publicitarias de eventos deportivos, alcohol y tabaco,** por ejemplo. **Hasta hace poco el piropo era considerado un halago, había esmero en su creación poética; ahora, en la época del #metoo, se estima como hostigamiento sexual. Paulatinamente estos comportamientos están siendo considerados como irresponsables, inaceptables.**

A principios de la industrialización, **la contaminación ambiental se consideraba como signo de progreso.** Hoy por hoy, la contaminación ambiental y las emisiones de gases de efecto invernadero por parte de las empresas, si bien son toleradas, se deben someter a la exigencia de reducciones, y se piden compensaciones por los impactos negativos.

Hace decenas de años, y todavía hoy en algunos países, **se tolera, o no se combate proactivamente, el trabajo infantil y el esclavo, pero la tendencia es hacia su erradicación.** Todavía se estila la **publicidad engañosa,** el uso de la psicología de masas y de la manipulación de los sentimientos y del engaño puro y duro, para atraer al consumidor. Pero con la ubicuidad de la información y el activismo de los *stakeholders*, que comentamos más adelante, es (idebería ser!) cada vez más difícil manipular al consumidor. **Comportamientos que antes eran considerados normales, ahora resultan chocantes, irresponsables.**

En el ámbito de la responsabilidad empresarial, el papel de la empresa en la sociedad también ha evolucionado mucho. Los orígenes de esa responsabilidad están en la filantropía, cuando **las empresas consideraban necesario cubrir fallas y omisiones de los gobiernos y de otras instituciones** en las necesidades de la sociedad en general. Paralelamente a estas contribuciones genéricas, muchas empresas, donde tenían gran influencia económica y laboral, comenzaron a preocuparse por el bienestar de sus empleados al exterior de la empresa, con **la cobertura de vivienda y servicios de salud y educación, que eran deficientes en su entorno.** Internamente, al reconocer que el capital humano es su gran activo, muchas empresas **están tratando al empleado como persona con dignidad, no como un recurso de producción, tipo materia prima y maquinaria.**

Con la industrialización, otros capitales, como el manufacturero y el financiero, empezaron a tener un mayor papel, y con la expansión de la actividad económica en la posguerra comenzó y se afianzó **la preocupación con el impacto ambiental,**

y más recientemente, a finales del siglo pasado, se intensificó la ubicuidad y velocidad de la información, con la que **el capital intelectual fue adquiriendo un papel fundamental en muchas empresas**. Y con el impacto de la pandemia, se ha reforzado el interés en el capital humano.

Esta evolución de la preponderancia de los capitales se ha reflejado en lo que se considera parte de la responsabilidad de la empresa. El aumento significativo y sostenido de la participación de la empresa en la actividad económica, ha llevado a que tenga grandes impactos en todos los ámbitos, y con ello **una mayor exigencia para que asuma la responsabilidad por sus impactos negativos. Y con el poder vienen responsabilidades, y la sociedad ha ido exigiendo también contribuciones positivas**, más allá de producir los artículos y servicios que la sociedad necesita, de crear empleos y pagar impuestos. **La producción y comercialización debe ser responsable, los productos y servicios deben ser responsables, los sueldos y condiciones laborales deben ser dignos y se deben pagar todos los impuestos que toca.**

Si bien en la actualidad el grueso de la responsabilidad empresarial se concentra en evitar y mitigar los impactos negativos de sus actividades, en no hacer el mal, la concepción de esa responsabilidad se está ampliando. La generalmente aceptada concepción de la Comisión Europea de la **“responsabilidad por sus impactos en la sociedad”**, se está ampliando a **un orden superior de responsabilidad**. Muchas empresas están ofreciendo, y la sociedad exigiendo, no solo que no se haga daño o que se mitigue, sino que además **se haga todo el bien que sea posible**, dentro de sus capacidades y del contexto en que opera. Esto último fue paradigmático en muchas empresas ante el surgimiento de la pandemia.

Por ahora, esta concepción es relativamente minoritaria, pero es la tendencia a largo plazo, que refuerza la responsabilidad empresarial como sinónimo de buena gestión.

2. Activismo de los *stakeholders*

Otra de las fuerzas que están impulsando a la responsabilidad como creadora de valor, es el **activismo de los *stakeholders***. En términos generales, por estos nos referimos a todas las partes que son afectadas por las actividades de la empresa, y las que puedan afectar a la empresa. **En términos prácticos, a una empresa particular le interesan aquellos que tienen el potencial de afectarla significativamente. Pero muchos de los afectados o no tienen el poder o no tienen la voluntad de hacerlo, y tienden a ser ignorados** en el ejercicio de la responsabilidad (son *stakeholders*, pero no son “materiales”).

El **activismo de los *stakeholders* es lo que estimula la responsabilidad empresarial, aparte de las decisiones de dirigentes ilustrados**, que se sienten responsables por su naturaleza, porque sí. Y las fallas en este activismo son las causantes de que no todas las empresas sean todo lo responsables que la sociedad necesita. **En la práctica, un gran número de los *stakeholders* no tienen la voluntad ni la capacidad de actuar**, y en una gran mayoría de los casos no tienen ni la información ni los medios para hacerlo, sobre todo en el frente de “no hacer el mal”, de “castigar” a las empresas.

Un “*stakeholder*” impersonal, que está empezando a ejercer su poder, es la **información**. En las dos décadas recientes, la ubicuidad y la velocidad de la transmisión de la información han sido extraordinarias. **Ello ha traído la posibilidad de que la información sobre el comportamiento empresarial se disemine amplia y velozmente, y que los comportamientos irresponsables salgan a la luz con rapidez.**

El activismo de los *stakeholders* es una fuerza con mucho potencial para convertir la responsabilidad empresarial en valor de mercado, pero su impacto es, por ahora, muy desigual. La activa participación de todos es una asignatura pendiente y en la que recae gran parte de la responsabilidad por la responsabilidad.

Y si esta fuerza, la de los *stakeholders*, actúa, permitirá a las empresas transformar su responsabilidad en ventaja competitiva y contribuir a la mejora de su valor de mercado.

3. Evolución de la regulación, nacional y supranacional

En el tema de la responsabilidad empresarial, la regulación ha desempeñado un **papel crítico**; tanto es así, que antiguamente se utilizaba para definir la responsabilidad, y se decía que era lo que la empresa hacía yendo más allá de lo exigido por las regulaciones. Como vimos en la discusión anterior, esta concepción es caduca. Pero ello no obsta para que **la regulación de la actividad empresarial continúe siendo un impulsor, en la medida en que mientras más se desarrolla y evoluciona, aumentan las expectativas de la sociedad sobre el papel de la empresa.** Lo regulado no es discutible, y se ha tenido que incorporar en las prácticas rutinarias de las empresas. Y las más ilustradas suelen ir por delante de la creciente ola de regulación.

Pero es el cambio acelerado que se está registrando, comentado antes, en todos los órdenes de la actividad económica, el que está exigiendo cambios en la responsabilidad empresarial, sea de forma autónoma, sea a través de la regulación.

Consideremos algunos ejemplos de los impactos de estos avances en la tecnología, la regulación y el comportamiento responsable. Por una parte, **los avances acelerados en la tecnología de medición de impactos y en el intercambio de información** permiten detectar comportamientos que pasaban inadvertidos solo hace algunos años. **Han sido los avances tecnológicos los que han permitido medir el impacto de las emisiones de gases de efecto invernadero sobre el clima** y todo el cambio revolucionario que ello conlleva en los modelos y patrones de producción y consumo de recursos. Hoy se puede medir la composición del aire en tiempo real, donde se desee, y determinar los componentes nocivos para la salud y quién los ha emitido y, **por ende, establecer las regulaciones que sean necesarias.**

De estas mediciones han surgido todo tipo de **regulaciones para el control de las emisiones**, que a su vez han forzado la obsolescencia de algunas industrias y productos, y la creación de nuevas modalidades de producción, almacenamiento y transporte de energía, lo que a su vez ha llevado a las **empresas y personas a apreciar el impacto que tienen sobre la calidad del medioambiente, a ser más responsables en el consumo de recursos no renovables.** Con los avances tecnológicos ha sido posible

medir con mayor precisión la localización de fuentes de agua, su calidad, su consumo y recuperación, y con ello su regulación, poniendo a este recurso como uno de los críticos para la sostenibilidad. Han cambiado los modelos de producción y consumo de muchas industrias intensivas en su consumo, como las de bebidas, carne y textiles.

Siendo la diseminación de información un instrumento potencialmente efectivo para estimular el comportamiento responsable, en las dos décadas recientes se han desarrollado múltiples esquemas voluntarios sobre el impacto en la sociedad y en el medioambiente, liderados mayormente por los usuarios de la información, que se están consolidando en demandas de obligatoriedad por parte de instituciones de carácter regional, como la Comisión Europea, de carácter más internacional, y como el liderado por la *International Sustainability Standards Board*, y nacionales, como los reguladores de los mercados financieros y de capitales en países como EE. UU., el Reino Unido, China, etc., y sus correspondientes asociaciones internacionales².

Se está desarrollando toda una estructura para regular la producción, consolidación y reporte de información sobre la sostenibilidad empresarial, y su utilización por parte de las instituciones de los mercados financieros en las finanzas sostenibles y las inversiones responsables. Estos requerimientos de diseminación de información se potenciarán con el desarrollo de tecnologías para su captación y utilización en la toma de decisiones. **Al expandir el ámbito de la información que se debe reportar, mejorar su confiabilidad, y su agregación podrá conducir a potenciar el activismo de los stakeholders, con las consecuentes acciones por parte de la dirigencia, lo que contribuirá a la buena gestión, o sea, a empresas más sostenibles.**

Y en la medida que se progrese en la capacidad de recopilar, procesar y divulgar información sobre la responsabilidad empresarial, es de esperar que **la obligación de presentar información general a nivel de las empresas se extienda hacia la presentación de información específica sobre sus productos o servicios**. Así como ahora está regulada la etiquetación de algunos productos, por ejemplo, los comestibles, sobre su composición, su impacto en la nutrición y su origen, eventualmente se extenderá a sus impactos en el medioambiente, sobre sus empleados, responsabilidad fiscal, impacto sobre la salud, etc. Claro está que todavía falta mucho progreso tecnológico para medir todos estos impactos de manera confiable a nivel de producto o servicio, y la estandarización de la información de manera compacta. **Eventualmente habrá un código de barras sobre la sostenibilidad, que se podrá escanear en el móvil.**

La posibilidad de la regulación, y su eventual implantación, impulsan la responsabilidad. Y a largo plazo, ello será (esperemos) simplemente buena gestión.

IV. ¿Quo vadis responsabilidad? Hacia la buena gestión

En esta cuarta parte del capítulo analizamos la convergencia entre responsabilidad y calidad de la gestión, impulsada por las tres fuerzas analizadas anteriormente, y su impacto en la creación de valor.

2. Ver el capítulo V.2 de este volumen, *¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico*.

Mientras más actúan las tres fuerzas, las prácticas responsables se van haciendo parte cotidiana de la gestión, y lo que antes podría considerarse excepcional de algunas empresas, poco a poco se va convirtiendo en rutinario; lo extraordinario se convierte en ordinario, la responsabilidad, en buena gestión.

Para analizar la relación entre la buena gestión y la responsabilidad, es necesario considerarla en el sentido más amplio de la palabra, no como conjunto de actividades, sino como una actitud integral, una forma de hacer la actividad empresarial. De una manera simplista, podemos decir que toda empresa tiene una gestión que puede ser calificada en partes buena y en partes mala. La mala gestión es irresponsable, no usa los recursos que le han sido confiados de tal manera que se obtenga el mayor beneficio posible, para la empresa y para la sociedad. Sin embargo, puede generar valor de mercado. **El mercado está todavía muy lejos de incorporar la responsabilidad empresarial en su toma de decisiones. La buena gestión consiste en buscar ese beneficio dual de forma responsable.**

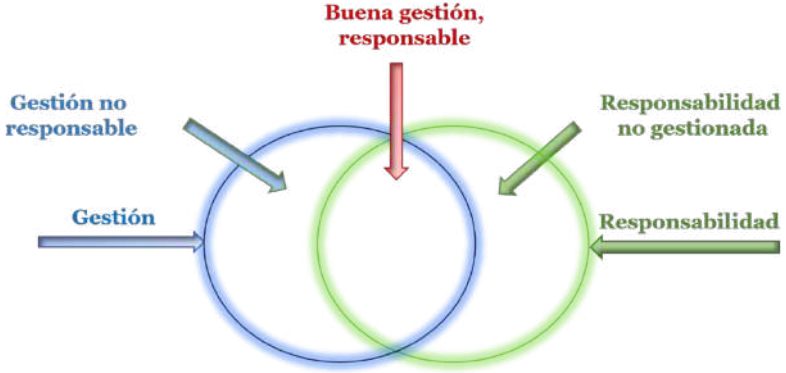
Para ilustrar la relación entre buena gestión y responsabilidad, consideremos un ejemplo muy simple: hace unos diez años se creía que reducir el consumo de materiales en los empaques (formas, volumen, tipo de material, reciclabilidad, etc.) era parte de la responsabilidad social de la empresa, y las empresas lo reportaban, y algunas se vanagloriaban de ello. **Hoy en día se considera sencillamente buena gestión, sentido común.** Lo mismo ocurre con la eficiencia energética y el consumo de agua, y todo el tema de la ecoeficiencia. **Ya no es algo destacable, reportable de manera especial** (aunque muchos todavía lo harán). **¡Pero falta mucho!**

Otro ejemplo de la convergencia se puede apreciar al comparar la práctica y la regulación del comportamiento empresarial en países con diferentes grados de desarrollo institucional. **Un comportamiento que es necesario regular en un país de América Latina puede no ser necesario regularlo en un país escandinavo**, en el cual aquel comportamiento irresponsable ha sido superado, es parte de la práctica cotidiana, de la buena gestión. Algo parecido sucede dentro de un mismo país, a través del tiempo, con la evolución de la regulación y del comportamiento empresarial.

Ejemplos como estos distinguen a las empresas con buena gestión de las que todavía consideran estos comportamientos como especiales. **Las primeras son empresas “profesionalmente” responsables, las segundas son “aficionadas” a la responsabilidad, las que creen que esta es “hacer cosas”, y se vanaglorian de ello.** En el futuro (¿muy lejano?), la empresa responsable será aquella que no tenga que decirlo.

Lo mismo sucederá con la inversión socialmente responsable, que hoy en día es un nicho de mercado, pero que eventualmente se convertirá en la única forma de invertir. Es difícil pensar que en el futuro se ofrecerán fondos de inversión “irresponsables” a los inversionistas, aquellos que incluyen empresas no responsables, como ocurre ahora. Hoy en día no solo hay fondos de inversión en vicios (apuestas, tabaco, alcohol), armamentos y combustibles fósiles, sino que gran parte de los fondos calificados como responsables (que para simplificar se están llamando ASG o ESG) **contienen empresas con solo algún comportamiento responsable y muchos irresponsables. Poco a poco los fondos deberán ser más selectivos, y eventualmente (¿muy lejano?)**

incluirán solo empresas responsables, no solo aficionadas a la responsabilidad. Serán, entonces, fondos con “buena gestión”.

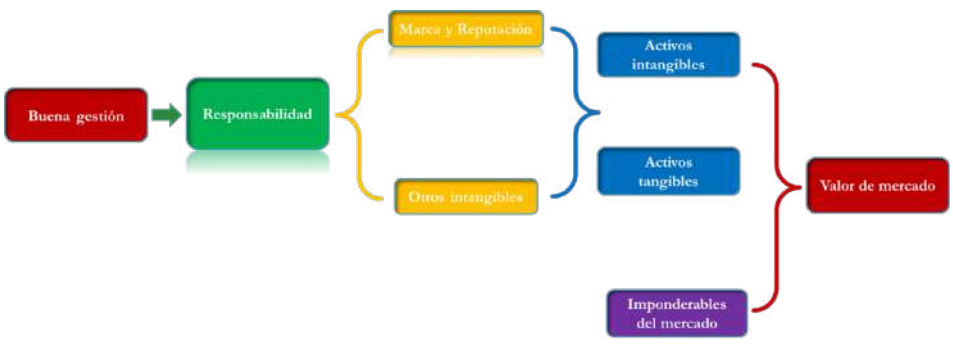


Eventualmente buena gestión y responsabilidad serán lo mismo

Las fuerzas mencionadas en la segunda parte (evolución de la empresa y la sociedad, activismo de los stakeholders, regulaciones) empujarán ambos círculos, gestión (azul) y responsabilidad (verde), hacia el centro, hacia su superposición, y eventualmente serán lo mismo. En varias décadas dejaremos de hablar de responsabilidad empresarial, para hablar sencillamente de buena gestión. Con esto, el argumento empresarial, lo de que las acciones responsables deben conducir a la responsabilidad, perderá importancia, porque esta última, incluyendo la responsabilidad moral ante la injusticia y la inequidad, será la única manera aceptable de operar (puedo hacer este pronóstico porque entonces yo ya no estaré para que me recuerden que me equivoqué).

V. ¿Quo vadis responsabilidad?: a generar valor para la empresa

Y aquí postularemos algo que puede no ser cierto a corto plazo, pero que lo será a largo plazo: la responsabilidad determina el valor del mercado de la empresa, vía los intangibles, que incluyen la marca y la reputación.



De la buena gestión al valor de mercado, vía la responsabilidad

© Antonio Vives

1. ¿Qué determina el valor de la marca y la reputación, y cómo se calcula?

Como comentábamos en la primera parte, los activos intangibles incluyen una gran variedad de conceptos, pero para enfocar la discusión y no alargarla aún más, nos concentraremos en la discusión del **impacto sobre los valores de la marca y la reputación, por ser los que tienen un nexo más tangible con la responsabilidad empresarial**, a pesar de los supuestos, implícitos o explícitos, de sus promotores, que los consideran valores independientes de la responsabilidad, casi de creación espontánea. En esta sección queremos mostrar que **el valor de esos intangibles está, hoy por hoy, influenciado, y en el futuro estará determinado por la responsabilidad con la que la empresa lleva a cabo sus negocios.**

Para considerar este impacto es conveniente distinguir entre la forma como se suelen calcular sus valores y los factores que los determinan. **El hecho de que se utilicen algunos factores en su estimación no quiere decir que son esos factores los que crean el valor.** Y es de enfatizar que, para estimar estos valores, **cada uno de los estimadores tiene su propia metodología, no existe un método generalmente aceptado.** Este es un caso análogo a la calificación de la sostenibilidad de la empresa. Cada calificador tiene su propia idea de lo que es sostenibilidad y un modelo sobre los aspectos que la determinan; de aquí la gran variación en calificaciones de una misma empresa³.

Y como ejemplo de que los valores calculados no reflejan los factores que los determinan, podemos considerar el caso de **las empresas que producen armamentos, tabaco, apuestas y alcohol**, que tienen productos irresponsables (según la opinión de buena parte de la sociedad) y además comportamientos irresponsables (contaminación, discriminación, etc.), **tienen una marca y una reputación que pueden ser valoradas con las metodologías que se usan para generar los “números” que comentábamos en la primera parte, pero que no serán “valores”, o no deberían serlo, de acuerdo con la sociedad. No todos los valores son valores.**

Hay múltiples maneras de conceptualizar y valorar la reputación, y cada institución que la estima tiene su propio modelo de sus determinantes y cómputo⁴. Una de las más reconocidas es la estimación de Harris-Fombrun, que calcula un Coeficiente de Reputación Corporativa, **basado en la percepción del público sobre 20 atributos de la empresa, calificados en seis dimensiones** (Atractivo emocional, Productos y servicios, Visión y liderazgo, Ambiente laboral, Rendimiento financiero y Responsabilidad social). **Y aquí hay que enfatizar “percepción”.**

Hemos analizado, en otros artículos, **la dificultad de que el público pueda opinar de manera confiable sobre los 20 atributos para centenares de empresas, y el sesgo que ello induce hacia las empresas de productos de consumo masivo, ampliamente conocidas.** Para nuestros propósitos, baste mencionar en qué se basan las

3. Ver el capítulo VI.2 de este volumen, *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*

4. Ver el análisis de diferentes modelos en ***Conceptualización y comparación de distintos modelos de evaluación de la reputación corporativa***, por José Ignacio Suviri Carrasco, en la Revista de Responsabilidad Social de la Empresa, No. 4, enero-abril del 2010.

estimaciones del valor de la reputación y lo que los modelos suponen que lo produce⁵. La responsabilidad social está incluida de nombre, pero es muy posible que los encuestados, **público en general, la entiendan; si la entienden, como la concepción reducida de la responsabilidad** por los impactos, y no en la concepción amplia que comentábamos en la segunda parte de, además, hacer todo el bien posible. **Si así fuera, todas las demás dimensiones podrían considerarse como responsabilidad social, el “orden superior de responsabilidad” y, por ende, buena gestión.**

En cuanto a la valoración de la marca, las metodologías son muy diversas y relativamente complejas. En general, se basan en supuestos y comparaciones del valor de empresas análogas que no tienen la marca y la estimación de lo que serían sus beneficios si tuvieran productos genéricos, sin marca que los distinga. En general, están basadas en la estimación del valor presente de beneficios que son atribuibles a la marca. **A diferencia de la estimación del valor de la reputación, no se consideran factores predeterminados; de allí que la influencia de la responsabilidad sobre el valor de la marca sea vía la misma reputación y la confianza, confiabilidad y experiencias del consumidor con los productos y servicios⁶.** Si preferimos una marca, digamos de champú, como Neutrogena, es porque tenemos confianza en que la empresa tiene controles de calidad, se cuida de que sea efectivo, que el champú hace lo que dicen que hace, que es saludable y que no ha tenido quejas o problemas legales sobre el producto, etc. **Lo favorecemos, dándole valor a la marca como resultado de la responsabilidad del producto, con la que lo produce y con la que lo comercializa.**

El valor del resto de los intangibles⁷ puede parecer menos determinado por la responsabilidad, por ejemplo, los valores de los derechos o del capital intelectual, pero no se puede negar que la responsabilidad de la empresa es un factor clave en la confianza y confiabilidad, lo que permite el desarrollo de estos intangibles. Quien quiere trabajar con la empresa, quien quiere tener relaciones con ella, quien quiere otorgarle derechos, necesita tener confianza. A estas alturas, a lo mejor la responsabilidad **no es tan determinante como en los casos de la marca y la reputación, pero sí es influyente.**

2. Valoración de la responsabilidad

Una manera, por ahora muy indirecta, de mostrar que la responsabilidad contribuye al valor de la empresa, es la de los estudios econométricos, que analizan la relación rentabilidad/responsabilidad entre alguna medida de responsabilidad para un conjunto de empresas en un periodo determinado (en general, usan la medida de alguna práctica muy parcial, como emisiones, sueldos, diversidad en el Consejo, *rating* en calificación de sostenibilidad, etc.) y alguna medida de rentabilidad,

5. Analizábamos otro modelo de evaluación en el capítulo III.11, *¿Reputación como fin o como resultado de la RSE?*, del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

6. Se puede ver una metodología en *Brand Finance*.

7. *2019 Intangible Assets Financial Statement Impact Comparison Report* contiene un análisis más exhaustivo de la categorización de los intangibles en ocho grandes categorías, que resumimos en seis: (1) Propiedad intelectual; (2) Derechos públicos y privados adquiridos; (3) Marca; (4) Intangibles resultado de adquisiciones y fusiones; (5) Información, y (6) Relaciones.

como el rendimiento en bolsa o en el valor contable. Algunos estudios concluyen que a mayor “responsabilidad”, mayor “rentabilidad”; otros lo contrario, y algunos ni lo uno ni lo otro⁸. **Y muy pocos demuestran causalidad de manera convincente: la responsabilidad contribuye a la rentabilidad o es la rentabilidad la que permite ser responsable.**

La inmensa diversidad de resultados se debe a que ninguno considera una medida integral de responsabilidad, que no existe, ni puede existir, según la concepción desarrollada en la segunda parte, y mucho menos cuantificarla. Pero si ello fuera posible, lo que lograrían demostrar es que la responsabilidad y la rentabilidad están ambas relacionadas con una tercera variable, omitida en estos estudios, que es la calidad de la gestión. Lo que terminan demostrando, sin reconocerlo, es que las empresas bien gestionadas, léase responsables, tienden a ser más rentables. Obvio. Sin darse cuenta, usan parte de la buena gestión, o sea, algunas prácticas responsables, como proxy de buena gestión. **Si usaran una o varias variables específicamente diseñadas para representar la calidad de la gestión, la relación sería más robusta y generalizable.**

La fortaleza de la relación está determinada por la acción de las tres fuerzas que discutíamos en la segunda parte. **Si las fuerzas actúan, responsabilidad y buena gestión son lo mismo, y si son lo mismo, conducen a rentabilidad.** Si las fuerzas no actúan, si son indiferentes a la responsabilidad empresarial, no habrá causalidad entre responsabilidad y rentabilidad. Si los inversores son indiferentes a la responsabilidad empresarial, no harán subir el precio de las acciones responsables en consecuencia.

Y aquí es importante **distinguir entre las relaciones responsabilidad/rentabilidad a nivel de empresa, en particular de a nivel de conjunto de empresas.** El caso anterior se refiere al **intento de generalización de que responsabilidad rinde beneficios en bolsa**, lo que requiere que los mercados respondan. **Esto es de interés para los inversionistas en general.** A nivel de una empresa en particular, **la relación es el llamado “argumento empresarial”, si las prácticas responsables le rinden beneficios a esa empresa. Esto es de interés para los dirigentes de la empresa y sus accionistas.** Por ejemplo, si la empresa es ecoeficiente, tendrá menores costos que empresas comparables; si la empresa tiene buenas prácticas y condiciones laborales, puede tener mayor productividad del capital humano; si la empresa produce artículos de manera responsable, puede tener mayor demanda. **En estos casos la causa-efecto es visible; en el otro caso, depende de la reacción del mercado⁹.**

Y ahora que se está desarrollando la responsabilidad social (sostenibilidad empresarial) como un negocio, hay intereses en atribuir el valor de la empresa

8. Ver, por ejemplo, *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*, Tensie Whelan, Ulrich Atz and Casey Clark. Los que quieren demostrar una relación positiva seleccionan los que les resultan más favorables, como, por ejemplo, *From Stockholder to Stakeholder: How Sustainability can drive Financial Outperformance*, de Oxford University y Arabesque Partners.

9. Ver, por ejemplo, la discusión en *¿Cuál es el argumento empresarial de la RSE?*, capítulo III.3 del volumen II, y en *Rentabilidad de la responsabilidad*, capítulo I.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

a la responsabilidad¹⁰. Sin embargo, este negocio todavía no está suficientemente desarrollado como para cuantificar su contribución al valor de la empresa y hacer alardes semejantes a los que hacen los promotores del valor de la marca y de la reputación, pero **no pasará mucho tiempo para que empresas de consultoría produzcan estimados de la contribución de la responsabilidad al valor del mercado...** ¡si hay demanda por ello! **Y esos valores subsumirán la marca, la reputación y algunos otros intangibles.**

El valor de la empresa, y en particular de los intangibles, bajo el control de la empresa, han sido generados por la reacción de los mercados a la gestión de la empresa, y siendo “valores” positivos, deseables (no nos referimos solo a “números”), es de suponer que hayan sido generados por una gestión responsable. Pero hay todavía nichos de mercado que recompensan comportamientos que gran parte de la sociedad considera irresponsables.

VI. Resumen

En este capítulo hemos postulado y pretendido demostrar lo que puede parecer una osadía o una exageración: el valor de los activos intangibles generados por la empresa, que son buena parte del valor de la empresa en el mercado, se debe a su responsabilidad empresarial, que al ser debidamente conceptualizada e implementada, es solo buena gestión.

En este sentido, por responsabilidad bien conceptualizada e implementada nos referimos a la responsabilidad no solo por sus impactos, sino por hacer todo el bien que le sea posible, de acuerdo con sus capacidades y en el contexto en que opera, **a una manera de hacer negocios**, a la buena gestión, no a actividades ocasionales, separadas de la estrategia, como generalmente es todavía concebida por gran parte de la sociedad y de las empresas.

Y la conversión de esa responsabilidad en valor de mercado dependerá de la aplicación de las tres fuerzas que la impulsan en el siglo XXI: la evolución de los valores de la sociedad, los intereses y acciones de esa sociedad en tener empresas responsables, y el interés y acciones de los responsables de la regulación y supervisión de sus actividades.

El proceso de **enraizar la responsabilidad** en todas las empresas es un esfuerzo a muy largo plazo, con progresos muy desiguales, de avance y retroceso de acuerdo con esas fuerzas y las crisis, vicisitudes y desarrollos en la situación económica y social. **Pero es la tendencia a largo plazo.**

A manera de conclusión, y para ilustrar la evolución de la responsabilidad, podemos recordar que cuando Milton Friedman escribió el tristemente célebre artículo sobre que la responsabilidad social de las empresas era la creación de valor para los accionistas, solo el 20 % del valor de mercado de la empresa, en promedio, se atribuía a los activos intangibles, en tanto que, en la actualidad, como se desprende de la discusión anterior,

¹⁰. Ver los enemigos números 2 y 3 en el capítulo II.1 de este volumen, *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*.

es una proporción mucho mayor. Buena parte de ese valor es ahora consecuencia de la responsabilidad empresarial.

¿Será por esto por lo que Friedman no valoraba la contribución de la responsabilidad? ¿Por qué en ese entonces todo eran activos físicos y financieros? Resulta que ahora es lo mismo que en su época, solo que la manera de generar valor (léase “la forma de gestionar las empresas”) ha cambiado. Hay que ser responsables.

Y cuando la sociedad haya llegado a su pleno desarrollo, responsabilidad y buena gestión serán sinónimos, y el valor del mercado estará determinado por la buena gestión de los activos tangibles, de los intangibles, consecuencia de la responsabilidad, y por los imponderables de los mercados, que nunca serán controlables.

**Cuarta parte:
Remuneraciones
ligadas a la
responsabilidad
empresarial**

04

Cuarta parte: Remuneraciones ligadas a la responsabilidad empresarial

Esta cuarta parte es monotemática y se dedica exclusivamente a analizar el nexo entre parte de las remuneraciones monetarias variables de los dirigentes al logro de objetivos de responsabilidad empresarial, analizando la práctica, buenos y malos ejemplos, y ofrece una propuesta para mejorar la efectividad de estos esquemas de remuneración.

El primer capítulo, *Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: quién y cómo lo hacen*, pasa revista a encuestas y estudios que han considerado el tema en EE. UU., países europeos en general y España y el Reino Unido en particular, y un estudio a nivel mundial. Las conclusiones son que si bien el uso de los nexos en la práctica está todavía en sus comienzos, utilizando gran variedad de modalidades, se pueden hacer algunas generalizaciones. El crecimiento de los últimos años es acelerado, con mayor adopción en Europa que en EE. UU., y si bien en ambos casos prevalecen los nexos sobre las remuneraciones a corto plazo, en Europa las de largo plazo tienen mayor prevalencia. Se muestra que los nexos suelen incluir pocos indicadores, de tres a cinco, en algunos casos vía algún tipo de índice, y en muchos otros con nexos a indicadores individuales, y que, en general, suelen afectar porcentajes relativamente menores de la remuneración. De todo esto concluimos que los nexos tienen poco potencial de afectar la sostenibilidad empresarial.

En el segundo capítulo, *Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: buenos y malos ejemplos de empresas*, analizamos diez casos en EE. UU., el Reino Unido, Francia y España. Encontramos que un gran número de ellos tiende a usar indicadores de relativamente fácil determinación y logro, y en muchos casos no están determinados para promover lo que deben ser los aspectos materiales y estratégicos de la empresa. Parecieran más bien ejercicios para poder decir que tienen los nexos, en respuesta a demandas de algunos stakeholders. Encontramos solo dos buenos ejemplos: Unilever, en el Reino Unido/Países Bajos, e Inditex, en España, donde la batería de indicadores tiene una relación tangible con lo que debería ser la responsabilidad empresarial de ese tipo de empresas. Las demás parecen tímidos intentos, sin potencial de estimular esa responsabilidad.

El tercer capítulo, *Remuneraciones ligadas a la responsabilidad: cómo hacerlo, si se quiere hacer bien*, analiza las objeciones que normalmente se hacen al establecimiento de estos nexos, e incluye una destilación de las lecciones de los dos capítulos precedentes, para hacer una serie de recomendaciones que podrían mejorar su efectividad en el logro de la sostenibilidad empresarial, para lo cual postulamos diez criterios que deberían cumplir el conjunto de indicadores y los nexos. Enfatizamos que el esquema de remuneración y los nexos deben ser, además, compatibles con la cultura organizacional de la empresa, y sobre todo que el esquema debe considerar la sostenibilidad empresarial en su sentido más amplio, y no solo su condensación en algunos indicadores A, S o G, para lo cual se puede requerir ampliarlo con otros indicadores que van más allá de estos, y que no necesariamente serán cuantitativos.

Capítulo IV.1

Remuneraciones ligadas a responsabilidad: quién y cómo lo hacen

i Promueven la sostenibilidad las remuneraciones ligadas a la responsabilidad de los altos dirigentes empresariales?
¿En qué condiciones pueden ser efectivas?

El tema **del nexo entre las remuneraciones y los resultados de la responsabilidad empresarial está adquiriendo gran interés en la práctica**, en gran parte porque se percibe como una de las posibles medidas para incentivar a los dirigentes a asumir la responsabilidad de la empresa ante la sociedad y a mejorar su contribución al bienestar y la sostenibilidad del planeta.

Podríamos considerarlo como el cuarto pilar en la promoción de la responsabilidad empresarial, junto con las motivaciones intrínsecas de esos dirigentes, las presiones de los *stakeholders* y las regulaciones que imponen los gobiernos y las instituciones. A lo mejor necesitan un aliciente.

En este capítulo pasaremos revista a algunos **estudios recientes** sobre la situación de su implementación a nivel agregado en EE. UU., países europeos y del resto del mundo. En el siguiente capítulo comentaremos algunos **ejemplos** individuales en empresas relativamente avanzadas, también en estos países. Y en el tercer capítulo aprovecharemos el conocimiento derivado de este repaso para analizar las **principales dificultades**, reales y percibidas, y objeciones para su implementación, y ofrecer algunas **sugerencias para el diseño** de un programa de incentivos a la responsabilidad, que puedan vencer esos obstáculos y eventualmente **mejorar su efectividad**.

Hay que destacar que los estudios reseñados se refieren a **grandes empresas cotizadas en las respectivas bolsas de valores, y como tal deben tomarse con carácter ilustrativo. Las empresas que no cotizan en bolsa deben ejercer cautela** en la adopción de tales prácticas, y adaptarlas a su realidad. Su cultura, su capacidad de gestión, las demandas de sus *stakeholders*, su sistema informativo sobre responsabilidad, entre otros factores, condicionarán tal adopción.

I. Introducción

Dentro del amplio contexto de la evolución de la responsabilidad empresarial, la implementación práctica de los incentivos monetarios es un tema relativamente reciente, aun cuando en la teoría se viene promoviendo desde hace algunas décadas. La discrepancia

radica en que la implementación práctica **enfrenta serios obstáculos, tanto de orden metodológico como emocional. De la teoría a la práctica hay un gran trecho.**

Pero las buenas noticias son que ha habido **un gran progreso en años recientes**, en parte reflejado en el hecho de que las empresas de consultoría en remuneraciones están llevando a cabo estudios sobre el tema, en particular en EE. UU., el Reino Unido, países de Europa, España y en otros países. Seguramente hay muchos más que no han sido todavía publicados o que son de uso privado. Ello refleja la demanda de servicios que estas empresas deben percibir por el tema, **para lo cual deben conocer no solo la teoría del nexo, sino además las buenas prácticas.**

El tema ha pasado de ser utilizado en unas pocas empresas líderes hace un par de años, mayormente en Europa, a ser usado por centenares de empresas, como analizaremos más adelante. **Se está integrando con rapidez en la implementación de las estrategias de responsabilidad de las empresas.**

¿Por qué es necesario el nexo? La expectativa es que los altos dirigentes y la gerencia media son racionales en cuanto a la remuneración, prefieren más a menos, y que responden a las señales que les marcan los incentivos. Es de suponer que si su remuneración está ligada al logro de algún objetivo, este será enfatizado en la gestión. Pero, ¿son suficientes? De aquí que desarrollaremos la discusión en el contexto de la **efectividad** de esos incentivos¹.

Pero los objetivos relacionados con la **responsabilidad empresarial tienen características muy especiales, que hacen que el nexo sea más complicado** que, por ejemplo, el nexo con los resultados financieros, que es el tradicional y de casi universal adopción. Adicionalmente, será necesario considerar la compatibilidad con las **motivaciones intrínsecas de los actores y de la cultura empresarial** en que se desenvuelven, más allá de las reacciones esperadas a los incentivos monetarios. Estos aspectos los analizaremos en la tercera parte.

El tema es extraordinariamente complejo y resulta imposible hacerle justicia en este breve repaso, por lo que remitimos al lector interesado a los numerosos nexos que incluimos en los tres capítulos.

II. Situación actual de los nexos remuneraciones-responsabilidad

1. Introducción

En esta sección discutiremos la situación de la implementación en los países mencionados y analizaremos la implementación en algunos casos paradigmáticos. Para ello será importante tener en cuenta algunas consideraciones. Primero, hay que distinguir entre **los resultados basados en encuestas**, respondidas por las empresas, lo cual puede contener sesgos, versus **los resultados basados en investigaciones** sobre lo reportado por las empresas en sus informes, que también puede contener sesgos, versus lo que sería

1. Ver *Mis artículos sobre incentivos (septiembre del 2020)* y *Capitalismo de los stakeholders: cómo se implementa?*, capítulo II.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

el ideal, con base en el **análisis de los esquemas realmente implementados** en las empresas. Hay que tener esto en cuenta a la hora de analizar la gran variedad de resultados que presentamos en la discusión siguiente.

Segundo, como ya hemos comentado de manera extensa en otros escritos, **no hay ni puede haber una conceptualización generalmente aceptada de lo que es la responsabilidad², pero los estudios analizan el nexo de las remuneraciones con indicadores ASG genéricos, que no es lo mismo que responsabilidad, con poca especificidad.** Cualquier cosa se denomina ASG. Por ejemplo, algo tradicional y nada especial, como es el nexo de la remuneración con la satisfacción de los clientes, ahora se considera como remuneración ligada a la responsabilidad. **Ante la presión por demostrar preocupación por el tema, todo vale, todo es ASG.**

Y tercero, que los estudios sobre las prácticas que comentamos **se refieren a las remuneraciones en términos monetarios y se ignoran las “remuneraciones” no monetarias** (satisfacción, reputación, prestigio, ética personal, etc.). En términos de impactos sobre la sostenibilidad, en contraste con los financieros, **estos otros factores pueden motivar la actuación de algunos dirigentes.**

2. Advertencia previa

En los resultados que analizamos a continuación hay que tener en cuenta la **generalización** que representa el uso de las siglas ASG y las diferentes modalidades de recopilar la información. Se dirá que las remuneraciones están ligadas a la ASG, pero esto puede incluir **desde un solo indicador a decenas, uno por uno o agregados; de aquí que los resultados deben ser considerados solamente como ilustrativos del espectro de posibilidades, de prácticas y de opiniones en las encuestas, y de aseveraciones en los reportes, que pueden ser sesgadas.**

Además, para la **interpretación de los resultados** hay que tener en cuenta que algunas encuestas analizan un subuniverso, como, por ejemplo, los integrantes de algún índice bursátil, en cuyo caso los porcentajes reportados de adopción son representativos de ese conjunto, pero cuando se usan muestras de empresas que tienen poco en común, los porcentajes no son representativos de ningún conjunto y no son extrapolables. **La muestra determina su confiabilidad.**

Los resultados que presentamos a continuación son **a nivel muy agregado** y esconden grandes diferencias entre empresas y entre sectores industriales, sobre todo en **el tipo de indicadores** (concentraciones en A, o en S, o en G, o en varios), que no son cubiertas por estos reportes. Se deben considerar solo como **ilustrativos de la extensión de la práctica**, que es poco uniforme.

3. Resultados a nivel de países o grupos de países

a. Estados Unidos

². Ver la sección III del artículo *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Segunda parte: ¿cuántos debe haber?*, capítulo VI.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

En el país donde **la gestión de las empresas descansa fuertemente sobre el uso de incentivos monetarios** (argumento de la rentabilidad por encima del argumento moral), el tema ha adquirido interés creciente, y se han producido varios estudios sobre la situación en la práctica de su nexa con la responsabilidad. En marzo del 2020 se publicó el estudio *ESG Incentive Metrics: S&P 500 Highlights*, por la consultora *Willis Tower Watson*, donde analizan las características de la relación en las 500 empresas del índice S&P 500. Algunas de las principales conclusiones:

- El 50% incluye indicadores ASG en los planes anuales de remuneración, pero **solo el 4% lo incluye en la remuneración a largo plazo.**

Pero la sostenibilidad es un tema a largo plazo. Estos incentivos refuerzan el cortoplacismo, ya estimulado por los nexos a los resultados financieros. Induce comportamientos que pueden ser contraproducentes, ya que **estimulan la gestión al logro de la meta**, lo que, a largo plazo, puede no coincidir con los intereses de la empresa. Por ejemplo, si uno de los indicadores es la satisfacción del personal, en el año en cuestión, **el dirigente puede adoptar medidas contraproducentes para la empresa** con tal de lograr el beneplácito del personal a su cargo. Es cierto que la satisfacción del personal es clave para la gestión responsable, pero debe buscarse con una visión a largo plazo y **en función de la empresa, no del dirigente en cuestión.**

- El 35% relaciona las remuneraciones a un **promedio ponderado de indicadores**; un 32% las relaciona a un conjunto de medidas evaluadas **cuantitativamente** como parte de la evaluación de la gestión del dirigente, y un 49% las relaciona con medidas **cuantitativas, pero a nivel individual.**
- El promedio ponderado se usa con aspectos ambientales, seguridad y satisfacción del consumidor, en tanto que las medidas cuantitativas individuales se usan con aspectos de recursos humanos y de gobernanza.

Si bien el estudio dice que se refiere a “indicadores de incentivos ASG”, **es más una investigación sobre la remuneración en general**, ya que mezcla aspectos de gestión tradicionales con algunos aspectos especiales de responsabilidad empresarial e indicadores específicos de responsabilidad con la evaluación cuantitativa tradicional del rendimiento de los dirigentes. **Tiene una concepción muy amplia de lo que son criterios ASG y su nexa con las remuneraciones**³.

Algunos de los resultados del estudio *The director's new playbook: Taking on change (PwC's 2021 Annual Corporate Directors Survey)*, muestran que todo el entorno de la consideración de aspectos ASG por los consejos está en etapa de confusión. **Por ejemplo, el 64% de los consejeros dicen que ello está incorporado en la estrategia (15% más que el año precedente), pero solo el 25% creen que el consejo entiende bien los riesgos de la irresponsabilidad.** El 52% está de acuerdo con relacionar las remuneraciones con metas de diversidad e inclusión, la moda en EE. UU. (39% el año precedente), y la mitad está de acuerdo en relacionarlas con satisfacción del consumidor,

3. Hay otro estudio sobre el mismo grupo de empresas, *2021 ESG & Incentives Report*, por Semler Brossy Consulting Group, de julio del 2021, con resultados similares.

seguridad laboral, calidad y el involucramiento del personal. **La preocupación por estos aspectos, más bien genéricos, refleja además la concepción muy estrecha de lo que debe ser la responsabilidad empresarial.**

Esto es una constante de todos los estudios: referirse a los aspectos ASG de forma genérica, dando la impresión de que se tiene una visión holística, cuando en la realidad se refiere a aspectos muy puntuales y a veces relacionados con la gestión cotidiana, nada especial.

Otros estudios reportan resultados muy diferentes. Un estudio por parte de la empresa asesora en votaciones en las Asambleas Generales de Accionistas (AGA), [ISS](#), encuentra que menos del 5% de las empresas del índice S&P500 incluyen indicadores ASG en las remuneraciones a corto plazo, y menos del 1% en las de largo plazo. Y si bien un estudio de Deloitte encontró que el 28% de las [propuestas sobre remuneraciones en las AGA](#) contienen nexos con la sostenibilidad, **ninguna captó suficientes votos como para ser aprobada.**

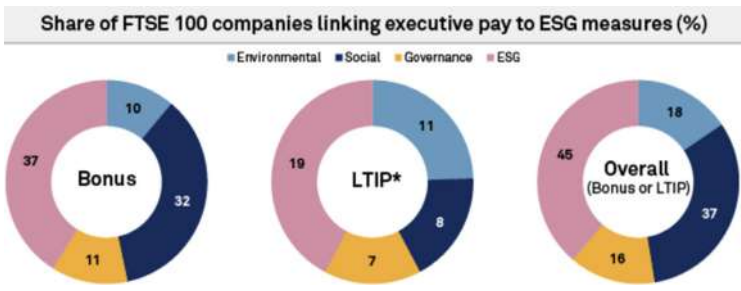
¡Pero las intenciones son buenas! Otro estudio de [Willis Towers Watson](#), a nivel de América del Norte, Europa, Asia, Medio Oriente y África, encontró que el 78% de las empresas piensan cambiar el uso de indicadores ASG en sus planes de remuneración, el 47% piensa hacerlo en las remuneraciones a largo plazo y el 37% en los planes anuales.

Y estos resultados agregados esconden realidades a nivel de empresas. Un análisis de las prácticas en 48 de los mayores emisores de gases reveló que **solo cuatro de ellas tenían un nexo explícito entre remuneración y reducción de emisiones**, y solo dos lo tenían en la compensación a largo plazo.

Esto refleja el estado de confusión (o de inmadurez del tema) y de la diferencia entre intenciones, reportes y la realidad.

b. Reino Unido

De acuerdo con un [estudio de PwC](#) de las 100 mayores empresas de la Bolsa de Valores de Londres, **el 45% tienen nexos entre indicadores ASG y las remuneraciones** anuales, o en sus programas de incentivos a largo plazo. El 37% incluye indicadores con una ponderación promedio del 15% en las anuales, en tanto que el 19% las incluye en las de largo plazo, con una ponderación promedio del 16%. Y un tercio de las empresas usan indicadores “tradicionales”, relacionados con los empleados, incluyendo salud y seguridad, y el 27% utilizan indicadores “nuevos”, como cambio climático, inclusión y diversidad.



De acuerdo con otro estudio, *Paying well for doing good*, de PwC y la London Business School, **solamente la mitad de los nexos están basados en aspectos materiales**, según los indicadores del Sustainability Accounting Standards Board (SASB), pero es de notar que la otra mitad incluye características como la inclusión, la diversidad y el involucramiento del personal, que para muchos sí son aspectos materiales. Una visión peculiar de la materialidad del SASB parece que considera estos últimos aspectos como obvios. **¿Qué es responsabilidad?!**

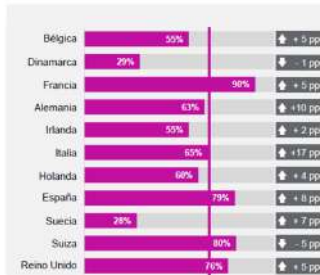
Y hay un gran crecimiento. Un estudio de la práctica en las 250 empresas más grandes de la Bolsa de Valores de Londres encontró que el uso de indicadores ASG en las remuneraciones anuales había aumentado un 57% en el año, con base en un análisis de los informes anuales, al pasar del 19% al 30% de las empresas, lo que demuestra que es incipiente, pero de creciente interés.

c. Europa

A nivel europeo, incluyendo a España, la firma consultora Willis Towers Watson realizó un estudio sobre el tema durante el 2021, *ESG y la retribución de la alta dirección*. El interés de este estudio es que presenta **resultados comparativos entre países, pero con un grado de agregación que no permite apreciar las diferencias en las prácticas.**

Prevalencia de las métricas de ESG en los planes de incentivo (cont.)

Bonus anual

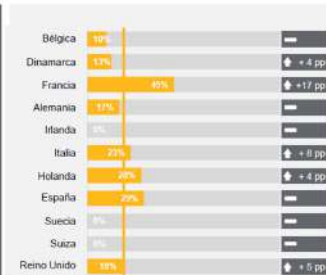


66% de las principales compañías europeas incorporan métricas de ESG en su bonus anual
 ↑ + 7 pp

17%
 ↑ + 6 pp
 de las principales compañías europeas incorporan métricas de ESG tanto en su bonus anual como en su ILP



ILP



19% de las principales compañías europeas incorporan métricas de ESG en su ILP
 ↑ + 4 pp

De esta gráfica se aprecia lo que es general, y es que los **nexos a corto plazo son mucho más comunes que los de largo plazo**, que hay crecimiento en su adopción y que hay países muy avanzados, como Francia y España. Nótese que los líderes en responsabilidad mundial, **los países escandinavos, los usan poco, presumiblemente porque es algo ya engranado en el comportamiento** de los dirigentes y no necesitan de incentivos para ello. Por ejemplo, no requieren incentivos monetarios para lograr paridad en la remuneración y representación de las mujeres en los consejos.

Y hay acción de algunos inversionistas institucionales. En su [Informe anual sobre su votación en las asambleas generales de accionistas](#), la gestora de fondos de inversión activos, *AllianzGI*, con sede en Alemania (gestiona más de 700 000 millones de euros), anunció que a partir del 2023 **votará en contra de las resoluciones sobre remuneraciones de los consejeros que no incluyan nexos a indicadores ESG.** Y *Cevian Capital*, un gestor de fondos activistas en Suecia, indicó que todas las empresas en Europa en las que invierte deben tener nexos entre la remuneración de los ejecutivos e indicadores ASG, que deben proteger el valor de los accionistas y de los demás *stakeholders*.

El gigante gestor de inversiones *BlackRock*, con sede en Nueva York, pero con inversiones en un gran número de países, en su nueva [política de involucramiento](#)⁵ indicó que **“...no tiene una posición firme sobre el uso de criterios de responsabilidad para las remuneraciones... pero que si los usan deben demostrar que son materiales, rigurosos y están alineados con prioridades estratégicas de la empresa”**. Claro contraste con Europa. Sí, pero solo si...

d. España

Aparte de los resultados incluidos en la encuesta anterior a nivel europeo, específicamente para España solo hemos encontrado [una encuesta](#) de la Asociación Española de Directivos de Responsabilidad Social (DIRSE), del 2019, que encontró que un tercio de las empresas encuestadas tenían alguna modalidad de nexos entre remuneración y responsabilidad, con un 71% de aplicaciones desde cinco o menos años, pero **casí un 30% con uso desde hacía 10 o más años**. Lamentablemente, no hay detalles para poder verificar la confiabilidad o el ámbito de estos resultados (¿un indicador?, ¿muchos?, ¿cuáles?), y **siendo una encuesta entre responsables de RSE, es de suponer que peca de optimista**.

e. Mundial

El informe [Volatile Transitions: Navigating ESG in 2021](#), de la consultora *ISS ESG*, contiene una sección donde se presentan datos sobre los nexos entre remuneraciones y aspectos ASG en 17 países. Por su amplia cobertura, el informe cubre aspectos muy agregados, pero ofrece algunos **resultados que agregan valor a los estudios comentados anteriormente**.

- **El número de empresas con al menos un incentivo ASG se ha más que duplicado**, del 2018 al 2020, al 20%. Lamentablemente no describe la muestra, por lo que no podemos saber si es mucho o poco, solo que ha ido aumentando.
- **Los países europeos tienen el mayor porcentaje de empresas**, con Francia y España alrededor del 50%. En la cola están Estados Unidos y tres países escandinavos. En el primer caso debe ser por falta de interés, pero en el segundo es posible que la responsabilidad esté tan integrada en la gestión que no hace falta incentivar a los dirigentes.

4. Ver *La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo*, capítulo VI.4 de este volumen.

5. [BlackRock Investment Stewardship Engagement Priorities](#).

- En términos de sectores industriales, las **empresas energéticas, de servicios públicos y de materiales son las de mayor utilización**, en tanto que las de menor uso son las de informática, finanzas, salud y de bienes de consumo. En el primer grupo debe ser porque son empresas con elevados impactos sociales y ambientales, lo que es menor en el segundo grupo.
- Los indicadores más usados son los de seguridad industrial, gestión de recursos humanos y “responsabilidad social” (?). El hecho de incluir un indicador amplio, como este último, separado de los específicos (medioambiente, recursos humanos, diversidad, etc.), que son parte integral de esa responsabilidad, **corroborra la confusión que hemos venido destacando**.

f. Comisión Europea

La Comisión Europea, dentro de su estrategia global de promoción de la sostenibilidad, también se ha interesado por el tema, y en el 2020 celebró una conferencia y produjo un informe, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, que cubría el **nexo remuneración/responsabilidad** para la creación de valor sostenible. También cubrió otros temas, como las **destrezas en sostenibilidad necesarias para los consejeros** (que habíamos analizado en un artículo anterior⁶). **Ambos aspectos, remuneración y competencias, han sido recogidos** en el Informe Final sobre la Taxonomía Social (febrero del 2022, sección 6.2), como **algo para ser estudiado con más detalle e incluido en un esquema de gobierno corporativo**, actualmente en preparación. En aquel documento presentan una breve descripción de los **pros y contras del nexo remuneración/responsabilidad**, que comentaremos en el capítulo IV.3.

g. Estados Unidos vs. Europa⁷

En EE. UU. se enfatizan más los aspectos de gobernanza, en tanto que en Europa (incluyendo el Reino Unido) es más referido el tema ambiental, y relativamente igual el tema social, aunque en Europa tienen una visión más amplia, incluyendo varios aspectos de la gestión del capital humano. En EE. UU. es mucho más prevalente el **aspecto de inclusión**, ante la diversidad de la población (razas, etnias, religión, origen nacional) y la discriminación tradicional de algunos colectivos. **En ambos casos la igualdad de género es un aspecto recurrente**.

En Europa es **mayor la proporción de la remuneración variable que está ligada a indicadores ASG**. También es más alto en Europa el porcentaje de empresas que reportan usar el nexo. En términos del plazo para los nexos, en **ambos prevalecen los de corto plazo sobre los de largo plazo**, con mucha ventaja, pero Europa usa los de largo plazo con mucha más frecuencia que EE. UU.

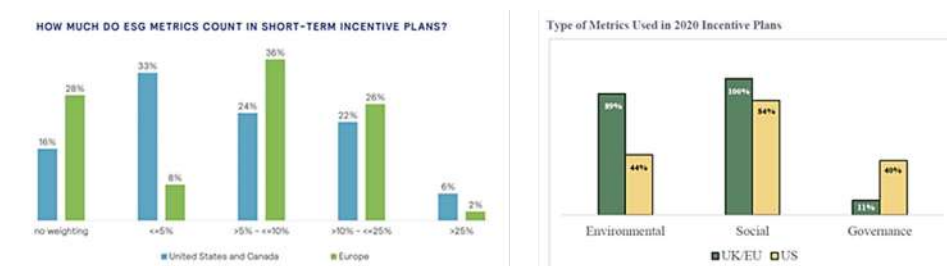
En términos de las modalidades de los nexos, no hay muchas diferencias entre ambos. **La**

6. Paradoja de los consejeros: ¿mujeres sí, competencias en sostenibilidad no?, capítulo V.7 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y ¿Los consejeros están preparados para gestionar la sostenibilidad empresarial?, capítulo I.6 de este volumen.

7. Ver *Do UK and EU Companies Lead US Companies in ESG Measurements in Incentive Compensation Plans?*

mayoría usan algunos promedios ponderados de indicadores (73 % en Europa y 63 % en EE. UU.), y la minoría utilizan cambios en las remuneraciones variables basadas en los indicadores financieros, para reflejar los objetivos ASG (14 % y 8 %), y el resto usan indicadores discrecionales (14 % y 29 %).

Es de destacar, como ya hemos enfatizado al comienzo, que estos resultados son muy dependientes de la modalidad de la investigación; **no son análisis exhaustivos y no deben considerarse representativos, son indicativos.**



III. Siguiendo dos capítulos

En el siguiente capítulo cubriremos **ejemplos concretos de empresas destacadas** en estas prácticas en EE. UU., el Reino Unido, países europeos y España en particular. En el último capítulo analizaremos las dificultades y las objeciones que se levantan sobre la práctica y, con base en las lecciones aprendidas en las dos primeras partes, ofreceremos algunas sugerencias para el **diseño y mejora de la efectividad** de los programas de remuneración basados en criterios ASG.

Capítulo IV.2

Remuneraciones ligadas a responsabilidad: buenos y malos ejemplos de empresas

En el capítulo anterior considerábamos la práctica actual del nexo entre remuneración y responsabilidad en diferentes países del mundo, con base en estudios agregados, mayormente encuestas. En este capítulo comentaremos **la práctica en diez casos paradigmáticos, para bien o para mal**, de empresas destacadas en EE. UU., el Reino Unido, Francia y España. En la tercera parte analizaremos **las dificultades y objeciones** que se levantan a la implementación práctica, y ofreceremos algunas sugerencias para **vencer estos problemas y mejorar la efectividad** de esos esquemas de remuneración.

I. Ejemplos de empresas

1. Estados Unidos

a. Apple

Es solamente a partir de las remuneraciones del 2022 que [Apple considera métricas de sostenibilidad](#) en la remuneración de sus ejecutivos (no a los consejeros), y de manera indirecta. Consiste en **modificar el monto del bono basado en resultados financieros, en función del logro de metas relacionadas con criterios ASG**, que puede variar en un 10 %, más o menos. Estos criterios todavía no han sido hecho públicos, pero parece que incluirán cambio climático y conservación de insumos materiales. Los inversionistas han pedido que se incluyan métricas relacionadas con las condiciones laborales en la cadena de valor, y diversidad e inclusión. Hay que recordar los problemas que ha tenido Apple en las condiciones laborales de su producción en China.

Comentario: Más vale tarde que nunca, pero el ámbito de las metas parece ser modesto. Está claro que para ser efectivas deben estar bajo el control de los ejecutivos, pero hay más aspectos que lo están. Y una pregunta que repetiremos mucho: **¿representa esto la responsabilidad de esta empresa ante la sociedad, o es un saludo a la bandera?** El monto del porcentaje también parece modesto como para estimular acciones por parte de los ejecutivos, y más porque depende de los resultados financieros.

b. Chipotle

Chipotle es una cadena que gestiona unos 3000 restaurantes de comida rápida (*fast-casual*) mexicana, que opera en EE. UU., el Reino Unido, Alemania y Francia. Es conocida por su

preocupación por la sostenibilidad de sus insumos y sus compras locales. Comenzando en el 2022, **el 10 % de la remuneración variable de sus ejecutivos estará ligada al logro de objetivos en la sostenibilidad de sus insumos (alimentos y animales), diversidad, inclusión y equidad en el empleo, emisiones directas e indirectas, consumo de agua, impacto sobre la agricultura.** Por la complejidad del programa, este será implementado paulatinamente.

Comentario: En este caso la empresa sí tiene coherencia entre lo que es su responsabilidad ante la sociedad y las métricas en las que basarán parte de sus bonificaciones.

c. MasterCard

A partir del 2021, y motivado por la pandemia, MasterCard decidió cambiar la modalidad de la compensación variable incluyendo indicadores ASG para los cargos de vicepresidentes y miembros del comité de gerencia¹. Usa el modelo de **ajuste a la bonificación por resultados financieros, que puede subir o bajar en un 10 %** por el logro de los siguientes indicadores: **neutralidad en carbono** (100 % de compensación de las emisiones por sus operaciones); **inclusión financiera** (meta basada en el aumento de la participación en la economía digital); reducción de la **brecha salarial por género**. Cada uno de estos indicadores tiene metas cuantitativas y una proporción especificada. Han sido seleccionados por ser medibles.

Comentario: Es un buen comienzo, aunque el modelo de modificador de las bonificaciones financieras revela la importancia que estas tienen, particularmente en una institución financiera. Por la información disponible no está claro si el nexo con las emisiones incluye las directas y las resultantes de la compra de energía (de las que son grandes consumidores), **pero es decepcionante que pretendan hacerlo vía compensaciones y no por reducciones directas.** El nexo con inclusión financiera está relacionado con la estrategia empresarial, y **para una institución de transacciones financieras debe basarse en el uso de la digitalización**, a diferencia de la banca comercial, para la que el énfasis en la digitalización puede excluir buena parte de los sectores no bancarizados². Es entendible que quieran usar indicadores medibles objetivamente, pero ello no obsta para incluir otros indicadores en temas sociales. **La brecha por género es importante, pero ¿es tan crítica como para ser la única incluida?**

d. Etsy

Etsy es una empresa que cotiza en la Bolsa de Valores Nasdaq, que ha tenido una evolución reciente turbulenta. Es semejante a Amazon, pero vende productos de proveedores menores, y muchos de ellos son artesanales. **Comenzó como empresa certificada B, siendo un modelo de sostenibilidad**, pero sus resultados financieros adversos estimularon a accionistas activistas a cambiar la dirección de la empresa y su estrategia de negocios, **convirtiéndola en una empresa un tanto tradicional en términos de sus objetivos netamente comerciales**, dejando de ser certificada como empresa B³. En sus informes oficiales a la Comisión de Valores y Mercados⁴, dice que tiene algunos

1. *Proxy Statement Pursuant to Section 14(a).*

2. Ver *De repente los bancos españoles vieron la luz.*

objetivos de responsabilidad social relacionados con la compra de energía renovable y la inclusión, pero no reporta nexos entre estos objetivos y las remuneraciones de sus consejeros o directivos, que se basan en un promedio ponderado de resultados financieros.

Comentario: Es sorprendente que **una empresa que se constituyó como modelo de sostenibilidad, ni siquiera tenga tales nexos.** Pero el trauma de la transición los puede haber afectado.

2. Reino Unido y Francia

a. Unilever

Unilever es una de las empresas más grandes del mundo en productos alimenticios y para el hogar. Tiene más de 400 marcas (Dove, Lipton, Knorr, Magnum, Vaseline), que sirven a más de 2500 millones de personas, con más de 170 000 empleados y operaciones en más de 100 países. **Ha sido considerada por los expertos en sostenibilidad como la empresa líder mundial**, sobre todo durante la presidencia de Paul Polman (2009-2018), cuando tuvo que afrontar ataques de inversionistas activistas que querían una estrategia más agresiva, con menos atención a temas de responsabilidad social. No tuvieron éxito en tomar una participación significativa, pero sí lograron que la empresa fortaleciera su competitividad comercial y financiera⁵.

También en el tema del nexo entre remuneración y sostenibilidad la empresa ha sido líder. No tiene nexos a la remuneración a corto plazo, al reconocer que la sostenibilidad es cuestión de acciones que toman su tiempo, por lo que los nexos son con las remuneraciones a largo plazo. A partir del 2022, **esa remuneración variable tiene un componente del 25% basado en el valor del Índice de Progreso en Sostenibilidad**, que a su vez está basado en la estrategia de sostenibilidad expresada en el *Unilever Compass*. El índice contiene ocho indicadores, en iguales proporciones. Para el 2022, los **ocho indicadores** son tan específicos que hemos preferido reproducirlos tal y como los presentan en su [informe anual \(pág. 88\)](#), sin simplificar ni traducir:

- **Climate action:** The total number of suppliers with whom we have signed agreements to develop renewable or recycled carbon surfactants (surface active agent).
- **Protect and regenerate nature:** % of volume of supply of palm oil, soy, paper and board, cocoa and tea purchased and/or contracted from low-risk sources.
- **Waste-free world:** Total tones of recycled plastic material content ('recycled plastic') used in our plastic packaging portfolio as a percentage of total tones of plastic packaging used in products sold.
- **Health and wellbeing:** Number of people reached by brand communications and initiatives that help improve health and wellbeing, and help advance equity and inclusion.

3. Ver los artículos [¿Las empresas certificadas como responsables pueden cotizar en bolsa?](#), capítulo VI.6 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y [¿Quién gana cuando la responsabilidad compite contra la rentabilidad?](#)

4. *2021 Annual Meeting of Stockholders & Proxy Statement*.

5. [¿Las empresas responsables pueden resistir los embates de los activistas financieros?](#), capítulo VI.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

- **Positive nutrition:** Total sales (euros) of Unilever's products containing plant-based meat and dairy alternatives.
- **Raise living standards:** Value of contracts including the living wage requirement
- **Equity, diversity and inclusion:** Monetary value (euros) of all invoices received from Tier 1 suppliers that are either verified as a diverse business by an approved certification body or have self-declared as a diverse business.
- **Future of work:** % of employees with a future-fit skills set.

Comentario: Sin duda, es una de las empresas para las cuales la sostenibilidad es parte integral de su estrategia operativa, y **su nexo con las remuneraciones es uno de los más completos, implementables y mejor alienados con la estrategia. Son un muy buen ejemplo.** No los comentaremos todos para no extender la discusión, solo notaremos algunos especiales, que la distinguen: compra de insumos sostenibles, **salud de los clientes, sueldos justos**, responsabilidad en la cadena de valor y **preparación de su mano de obra para el futuro.** No son indicadores triviales, como los tienen otras empresas comentadas: **¿los dirigentes deben requerir de estímulos monetarios para reducir la brecha por género?**

b. Danone

El CEO de Danone tiene una compensación variable, que incluye un **20% basado en objetivos sociales, mejoras en la sociedad y el medioambiente, medibles** (no especifican los indicadores), y un 20% basado en evaluaciones cualitativas de su rendimiento general. Los demás miembros del Consejo no tienen nexos de sus remuneraciones a la sostenibilidad⁶. La remuneración variable a largo plazo está basada en el logro de la **calificación A en la evaluación sobre su rendimiento en cambio climático** por parte del *Carbon Disclosure Project* (CDP), por tres años consecutivos. Si bien somos críticos de relacionar las remuneraciones al logro de calificaciones por calificadoras de sostenibilidad, por el riesgo de introducir incentivos perversos, la calificación del CDP es de las más objetivas y concentradas, y el basarla en tres años consecutivos **la hace menos susceptible de manipulación.**

Comentario: Este esquema es preciso, pero concentrado en emisiones, cuando una empresa de alimentos como Danone **puede tener mucho impacto social y ambiental en agricultura y ganadería. Podría ser más amplio.** No tenemos información que respalde esta opinión, pero **es posible que los dirigentes no requieran de esos incentivos, ya que Danone es una empresa con fines de beneficios financieros y sociales⁷** (*Enterprise a Mission*), y se supone que la búsqueda de la sostenibilidad es parte de su razón de ser.

3. España

España es uno de los países de Europa donde se está dando mayor adopción del nexos, por lo que ofrece algunos ejemplos que pueden ilustrar las prácticas. Cubriremos cuatro ejemplos en sectores contrastantes.

6. 2022 Compensation for Executive Corporate Officers of Danone.

7. Ver *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*, capítulo VIII.1 de este volumen.

a. Telefónica

- Ponderación global del 20% en las retribuciones anuales variables, basadas en reducción de emisiones de alcances 1 y 2 (directas y en las compras de energía), satisfacción de los clientes, participación de la mujer en cargos directivos y confianza de la sociedad (medida por un índice de reputación).
- Ponderación de un 10% en las de largo plazo, con base en la “neutralización” de las emisiones.

Comentarios: ¿Son estos los aspectos que determinan la responsabilidad de Telefónica, los aspectos materiales más importantes? ¿Contribuye a la sostenibilidad el estimular a los dirigentes a mejorar la calificación, en un índice de reputación que puede ser “gestionado” vía campañas de persuasión del público que responde a los cuestionarios?⁸. ¿Cambia el comportamiento de los dirigentes la “neutralización” de emisiones, vía compra de *offsets* de emisiones de terceros? **No es buen ejemplo.**

b. BBVA

- En las retribuciones anuales el presidente tiene un 45% ligado a objetivos de responsabilidad, y el consejero delegado el 40%, basados en la satisfacción del cliente, financiamiento sostenible y satisfacción de los empleados.
- No tienen métricas para el largo plazo.

Comentarios: Al igual que Telefónica, ¿es esto la responsabilidad que debe promover un banco?⁹. Vistas las medidas que tomaron recientemente de reducción de oficinas, de personal y de servicio al cliente, ante ganancias, dividendos y recompra de acciones récord, **es de suponer que los incentivos no están funcionando o que todavía no han tenido efecto**¹⁰, o que la parte variable de la remuneración no es suficiente incentivo. Las remuneraciones del presidente y del consejero delegado para el 2021 fueron de 7,8 y 6,8 millones de euros, respectivamente. **Tampoco es un buen ejemplo.**

c. Iberdrola

- Para el corto plazo, la ponderación de la parte variable es del 50%, constituida por crecimiento de la presencia femenina en puestos de relevancia, presencia en índices de sostenibilidad y relación de horas de entrenamiento en comparación con sociedades comparables.
- Para el largo plazo es del 30%, constituida por reducción de la intensidad media de emisiones, disminución de la brecha salarial y proveedores sometidos a estándares de sostenibilidad.

8. Ver *¿Reputación como fin o como resultado de la RSE?*, del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y *Otro ranking de RSE: ¿De qué?*, capítulo I.10 del **volumen IV**.

9. Ver *¿Cuál es la responsabilidad social de las instituciones financieras?*, capítulo V.1 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

10. Ver *¿Capitalismo de los stakeholders en la banca española?* y *De repente los bancos españoles vieron la luz*.

11. Ver *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?* y *Greenwashing a la grande*, capítulos VI.1 y VII.2 de este volumen.

Comentarios: Pregunta ya estándar: **¿Es esto la responsabilidad de una empresa energética?** La presencia en índices de sostenibilidad **debe ser el resultado de la responsabilidad, no el objetivo que se debe perseguir**. Es un incentivo perverso, ya que estimula a hacer lo que los índices piden, no lo que es relevante para la empresa, que, en general, no es lo mismo¹¹. Un indicador, como horas de entrenamiento, estimula a ofrecer horas de entrenamiento, que debe ser un medio, no un fin. **Incurriendo en gastos superfluos, puede elevar la remuneración de los dirigentes. Tampoco es un buen ejemplo.**

d. Inditex

- La ponderación para el corto plazo es del 15%, constituida por el crecimiento en el número de prendas sostenibles, avances en la eliminación del plástico de un solo uso, número de auditorías de tintorerías (producción contaminante), reducción de residuos generados internamente, materiales de empaque recogidos y reciclados, consumo de energía renovable, diseñadores formados y especializados en circularidad (**¡la circularidad empieza en el diseño, no en el reciclaje!**).
- La ponderación para el largo plazo es del 10%, constituida por el porcentaje de proveedores que cumplen algunos criterios sobre producción sostenible, porcentaje de reducción de residuos, reducción de emisiones directas y porcentaje de proveedores que tienen *ranking* social especificado.

Comentarios: Un buen ejemplo de lo que deben ser los indicadores: **relevantes, medibles, bajo el control de los dirigentes, sin incentivos perversos**. Los porcentajes pueden parecer bajos, pero están en línea con las buenas prácticas internacionales. Ojalá fueran mayores, ya que estimulan un comportamiento alineado con la responsabilidad de una empresa textil.

II. Resumen

De los ejemplos precedentes podemos concluir que algunas empresas suelen usar alrededor de tres indicadores medibles de criterios ASG, en las remuneraciones de corto plazo, y muy, muy pocas usan uno o dos en las de largo plazo. Con algunas excepciones. **Y hay buenos y malos ejemplos.**

De la discusión de estos dos capítulos el lector puede haber constatado la variedad de modelos e indicadores, diferencias entre países y regiones, y que es un **tema en transición**, pero con un interés creciente. Se está experimentando y se están desarrollando conocimientos. Pero también se puede constatar **la relativa ligereza de los nexos. ¿Es posible impactar el comportamiento de los dirigentes con estos modelos de nexos o son parte del greenwashing?**

¿Qué es ASG?¹² Y la conclusión más triste de todas: todas las empresas comentadas antes¹³ pueden decir que tienen las remuneraciones de sus

12. Esta es nuestra obsesión. Ver, por ejemplo, **¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG? y De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo**, capítulos VIII.6 y I.3 de este volumen.

13. Etsy no tiene el nexo, pero siempre ha sido considerada como modelo de sostenibilidad.



dirigentes ligadas a la ASG, o sea que se podrían etiquetar como ASG, y de allí a considerarlas como parte de carteras ASG (muchas, si no todas, lo son) es un pequeño paso. Solo algunas pueden legítimamente alegar su amplia sostenibilidad. Supongamos, querido lector, que quieres invertir en esos fondos. ¿Te basta que la empresa use la etiqueta ASG porque las remuneraciones de sus dirigentes están ligadas a tres indicadores, por ejemplo, de progreso en la igualdad de género, de comprar créditos para compensar emisiones y de satisfacción del cliente? **¿Es esto lo queremos que sea una empresa responsable?**
No todo es decepcionante. Unilever e Inditex muestran el camino que se debe seguir.

En función del análisis de las prácticas precedentes, en el siguiente capítulo analizaremos las **críticas** que se le hacen al uso del nexo entre remuneraciones e indicadores ASG, las **dificultades** que enfrenta en la práctica, y ofreceremos una serie de **sugerencias** para vencerlas y hacerlas efectivas.

Capítulo IV.3

Remuneraciones ligadas a responsabilidad: cómo hacerlo, si se quiere hacer bien

En el capítulo IV.1 pasábamos revista a **encuestas, a nivel agregado, de las prácticas** sobre el nexo entre remuneraciones e indicadores de sostenibilidad en varios países y regiones del mundo. En el IV.2 analizábamos las prácticas en diez empresas en EE. UU., el Reino Unido, Francia y España, donde encontramos **algunos ejemplos buenos y otros no tan buenos**¹. En este, el objetivo es ofrecer **sugerencias para la implementación** práctica y posiblemente efectiva del nexo, con base en lo aprendido sobre las prácticas cubiertas en los capítulos y un análisis de las objeciones que se suelen presentar y los obstáculos que hay que vencer.

I. Objeciones y obstáculos al uso de remuneraciones ligadas a la responsabilidad

Muchos de los que se oponen a relacionar la parte variable de las remuneraciones (la parte fija no suele estar ligada a ningún tipo de incentivos: es fija) lo hacen por principio, porque no creen que la sostenibilidad debe tener nada que ver con remuneraciones, **que deben ser fijadas exclusivamente en función de rendimientos financieros**. Pero aun los que creen que la sostenibilidad debe ser parte de la estrategia empresarial, argumentan que el nexo no se puede establecer de manera confiable, objetiva, y por ello debe descartarse.

Ante las dificultades de desarrollar un esquema que sea factible, aceptable y efectivo, algunos prefieren ignorarlo. Otros lo desestiman, por el poco impacto que tiene sobre el comportamiento de los dirigentes, al ser una parte no significativa de la compensación. Y hay quienes lo aceptan, a pesar de las dificultades y de la ineffectividad, por ser una estrategia efectiva de gestión de la reputación (léase *greenwashing*).

Mucho de esto está impulsado por firmas de consultoría, ya que para ellas son una fuente de negocios. En el estado actual de la práctica, estas objeciones y argumentaciones son consideradas válidas, ya que rara vez se efectúa un análisis imparcial de su efectividad, de su costo-beneficio. Todavía es una cuestión de **“hay que hacerlo porque se espera que lo hagamos”**.

¹ En abril del 2022, el CEO de MasterCard anunció que extendían su programa de bonificaciones variables ligadas a sus tres objetivos de emisiones, inclusión financiera e igualdad salarial a “todos los empleados” (suponemos que será a los ejecutivos con acceso a remuneración variable).

Y en el otro extremo están los promotores del comportamiento responsable, que opinan que **no se deben ofrecer incentivos para hacer lo que se debe hacer**, para hacer lo que debería ser parte normal de la gestión empresarial.

A efectos de diseñar un esquema de nexos entre sostenibilidad y remuneración, debemos tener en cuenta estas objeciones, que, en efecto, dificultan el establecimiento del nexo. Pero ello no quiere decir que no se puedan buscar **soluciones aceptables, aunque no sean perfectas**, de compromiso, mientras se va aprendiendo y evoluciona la cuantificación de aspectos de la sostenibilidad. Esto un caso típico de que **“lo mejor es enemigo de lo bueno”**.

De las discusiones en los dos capítulos precedentes, pareciera que **las métricas están relacionadas con mitigar el mal y hacer el bien, con cumplir (compliance) y con la gestión de riesgos**. Es oportuno destacar que también **son relevantes las métricas que estimulan comportamiento proactivo**, como las relacionadas con oportunidades de nuevos negocios en sostenibilidad; por ejemplo, ingresos en nuevos negocios basados en la remanufactura o reconstrucción de los productos, o como el caso de Inditex, que tiene incentivos basados en el diseño de prendas para la circularidad.

II. ¿Cómo hacerlo?

En el supuesto de que se quiere hacer, porque se considera conveniente, se deben considerar dos aspectos: el entorno organizacional y el diseño mismo del esquema, lo que consideramos a continuación.

1. Entorno organizacional

El esquema de incentivos se desenvuelve dentro del entorno organizacional, determinado por su ética, valores y cultura. **No es, como a primera vista puede parecer, un ejercicio numérico**: se establecen metas, se miden al final del periodo correspondiente y se calculan las bonificaciones. **El esquema es gestionado por personas y afecta a personas, vía cambios de comportamiento**.

a. Ética y valores

En **términos de la ética y valores**, el ejemplo del ex-CEO de Unilever, Paul Polman², considerado el líder mundial en la implementación de la responsabilidad empresarial, es paradigmático. Antes de trabajar en empresas quería ser sacerdote o médico, y en sus primeros empleos había trabajado en zonas relativamente pobres y había sentido el impacto emocional que los productos de cuidado personal tenían sobre las personas, por lo que creció con el aprecio por la solidaridad. Un autor, al analizar los incentivos en la remuneración ligada a objetivos sociales y medioambientales, que enfrentaba en Unilever, concluye que **“es muy poco probable que su comportamiento como dirigente cambiase mucho por algunos miles de dólares más. Lo guiaba su convicción. Sus incentivos eran intrínsecos, no monetarios”**.

2. Publicó un libro en octubre del 2021 (con Andrew Winston), *Net Positive: How Courageous Companies Thrive by Giving More Than They Take*, que, como indica su título, es muy ambicioso, no se conforma con el “net zero”, pretende que el balance de la actuación empresarial sea positivo, que den más de lo que reciben. Otros lo llaman “net negative”, queriendo decir que el neto de sus emisiones será negativo.

Pero este comportamiento puede no ser típico. **Pero sí, la reacción a los incentivos dependerá de la ética y valores morales de la persona, de su situación económica, de su formación y trayectoria profesional, entre otros factores. Dependiendo de sus valores, podrá ver el esquema como un suplemento o un apoyo a la implementación de valores en los que cree, o puede verlo como un esquema con el que aumente su remuneración.** En el primer caso, dado el compromiso personal, los resultados **tenderán a ser más sostenibles** en el tiempo, y posiblemente más efectivos. En el segundo caso, dado un interés de usarlo como un medio para fines personales, podrán ser **circunstanciales y efímeros**.

En el segundo caso se **intentará manipular el sistema, con resultados perversos**. Por ejemplo, el porcentaje de mujeres en cargos directivos se puede lograr promoviendo mujeres razonablemente competentes, pero no necesariamente competentes de manera competitiva, lo que puede desmoralizar a otros miembros del personal, y pueden tener que revertirse. O bien, se puede lograr a través de un **programa sistemático de reclutamiento, desarrollo profesional y mentoría a largo plazo**. En un caso, el dirigente logra su objetivo de la bonificación en el corto plazo, pero con costos, y no el objetivo de la empresa de mejorar la condición de la mujer de manera sostenida. **Y esto estará respaldado o dificultado por la cultura de la empresa.**

b. Cultura y procesos organizacionales

En empresas con culturas competitivas, de comportamiento por silos y de maximización de beneficios, este segundo tipo de comportamiento es más común que en **culturas que promueven la cooperación**, el trabajo en equipo, que tienen el propósito de contribuir a la sociedad, que estimulan y se basan en el aprendizaje, que ven a **las personas como parte del capital de la empresa** y no como recursos para ser aprovechados e intercambiables, como los recursos materiales o financieros³.

Los procesos y controles internos en la empresa también deben ser robustos, con supervisión al más alto nivel. Es de enfatizar que estos esquemas son **más que una parte del esquema de remuneración**, gestionado por el departamento de personal; son parte de un esquema de **implementación de la responsabilidad** de la empresa ante la sociedad. Y aparte de examinar el contexto, ética, valores y cultura, en que se desarrolla el esquema, se deben analizar las **condiciones técnicas, información necesaria, tecnología y procesos**, para poder implantarlos y medir su impacto en la sostenibilidad empresarial, lo cual en muchas empresas todavía está en sus comienzos.

2. Diseño del esquema

a. Características de los indicadores

Es bien sabido que **los dirigentes prefieren que su remuneración se base en indicadores financieros**, preferiblemente el beneficio neto, y a lo sumo otros como volumen de ventas o su crecimiento. Estos indicadores tienen características que los hacen

³. Ver los artículos *Cultura empresarial para la responsabilidad*, capítulo II.8 del **volumen V**, y *Cultura corporativa y cultura de responsabilidad* el capítulo II.7 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

deseables para determinar la remuneración: **muy pocos** no suelen tener incompatibilidades o **conflictos entre sí**, son **cuantificables** de acuerdo con metodologías de aceptación generalizada, conocimiento generalizado sobre **cómo lograrlos**, **coincidencia de plazo** entre la bonificación y el resultado que se va a lograr, y la posibilidad de identificar los factores que estén **fuera del control** del dirigente, que permitan hacer ajustes. **Para tener la misma aceptación, los indicadores relacionados con la sostenibilidad deberían tener características semejantes**, aunque ello sea muy difícil, por las diferencias en la conceptualización entre rentabilidad y sostenibilidad.

A efectos de analizar la efectividad de los nexos entre las remuneraciones y la sostenibilidad, postulamos que **estos indicadores deberán tener las siguientes diez características**⁴: (1) ser **medibles objetivamente** (de lo contrario, serán objeto de controversia); (2) tener **relación directa** con el impacto que se quiere tener sobre los *stakeholders* (premiar o castigar lo que se quiere lograr o evitar); (3) que el **plazo** de las remuneraciones coincida con el logro de los resultados; (4) que los **resultados sean atribuibles a las acciones** de los dirigentes, en la mayor medida posible (no se deben usar indicadores que estén mayormente fuera de su control); (5) que tengan **costos razonables** para su logro; (6) tener suficientes **alicientes para que actúen** (recibirán atención en la medida que tengan impacto sobre su remuneración variable o sus beneficios no monetarios, o tengan consecuencias negativas); (7) deben ser un **número manejable** (ni tantos ni tan pocos); (8) **no deben estimular comportamientos perversos** (obvio, pero error común); (9) deben referirse **a resultados y, de ser posible, a impactos**, no a insumos o productos, y (10) **consensuados** con el Consejo y, de ser factible, consultados con *stakeholders* clave. Comentamos solo algunas de estas características a continuación.

b. Algunos comentarios a estas características

Aun a riesgo de reiterar lo obvio, hay que destacar **lo más importante: se deben relacionar las remuneraciones con los aspectos de responsabilidad que son materiales, que son los que la empresa quiere promover**. Muchas veces, para favorecer el consenso y seleccionar lo medible, se escogen indicadores **convenientes por encima de la efectividad**. Cuando hay conflicto en la selección y diseño de indicadores entre **la pertinencia estratégica (materialidad) y la atribución, versus su cuantificación**, se deben priorizar las dos primeras características, no caer en el error de usar indicadores porque son fáciles de medir, pero cuyos resultados no son atribuibles al dirigente o que no son estratégicos para la empresa.

Un ejemplo de **la necesidad de atribución** es el nexo, en algunas empresas, con el logro de ciertos niveles de *ratings* en sostenibilidad. Ello puede inducir un comportamiento responsable, pero su logro está, en gran medida, fuera del control del dirigente, ya que las calificadoras usan decenas de indicadores de todo tipo, además de que **los modelos de evaluación que usan estas instituciones no necesariamente reflejan los aspectos que son prioritarios para la empresa. Induce al dirigente a tomar decisiones en función de ese modelo y no, por necesidad, lo que conviene a la empresa**. Como dijo un miembro de un consejo: *“estamos calificados en el índice*

4. Habíamos analizado las características de los indicadores en *Capitalismo de los stakeholders: ¿cómo se implementa?*, capítulo II.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

de sostenibilidad del Dow Jones mucho mejor de lo que merecemos. Parece ser que nos hemos vuelto expertos en responder a las 300 páginas del cuestionario”⁵. Recordemos la Ley de Goodhart, que dice que **cuando el indicador se convierte en objetivo, deja de ser indicador**.

Y, obviamente, se deben evitar indicadores que estimulen **comportamientos perversos**, como el mencionado anteriormente. Y otro ejemplo en este sentido: un indicador del número de horas de entrenamiento a los empleados (el ejemplo de Iberdrola, mencionado en el segundo capítulo) puede estimular a los dirigentes a ofrecer entrenamientos masivos, que a lo mejor no son efectivos o no son sobre lo más crítico para la empresa, pero que son fáciles de organizar y ejecutar, y tienen aceptación por parte de los empleados. Y esto es también ilustrativo de la característica número 9, antes, sobre la importancia de que **los indicadores reflejen resultados o impacto, no insumos (dinero gastado) o productos (horas de entrenamiento)**. Ninguno de los dos refleja lo aprendido (resultados) o su aplicación en el **mejoramiento de la gestión de la empresa (impacto)**. Es de destacar que si bien lo deseable es el impacto, muchas veces es difícil de medir, y menos todavía en los periodos de tiempo necesarios.

También es crítico que los incentivos sean lo **suficientemente atractivos** como para estimular el cambio de comportamiento en los dirigentes. Y aquí hay otro conflicto de difícil resolución. Por una parte, **el porcentaje de la retribución variable debería ser elevado, pero por otra, es poco aceptable** por los dirigentes, dadas las incertidumbres del esquema relacionadas con medición y atribución. Un reciente estudio académico, que hace un extenso análisis de casos de varias empresas, **concluye que el incentivo de la remuneración por logros de sostenibilidad palidece en contraste con el poder de los incentivos por resultados financieros**⁶. Es muy difícil que sean efectivos, basados solamente en el incentivo monetario; se requiere, además, de valores intrínsecos de los dirigentes y de una cultura apropiada.

c. Diseño del nexo

Aparte de las metas y sus plazos, hay que considerar otros elementos: **(1) quiénes son incluidos en el esquema; (2) cuántas metas y su agregación; (3) montos: fijos o relativos, y (4) relación entre los plazos de las bonificaciones**.

En los dos capítulos precedentes, donde comentábamos las encuestas y los ejemplos, **el objeto de los nexos estaba poco explicitado, más allá de decir que aplica a “dirigentes”**. Sí está explicitado cuando aplica a una persona específica, como es el caso del BVVA, que aplica al presidente y al consejero delegado, pero el logro es muy genérico. O al revés, en el caso de MasterCard, que aplica a todos los empleados, pero donde los logros no están especificados.

Esto lo que hace es destacar un problema del esquema que debe atacarse: **quién es responsable y cómo se transmiten a lo largo y ancho de la empresa las**

5. Recordemos la Ley de Goodhart: *Cuando un indicador se convierte en el objetivo, deja de ser un buen indicador*. Charles Goodhart, economista (nacido en 1936).

6. Ver *The Economic (In) Significance of Executive Pay ESG Incentives* (David Walker, Boston University School of Law, 2022).

responsabilidades para el logro de las metas. El CEO o los consejeros no pueden tomar todas las acciones necesarias, las deben tomar todos los empleados, algunos con más poder que otros de hacerlo, pero ¿cómo saben estos la parte que les toca del logro y del bono? El esquema debe incluir claramente quiénes son responsables primarios, cómo se delega esa responsabilidad y cómo comparten los beneficios. **No tenemos la solución**, ya que cada empresa es diferente y el proceso está en etapa preliminar, **pero el problema no se puede ignorar**.

Es interesante notar que en ninguno de los casos que comentamos aparece la figura del coordinador de sostenibilidad empresarial (el *Chief Sustainability Officer*), como objeto de bonificaciones. ¿Será que se considera que no es su responsabilidad, que no es un “ejecutivo”? ¿Será que se considera que no hay que darle bonos por hacer su trabajo? ¿Será que no lo consideran un actor clave? Enigmas sobre el esquema.

En cuanto al número de metas, vimos en los dos capítulos precedentes que **suelen ser pocas, 3 a 5, aunque hay algunas empresas que usan más de una decena**. Y en cuanto a su agregación, vimos que algunas empresas utilizan un **índice ponderado de varios indicadores**, y algunas usan **indicadores individuales**. En el primer caso se supone, implícitamente, que el logro de **una de las metas puede compensar la deficiencia en otra**, lo que importa es el agregado. En el segundo caso, cada meta se bonifica por separado y se pueden asignar montos o porcentajes individualizados. **Es un balance delicado entre un enfoque estratégico integral y su implementación en la práctica**. A medida que se aprende se pueden incluir más metas, como vimos en los ejemplos de Unilever e Inditex. La selección de la metodología dependerá de los objetivos del esquema de bonificaciones, de la cultura de la empresa, de la madurez de sus esfuerzos, de los mismos indicadores y de los plazos de la bonificación. **No se pueden ofrecer reglas universales**.

En cuanto a **la modalidad de la determinación de la bonificación**, vimos que, en general, hay dos tipos. Unos que varían la bonificación variable, determinada con base en el logro de metas financieras, subiéndola o bajándola en un rango de hasta un $\pm 10\%$ o $\pm 20\%$, por ejemplo. Esto envía el mensaje de que lo clave son los resultados financieros, y que las metas de sostenibilidad son subordinadas. Otras empresas las determinan en función de la remuneración variable total, que a su vez se determina en función de la remuneración fija⁷. **De cualquier manera, se debe establecer un monto que sea “material”, que induzca el comportamiento deseado y sea visto como algo con lo cual hay que convivir**.

Y otro elemento clave para la efectividad del nexo **es la relación entre el periodo de la bonificación y el tipo de metas que se deben lograr**. Como se vio en el primer capítulo, la mayoría de los nexos se refieren al corto plazo, aun cuando los cambios que se desea lograr suelen ocurrir sobre el largo plazo. En general, las bonificaciones del **corto plazo suelen ser en forma de efectivo, en tanto que las de largo plazo acostumbra ser en forma de acciones o derechos** de adquisición de acciones, lo que tiende a mantener el compromiso de los dirigentes en el largo plazo.

7. Es interesante notar que empresas como el BBVA e Iberdrola tienen porcentajes elevados, 45-50 %, pero que están ligados a indicadores relativamente débiles, en tanto que Unilever e Inditex los tienen bajos, pero ligados a una batería de metas fuertes y estratégicas.

En este sentido también hay que **considerar el tipo de metas que se bonifican en ambos casos**. Metas como el logro de la participación de la mujer en la alta dirección suelen ligarse a las de corto plazo, pero ello puede inducir a acciones que sean reversibles. Sería preferible tener algún tipo de meta anual (por ejemplo, reducción de la brecha salarial y desarrollo profesional) y otras de mayor plazo (como el porcentaje de cargos en diferentes niveles de dirección). La reducción de emisiones o el consumo de materiales suelen ser una meta de mediano plazo, pero ello no obsta para que se pongan metas intermedias. Y aunque no vimos ejemplos de ello en el segundo capítulo, **se podrían añadir penalizaciones en el caso de que las metas de corto plazo se revirtieran**.

En todo caso, se deben compatibilizar los periodos de las bonificaciones con el tiempo que se tarda **en lograr un cambio efectivo y sostenible, no efímero o circunstancial**. Se deben analizar las conductas que pueden estimular las metas, **pensando mal**, que, como vimos, pueden ser conductas perversas. **En general, las de corto plazo son metas de tipo operacional y las de largo plazo son de tipo estratégico**.

Esta discusión no puede ser exhaustiva, y solo pretende llamar la atención a que la selección de metas y su medición es compleja. Es un proceso que requiere de **experimentación y participación continua de los evaluados**.

III. ¡Sostenibilidad empresarial es más que algunos criterios ASG!

Al basar parte de las remuneraciones, posiblemente lo más importante para los dirigentes, en un esquema como estos, **se corre el riesgo de inducir la idea de que la sostenibilidad de la empresa es solo eso, unas 3-5 metas**. Y aun en el mejor de los casos, que es un conjunto de metas que se deben lograr. La responsabilidad de la empresa ante la sociedad es mucho más que una reducción de emisiones o un porcentaje de mujeres en el consejo. En el capítulo I.3 decíamos:

*La responsabilidad de la empresa ante la sociedad, así entendida, **cubre todo el espectro de la actuación empresarial**, desde la acción social, la gestión del capital humano, a los impactos sociales y ambientales en el entorno en que opera, incluyendo dentro la misma empresa. **No hay concepto más incluyente**.*

El enfatizar estos esquemas puede llevar a ignorar o subvalorar la excelente labor que hacen los dirigentes en cambiar procesos, en desarrollar culturas, en crear el carácter de la empresa. **Se corre el riesgo de enfatizar el perverso dogma de la gestión empresarial, de que “solo lo que se puede medir se puede gestionar”**. En sostenibilidad empresarial, **“no todo lo que se puede medir cuenta, ni todo lo que cuenta se puede medir”⁸**.

IV. Resumen

Es debatible si los incentivos monetarios para lograr metas de sostenibilidad

⁸. Ver *¿Cuánto vale tu madre?: relevancia versus medición*, capítulo I.5 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y *El valor de las empresas: los dirigentes empresariales se concentran muy poco en lo que a la gente de verdad le importa*, capítulo V.2 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

son necesarios, y si lo son, si son efectivos. Si por algún motivo la empresa desea implementar un programa de nexos entre responsabilidad y remuneración, hemos postulado que las metas deben tener diez características:

- (1) deberán ser **medibles objetivamente**;
- (2) con **relación directa** con el impacto que se quiere lograr;
- (3) con el **plazo** de las remuneraciones coincidente con el logro de los resultados;
- (4) con **resultados atribuibles a las acciones** de los dirigentes;
- (5) con **costos razonables** para su logro;
- (6) con suficientes **alicientes para que actúen**;
- (7) un **número manejable** (ni tantos ni tan pocos);
- (8) **no deben estimular comportamientos perversos**;
- (9) deben referirse a **resultados y, de ser posible, a impactos**, y
- (10) **consensuados** con el Consejo y algunos *stakeholders* clave.

Y las metas y su combinación en un esquema de bonificaciones son solo una parte de todo el proceso. El esquema del que forman parte debe ser guiado por la ética, los valores y la cultura empresarial, y los procesos deben ser rigurosos y controladas, considerando que **no se trata solamente del cálculo de una parte de un esquema de remuneraciones, sino que es una parte integral del logro de la sostenibilidad empresarial.**

Pero hay que enfatizar que estos programas, aun si logran estimular algún comportamiento conducente a la mejora de la sostenibilidad empresarial, **no son la panacea, y pueden hasta llevar a inducir comportamientos perversos. Son, a lo sumo, uno de muchos elementos necesarios para el logro de esa sostenibilidad.**

No representan una condición necesaria para la sostenibilidad. De hecho, se podría alegar que se están convirtiendo en una moda, **no necesariamente porque se haya demostrado su necesidad o su efectividad, sino porque “otros lo hacen” y los consultores lo estimulan.** La empresa puede ser responsable sin necesidad de nexos a remuneraciones; de hecho, es una medida para estimular a quienes no lo harían por voluntad propia. **Estos incentivos no son una sustitución de los valores.** El hecho de que una empresa no los utilice, o lo haga de forma débil, no quiere decir que no le importe, puede ser que no lo necesite. **La ética personal, los valores y la cultura son mucho más relevantes.**

Y como decíamos en el capítulo I.3, el logro de la sostenibilidad empresarial es mucho más que el logro de algunas metas ASG, **“incluye además la cultura organizacional, la gestión interna, sus políticas y su implementación, el carácter de sus dirigentes y empleados, entre otros. Si bien se refleja en actividades, la responsabilidad empresarial es el carácter de la empresa”.**

**Quinta parte:
Gestión de la
información sobre
sostenibilidad
empresarial**

05

Quinta parte: Gestión de la información sobre sostenibilidad empresarial

Esta quinta parte, compuesta de tres capítulos, analiza los esfuerzos para la diseminación de información sobre sostenibilidad para la toma de decisiones. El primero analiza cuáles son los conceptos de materialidad relevantes para cada uno de sus usos potenciales, que son la base para la preparación de los informes de sostenibilidad y la estrategia de sostenibilidad de la empresa, y los dos siguientes analizan cómo serán los informes de sostenibilidad y cómo se propone digitalizar la información para facilitar ese proceso de toma de decisiones.

El primer capítulo, *Materialidad, doble materialidad y matriz de materialidad*, analiza los conceptos alternativos de materialidad: la de impacto, que trata de identificar el impacto que las actividades de las empresas tienen sobre los diferentes stakeholders, que llamamos “materialidad de ida”, y la materialidad financiera, que pretende determinar el impacto que las reacciones de los stakeholders pueden tener sobre la situación financiera de la empresa, que llamamos “materialidad de vuelta”. La segunda es el objeto de las instituciones que desarrollan estándares de reporte, considerando los intereses de los inversionistas, en tanto que ambas, la “doble materialidad”, es la que considera el interés de todos los stakeholders, incluyendo los shareholders. Esta es la usada en los estándares de reporte de las Comisión Europea, que por su mandato tiene intereses sobre el desarrollo sostenible: el bienestar de la población y el progreso económico. En este artículo postulamos que siendo la empresa misma su principal stakeholder, el objeto de sus actividades debe interesarse por una tercera materialidad, que llamamos “materialidad estratégica”, la cual extiende la doble materialidad al incluir impactos que la empresa, además, quiere tener, no solo los que ya tiene, sobre stakeholders presentes y futuros (de ida ampliado), pero solo el impacto tangible que los stakeholders que actúan tiene sobre las finanzas de la empresa (de ida restringido). Es la materialidad que debe determinar la estrategia de sostenibilidad de la empresa.

El segundo capítulo, *¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico*, pasa revista a los recientes esfuerzos de los dos productores de estándares para el reporte de sostenibilidad, el internacional, liderado por el International Sustainability Standards Board (ISSB), y el europeo, liderado por el European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), para la Comisión Europea. Considera los del GRI, que permanecen vigentes. Analiza sus requerimientos de Materialidad, Objeto del reporte, Objeto institucional, Sujeto, Obligatoriedad y Verificación para cada uno de ellos, y pronostica cómo será el universo de reporte a nivel de las empresas, en función de los mercados en que operan, los requerimientos de los reguladores, de sus necesidades y de las de sus stakeholders.

El tercer capítulo, *Taxonomía estandarizada para reportes estandarizados de sostenibilidad: ¿panacea o espejismo?*, describe la iniciativa de la International Sustainability Standards Board (ISSB), de producir una taxonomía para los reportes de sostenibilidad preparados de acuerdo con sus estándares. A través de esta taxonomía, semejante a la disponible para los estados financieros (XBRL), se pretende contribuir a estandarizar los indicadores y la descriptiva de los reportes, y convertirlos en lenguaje de máquina para facilitar la comparabilidad de la información. El capítulo analiza las ventajas y desventajas de este proceso, en particular el riesgo de que se enfatice la comparabilidad sobre la relevancia, y de que al facilitar el trabajo de los analistas los desestime en su

diligencia debida, en particular la consideración de la sostenibilidad en su sentido más amplio, más allá de una serie de indicadores ASG y de lo que se incluye en un reporte de sostenibilidad. Adicionalmente, siendo la taxonomía aplicable a los informes preparados con base en materialidad financiera, el análisis podrá tender a ignorar el impacto sobre la sociedad y el planeta, materialidad de impacto, que es relevante para los interesados en la sostenibilidad de las empresas, en especial los inversionistas responsables.

Capítulo V.1

Materialidad, doble materialidad y matriz de materialidad

Basado en un post en LinkedIn sobre doble materialidad, se suscitó un intercambio de opiniones, con algunos alegando que el concepto de doble materialidad era redundante (la matriz de materialidad lo capturaba en sus dos ejes: uno, lo que le importaba a los *stakeholders*, y el otro, lo que le importaba a la empresa), y el suscrito alegando que la materialidad, ni doble ni sencilla, se puede capturar en la matriz de materialidad (¡herejía!). Este artículo lo analiza.

El que la matriz captura la materialidad, y en particular la doble, parece razonable en principio, es lo que se representa. **Pero en función de la evolución del papel de la empresa en la sociedad y de la misma sociedad, se debe analizar con más profundidad, lo que nos llevará a cuestionar cómo se prepara la matriz de materialidad y lo que puede/debe ser su interpretación.** ¿Qué representan estos dos ejes? Y veremos que la discusión refleja las posiciones competitivas de algunos productores de estándares de reporte. Pasamos revista a estos conceptos.

Es importante enfatizar que en este artículo **tomamos la posición de la empresa, representada en un momento dado por sus dirigentes, y no la posición de los stakeholders, incluyendo shareholders, ni de los productores de estándares de reporte. Esta es la fuente de la confusión que trataremos de aclarar.**

I. Materialidad

Hay muchas definiciones de materialidad; las más populares son las de los diferentes estándares de reporte de sostenibilidad, que, junto con su definición de *stakeholders*, forman la base de lo que se debe reportar. Reproducimos solo las de los dos estándares más utilizados:

Iniciativa	Foco	Definición de materialidad
GRI	Stakeholders	<i>El reporte debe cubrir aspectos que: a) reflejan los impactos económicos, ambientales y sociales significativos (en su influencia, tanto positiva como negativa, de lograr su visión y estrategia), y b) influyen las evaluaciones y decisiones de sus stakeholders.</i>
SASB	Reguladores e inversionistas	<i>[Aspectos materiales que...] individualmente o en el agregado, son importantes para la representación justa de la posición financiera y operacional de la entidad... [información que es] necesaria para que un inversionista razonable pueda tomar decisiones de inversión debidamente informadas.</i>

En general, podemos decir que los aspectos materiales son los impactos que les importan a los *stakeholders*. En el caso del GRI (y los estándares de reporte de la Comisión Europea), los *stakeholders* son todos los que pueden ser impactados, incluyendo los inversionistas. En el caso del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) (y los estándares del *International Sustainability Standards Board*, ISSB), el *stakeholder* es la situación financiera de la empresa, representada por los inversionistas.

Pero en estas definiciones no está considerado **lo que le importa a la empresa**, a sus dirigentes. **Parten del supuesto implícito de que lo que les importa es lo que le importa a los *stakeholders*, incluidos los inversionistas. Pero pueden tener otros intereses. Este supuesto, no cierto, es lo que da lugar a las diferencias entre los estándares de reporte**, las diferentes definiciones de materialidad y las deficiencias de las matrices de sostenibilidad, dominadas por las necesidades de cumplir con los estándares de reporte. **A la empresa le importa, mucho más que el reporte, lo que es solo uno de los múltiples insumos para la determinación de la estrategia de la empresa.**

Y aquí es necesario volver a hacernos la pregunta: ¿de quién es la empresa? La empresa se posee a sí misma. Los inversionistas no poseen la empresa, solo los derechos a recibir dividendos, a vender sus acciones, y en algunos casos, menos comunes de lo que se piensa, a elegir a algunos miembros de consejo. De aquí que la materialidad para la empresa, para su gestión, debe considerar los impactos mencionados antes, pero filtrados de acuerdo con su estrategia, lo que le interesa.

Esta supuesta herejía de la propiedad ya la habíamos analizado en detalle¹. Se extrapola la idea de que los inversionistas a veces pueden nombrar a algún consejero, a la generalización de que poseen control de la empresa. **Esto es solo cierto en los casos de empresas con un número reducido de accionistas**, y que concuerdan en los objetivos de la empresa (algunas PyME, algunas empresas familiares y algunos *startups* en sus comienzos).

En este sentido, es de enfatizar que el principal stakeholder de la empresa es ella misma, y su interés por los demás *stakeholders* es consecuencia de esto.

Pero ¿qué le interesa a la empresa?, ¿el impacto sobre los *stakeholders* en general?, ¿el potencial impacto que estos tienen sobre la situación financiera de la empresa?, ¿o algo diferente, algo más y algo menos, de acuerdo con su estrategia? Es lo que responderemos a continuación.

a. Materialidad de ida, materialidad de impacto (sobre los *stakeholders*)

Para cumplir con los esquemas de reporte y preparar la matriz de materialidad, se distingue la materialidad de ida, también llamada materialidad de impacto, **o sea, los impactos que las actividades de la empresa tienen sobre los *stakeholders*.** Esta

1. Ver *¿De quién es la empresa? ¿Qué debe maximizar?*, capítulo V.1 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

es la definición que forma la base de la preparación de los informes bajo los estándares actuales del GRI. Los estándares anteriores del GRI consideraban la materialidad de ida y vuelta, pero fue cambiado en el 2021, presumiblemente para diferenciarse más de su competidor, el SASB².



b. Materialidad de vuelta, materialidad financiera (sobre la empresa)

Constituyen los aspectos que tienen impacto sobre la empresa, como resultado de la reacción de los *stakeholders*, que para muchos se refiere a **impacto financiero**. En este sentido, forma la base de los reportes, de acuerdo con los estándares del SASB. Para ello, el SASB ha desarrollado 77 indicadores para cada uno de 11 sectores industriales, que supuestamente representan aspectos que pueden tener impacto, pero **hay que enfatizar que no miden el impacto financiero, no son expresados en términos monetarios, sino que representan conceptos** (por ejemplo, consumo de agua, emisiones de gases de efecto invernadero) **que pueden tener impacto financiero**, de acuerdo con su base de expertos, suponiendo que los inversionistas actúan en consecuencia en los mercados financieros. Los estándares del SASB han sido absorbidos como parte de los estándares del ISSB.

c. Materialidad de ida y vuelta (doble materialidad)

La doble materialidad reconoce que a la empresa le interesan ambos impactos, los que tiene sobre sus stakeholders y los que estos tienen sobre la empresa, que pueden ser financieros o no, medibles o no, a corto y a largo plazo.

La doble materialidad es el enfoque que ha adoptado el *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), para los estándares de reporte de **la Unión Europea (UE)**, y que fueron aprobados a finales del 2022. Si bien se adopta el concepto para efectos de reporte, la UE tiene intereses más allá de la información. **La UE tiene intereses en el desarrollo social y económico de los países miembros, de allí que adopte una concepción semejante a la que le interesa a los dirigentes empresariales (ida y vuelta)**³.

2. Ver mis artículos *The New GRI Definition of Materiality: Forwards or Backwards?* y *Sustainability Reporting Standards: Time to Trade Competition for Collaboration*.

3. Es de notar que el 68 % de los analistas financieros, que se esperaba que se concentrasen en la materialidad de vuelta, la del impacto financiero, opinaron en una encuesta (Survey of CFA Institute Members on Latest ESG Matters) que se debe reportar la doble materialidad, que ellos llaman materialidad financiera (vuelta) y materialidad de impacto (ida).

II. Matriz de materialidad

La matriz de materialidad es una herramienta que se suele incluir en los reportes de sostenibilidad, que pretende ilustrar de manera gráfica los aspectos que son materiales para la empresa y los que lo son para los *stakeholders*, en orden de impacto relativo. **El eje horizontal refleja los aspectos que la empresa considera materiales** (supuestamente la materialidad de vuelta, financiera), en orden de importancia de izquierda a derecha, y **el eje vertical, los aspectos que la empresa percibe que son materiales para los *stakeholders***, de impacto, en orden de importancia de abajo hacia arriba. Los puntos en el gráfico reflejan los aspectos que son comunes (¿son todos comunes?) y su posición (y a veces la magnitud de los puntos en el gráfico refleja la magnitud del impacto percibido). Dado que la empresa puede no poder atender todos los aspectos que son materiales para los *stakeholders*, **se suelen priorizar los aspectos comunes que están en la posición noreste, de mayor importancia para ambos.**

Y aun siendo un instrumento de reporte, es de recordar que **los estándares actuales no requieren la preparación y presentación de la matriz de materialidad**⁴. Se continúa usando en buena medida, porque se cree que es necesario presentarla, por inercia y porque presenta un gráfico atractivo. **Sin embargo, es de destacar que su preparación contribuye a la gestión de la sostenibilidad, y su presentación, a la estructuración de los reportes de sostenibilidad.** En particular, fuerza la identificación y consulta con los *stakeholders*, una introspección interna sobre sus impactos y lo que es material para la empresa, la coordinación y comunicaciones internas, entre otras contribuciones⁵.

No, no proponemos eliminarla. Es un instrumento de reporte y apoyo, pero nuestra posición es que como instrumento de gestión es incompleto. A continuación analizamos esto y la materialidad que le interesa a la empresa para su gestión estratégica. Recordemos que estamos utilizando el punto de vista de la empresa.

III. Materialidad para el reporte y materialidad para la estrategia

El reporte y la gestión de la sostenibilidad tienen diferentes objetivos y cubren distintas necesidades, lo que muchas veces se ignora o descuida, y se pretende, quizás inconscientemente, que la matriz de materialidad sirva diferentes objetivos, que pueden no estar alineados. Es lo que analizamos a continuación.

En esta sección postulamos que hay un tercer objeto de la sostenibilidad empresarial, aparte de los *stakeholders* y los *shareholders*, y es la empresa misma, la dueña de la empresa⁶, y, por ende, su principal *stakeholder*. **Además de la materialidad de impacto y la financiera, la empresa debe interesarse por la materialidad estratégica. Es la que determina la estrategia de sostenibilidad, que puede no coincidir con las materialidades para reportar.** Una cosa es lo que se necesita para reportar, y la

4. Ver los artículos de la gurú en reportes de sostenibilidad Elaine Cohen, *GRI Standards: Materiality: You've Been Doing It All Wrong* y *Why the materiality matrix is useless*.

5. Ver *Informes de sostenibilidad: ¿sirven para algo?*, el capítulo IV.5 del volumen II de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

6. Ver la nota al pie de página número 1.

otra, para actuar. Sí, deberían coincidir, pero los estándares de reporte de la Comisión Europea y del ISSB pueden cumplirse sin revelar la estrategia futura de la empresa, que será considerada confidencial para muchas empresas. **Por mucho que pidan los estándares, las empresas no revelarán todo el alcance de su estrategia, pero sí lo necesitan para actuar.**

Recordemos que la información que se divulgue en **los reportes al público conlleva riesgos legales**. Adicionalmente, la información que se reporte deberá ser objeto de aseguración, al principio “limitada” y más adelante “razonable”, por lo que habrá renuencia a reportar información que no sea verificable. **Todo esto indica que la materialidad para el reporte no es la misma que la materialidad para la actuación** (ver sección III del siguiente capítulo).

Para entender mejor la diferencia entre doble materialidad para la gestión y lo que refleja la matriz, es conveniente recordar (1) lo que le interesa a la empresa, y (2) lo que es la reacción de los *stakeholders*. En el primer caso, recordemos la concepción moderna de la responsabilidad empresarial, la gestión de los impactos **que tiene y que quiere tener, sobre stakeholders presentes y futuros, a corto y a largo plazo**. Por su visión de largo plazo le puede interesar tener impactos, a veces no conocidos por los *stakeholders*, y puede querer impactar otros *stakeholders*, que ahora no lo son o que pasan inadvertidos. **Estos impactos no están en la matriz de materialidad tradicional.**

En el segundo caso, los impactos de la empresa en sus *stakeholders* (de ida) no necesariamente rebotan (de vuelta), **ni producen reacciones que impactan a la empresa**; de aquí que **tampoco estén en la matriz de materialidad**, como comentamos más adelante.

En resumen, aparte de la concepción tradicional, hay que notar que (1) hay impactos que le interesa tener a la empresa, y (2) hay impactos que no les interesan a los stakeholders, que no están en la matriz de materialidad, pero que (1) sí forman parte de la materialidad de ida y (2) no forman parte de la materialidad de vuelta.

Y aquí es donde surge el problema del uso e interpretación de estos conceptos. En la matriz de materialidad, con el objetivo de reportar, lo que se diagrama es el impacto que tiene, pero no el que quiere tener, sobre los actuales y futuros stakeholders, y lo que los stakeholders podrían reaccionar, no lo que reaccionan, y con un sesgo sobre el impacto financiero. La realidad práctica es otra.

a. Materialidad de ida, estratégica

A diferencia de la materialidad para el reporte, para **la estrategia la empresa quiere identificar y gestionar sus impactos, no solo que tiene, sino los que quiere tener, y no solamente en sus stakeholders actuales, sino a los que pueda querer afectar**, en función de lo que concibe que es su papel en la sociedad. Es el querer hacer el mayor bien posible, no solo controlar impactos negativos o positivos resultantes del *statu quo*. Por ejemplo, una empresa farmacéutica puede querer desarrollar medicamentos para enfermedades típicas de países de menor desarrollo, que no forman parte de su mercado, no solo como estrategia de comercialización (muy poco probable que sea rentable), sino como parte de su papel ante la sociedad, y para ello invertir recursos en investigación y desarrollo.

b. Materialidad de vuelta, estratégica

Es el aspecto de materialidad que más interés suscita entre los inversionistas, promotores de la responsabilidad (ponentes, gestores de activos, etc.) y dirigentes, estos últimos especialmente si tienen bonificaciones relacionadas con los resultados financieros. **Muchas veces el impacto financiero suele ser enfatizado y exagerado, para atraer el interés de estos stakeholders hacia la sostenibilidad; es el llamado argumento empresarial, que la responsabilidad es rentable**⁷.

Pero si tomamos el punto de vista de que la empresa es el principal stakeholder, la materialidad de vuelta, estratégica, incluye además los aspectos que potencialmente pueden tener un impacto (financiero, reputacional, orgullo, etc.), y no solo a corto plazo. Y esta es una parte de la diferencia entre la materialidad de la matriz y la materialización estratégica. A la empresa le interesa más que el simple impacto financiero de la reacción de los *stakeholders* que **actúan a corto plazo**.

Consideremos el siguiente gráfico, que pretende ilustrar de manera simplificada una **tipología de los stakeholders**. Por los nombres, el lector puede apreciar que algunos *stakeholders*, aunque impactados, no son de interés para la empresa, porque o no actúan o no tienen poder (por lo menos no tienen impacto financiero). **Es posible que todos sean de interés en la identificación de la materialidad estratégica de vuelta, pero se puede apreciar, por los nombres, que algunos tienen diferentes potenciales de impactar distintos aspectos y tiempos de las actividades de la empresa.**

Algunos lo pueden hacer financieramente en el corto plazo (los que se suelen incluir en la matriz y que son objeto de reporte bajo los estándares SASB), otros pueden afectar la reputación en el largo, otros pueden no afectar a la empresa en ninguno de estos sentidos, pero la empresa puede querer afectarlos. **De aquí que, aunque no tengan impacto de vuelta, la empresa quiere tener impacto de ida.**

Y es la identificación de estos aspectos, que tienen impacto real y tangible, la que forma parte de la gestión de riesgos y oportunidades en la empresa.



7. Ver **¿Cuál es el argumento empresarial de la RSE?**, el capítulo III.3 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y **Mis nueve artículos sobre la tensión entre responsabilidad y rentabilidad**.

Y un buen ejemplo de esto (y de la falacia de las calificaciones ASG) es McDonald's. La empresa contribuyó, directamente y a través de su cadena de valor, a 54 millones de toneladas de emisiones en el 2019, más que Portugal o Hungría. Sin embargo, MSCI, la mayor empresa de calificaciones ASG (1500 índices con centenares de indicadores), **considera que estas emisiones no constituyen un riesgo para la empresa, por cuanto no son objeto de regulación, como puede ser el caso de las empresas de combustibles fósiles. Y yo añado que porque los consumidores no lo saben, o sabiéndolo no actúan en consecuencia** (en el gráfico anterior, en este aspecto, son los *stakeholders* “discrecionales”, tienen legitimidad, pero no ejercen el poder). Por lo tanto, no consideran las emisiones en sus *ratings*, pero sí los empaques, que tienen menor impacto social, pero que son objeto de regulación en algunos países. Según MSCI, y presumiblemente para la empresa que se guía por estos *ratings*, sus emisiones son irrelevantes, porque no afectan su beneficio neto! Como dicen los autores del artículo [The ESG Mirage](#) (El espejismo de la ASG), donde citan este ejemplo: “...no tratan de medir el impacto de la empresa en el mundo, lo que importa es si el mundo puede estropear los beneficios netos”.

A los *stakeholders* con mayor impacto financiero pueden no interesarles las emisiones, o sea que no son un aspecto material de vuelta, **pero la empresa con visión puede querer reducir las, por lo que será un aspecto material estratégico de vuelta, aunque no esté en la matriz de materialidad**. Y hay que recordar que los estándares del SASB no son granulares, los indicadores son diseñados a nivel industrial agregado, por ejemplo, industria alimenticia, y no consideran la especificidad de cada empresa. Es posible que sí lo consideren para este sector industrial, aunque para una empresa en particular no sea material (¡o por lo menos según la calificadora MSCI!).

IV. En resumen: matriz de materialidad y doble materialidad estratégica

Resumiendo, la doble materialidad estratégica no está reflejada en la matriz de materialidad tradicional para el reporte por, al menos, cuatro razones:

- **Concepción ampliada del papel de la empresa ante la sociedad:** La empresa puede querer tener impactos no tradicionales y afectar a *stakeholders* futuros. Puede querer contribuir a la sociedad, más allá de no hacer el mal y más allá de hacer el bien vía su negocio rutinario. Puede querer ampliar su ámbito de actuación, para contribuir al mejoramiento de la calidad de vida. Puede tener interés más allá del impacto financiero.
- **Respuesta de los *stakeholders*:** No todos los *stakeholders* actuales son materiales, no todos reaccionan, no todos tienen impacto sobre la empresa.
- **Granularidad:** Las caracterizaciones generalizadas de los *stakeholders* no son conducentes a la definición e implementación de la estrategia de sostenibilidad. Consumidores, comunidad, inversionistas, entre otros, **no son un bloque homogéneo**, hay diferencias de intereses dentro de cada grupo de *stakeholders*, pero la matriz de materialidad no suele hacer diferenciación⁸.

8. Ver **Matriz de materialidad: más allá del esquema tradicional**, capítulo II.4 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

- **Interrelaciones entre impactos:** Los impactos que tiene y quiere tener la empresa no son separables nítidamente, suelen estar interrelacionados. La matriz de materialidad no toma en cuenta estas interrelaciones **y las posibles compensaciones, ya que trata cada impacto como si fuera autocontenido.** La mitigación de impactos negativos puede acarrear otros, y la estrategia debe asegurar que hay una reducción neta (cuando se promovió la sustitución de bolsas de plástico por bolsas reusables de algodón, se descubrió que el impacto ambiental sobre el ciclo de vida de estas últimas era mayor).

Algunos dirán que el problema no es de conceptos, sino de que la matriz de materialidad no está bien preparada. Es posible. Pero la realidad es que en la práctica es así, no se prepara con la conceptualización necesaria para guiar la estrategia de la empresa, que es supuestamente su objetivo; se prepara para cumplir con requisitos de reporte, que pueden no coincidir con las necesidades de la empresa.

Ni el reporte ni la posibilidad/necesidad de preparar un gráfico puede condicionar la estrategia de la empresa, aunque aquello tenga muchas contribuciones positivas.

Siendo el principal *stakeholder* de la empresa la empresa misma, esta debe velar por sus impactos, por su sostenibilidad a largo plazo, financiera, social y ambiental, y para ello necesita desarrollar e implementar estrategias que sirvan para estos fines, y **la materialidad relevante es la estratégica, no la reporte.**

Capítulo V.2

¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico

Todo el “mercado de la sostenibilidad empresarial” está en plena turbulencia. Desde la industria de las inversiones responsables y no tan responsables, de las calificadoras de sostenibilidad, de los productores y agregadores de información, de los que deben reportar, de los responsables dentro de las empresas de fomentar su sostenibilidad y, en fin, de los reguladores tratando de hacerlo funcionar bien.

Un segmento de este mercado, que se encuentra en plena agitación, es el de los estándares de reporte. En este breve artículo pasamos revista a la situación de este segmento y pronosticamos cuál será el desenlace en el futuro cercano¹.

I. Tendencias en los estándares sobre el reporte de la sostenibilidad empresarial

Estamos en el punto más álgido. Después de muchos años de la vigencia de diferentes estándares y modalidades de reporte en competencia, **parece que se converge hacia a un par de ellos que están en proceso de elaboración, simultáneamente.**

Por una parte, **el internacional *IFRS General Sustainability-related Disclosures*, promovido por el *International Sustainability Standards Board***, que aglutina los del SASB, *Integrated Reporting* y los del *Task Force on Climate-related Financial Disclosure*, y de modo indirecto otros, como los del *World Economic Forum*, y que eventualmente será obligatorio para las empresas que coticen en bolsas de valores del mundo entero.

Por otra parte, **el europeo, *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*, *Firstset of drafts*, promovido por la Comisión Europea, a través del *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)**, que, aunque no absorberá los estándares del GRI, tiene el mismo fundamento, y será de aplicación para unas 50 000 empresas con negocios en Europa, que coticen en bolsa, que sean de propiedad privada o del sector público².

1. Después de escribir este capítulo, pero antes de publicarlo, la gurú sobre reportes de sostenibilidad Elaine Cohen publicó un extraordinario análisis en su blog sobre estos mismos temas, con conclusiones no muy diferentes. Verlo en *Perspectives from Mr. Impact: GRI CEO Elco van der Enden* (¡pero qué título tan poco atractivo y representativo!).

2. Estos estándares serán la base del reporte de información sobre sostenibilidad para los países miembros de la Unión Europea, que están incorporados en la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), aprobados a finales del 2020.

El primero se basa en la materialidad financiera, el impacto sobre las finanzas de la empresa, y el segundo en la doble materialidad, la financiera y sus impactos sobre la sociedad y el medioambiente.

Ambos tendrán estándares separados para el impacto del cambio climático, **a los cuales se unirá un tercero**, *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*, de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), de EE. UU., que está en proceso de discusión y que será obligatorio para las más de 6 000 empresas que cotizan en las bolsas de ese país. Este no los comentamos en este artículo.

II. Cuál es el futuro del reporte de sostenibilidad empresarial: mis pronósticos

Y me atrevo a hacer pronósticos concretos.

A pesar de la deseada convergencia en dos estándares, no habrá una consolidación. Ambos permanecerán, ya que sus objetos y sujetos son diferentes, y, por lo menos a mediano plazo, continuarán los estándares del GRI. Las otras decenas de esquemas y estándares vigentes desaparecerán o serán de aplicación muy limitada³.

En el estándar internacional, el objeto es informar sobre el impacto en el valor de la empresa de sus actividades relacionadas con la sostenibilidad, no se ocupa del impacto de las actividades de la empresa sobre la sociedad y el medioambiente, solo su reacción. **El objeto de atención es la empresa y sus accionistas o dueños.** De aquí que el motor de los estándares sea el mismo sector privado (el sector público intervendrá en su implementación). **Y el sujeto son todas las empresas que las regulaciones nacionales o requerimientos de las bolsas de valores así lo requieran.** Además, aquellas empresas que voluntariamente decidan hacerlo. Por su origen, la parte de los estándares referentes a indicadores ha absorbido los estándares del SASB.

En el estándar europeo el objeto es mucho más amplio, es informar sobre el impacto que las acciones de las empresas tienen sobre las partes afectadas en la sociedad y el medioambiente, y el impacto que las acciones y reacciones de estos tengan sobre el valor de la empresa. El objeto son las empresas, pero además las partes afectadas, y en particular los gobiernos, que se deben preocupar por la gestión de los impactos sobre sus gobernados y su entorno. De aquí que el motor de los estándares sean instituciones públicas. **Y el sujeto es más restringido**, son empresas privadas de cierta magnitud y empresas públicas europeas, y las extranjeras que tengan un cierto nivel de actividad en la región. Por su origen y por su afinidad técnica, la parte de los estándares referentes a los indicadores estará influenciada por los estándares del GRI.

Algunas empresas deberán reportar de acuerdo con ambos estándares; por ejemplo, las extranjeras que tengan negocios significativos en Europa y las europeas que

3. Para la reciente historia de los estándares de reporte, ver *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay? y Segunda parte: ¿cuántos debe haber?;* capítulos VI.5 y VI.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

coticen en bolsas fuera de la región. Es de suponer que el primer caso será más frecuente, y **siendo el internacional más restrictivo en cuanto a objeto (materialidad financiera), será la base del reporte que va a ser ampliado para cumplir con los requisitos europeos no cubiertos en el estándar internacional (impacto social y medioambiental)**. En el segundo caso, que debe ser menos extendido, de las empresas europeas que tengan cotización de sus valores en otras bolsas (por ejemplo, *American Depositary Receipts* en Nueva York o *Global Depositary Receipts* en otras), es muy probable que se acepten sus reportes europeos, por ser más completos y rigurosos. **Las bolsas, en general, no están interesadas en un estándar u otro de sostenibilidad, mientras sea suficientemente informativo**. Pero al ser sus principales *stakeholders* los inversionistas, esto dependerá de la integralidad de la cobertura de la materialidad financiera en la versión europea, que debería ser razonable.

El caso del impacto sobre el cambio climático será diferente. La Comisión de Valores y Mercados (SEC), de EE. UU., que posiblemente tendrá un tercer estándar, **es un regulador, y vista su trayectoria, será más intransigente** y querrá que se reporten de acuerdo con sus estándares (aunque no es de descartar que en estos hay convergencia con los otros a mediano plazo, ya que se parte de posiciones cercanas).

Las empresas europeas que no coticen en bolsas de valores usarán exclusivamente el estándar europeo, y las que coticen en bolsas lo harán de acuerdo con los estándares que apliquen (se presume que las bolsas europeas pedirán los estándares europeos, y las demás, los estándares internacionales).

Y en ambos casos es muy probable que se exija aseguración de la información, presentada por aseguradores y auditores independientes. En el caso de los estándares internacionales, que están siendo desarrollados en el contexto de la contabilidad financiera, con auditoría externa por excelencia, se exigirá **aseguración, por lo menos limitada**, de la información, y eventualmente una **aseguración razonable**⁴, o hasta una auditoría sobre algunos aspectos que sean amenos para la auditoría tradicional. En el caso de los estándares europeos, las propuestas ya incluyen el **requerimiento de aseguración limitada y la recomendación de exigir la aseguración razonable** a medida que las instituciones aseguradoras/auditoras desarrollen experiencia en aseguramiento de información de sostenibilidad.

Cómo quedará el GRI es difícil de predecir, pero siendo el más arraigado y teniendo una infraestructura institucional, de conocimientos y aplicación muy desarrollada, estimo que **continuará siendo usado por algunas de las empresas cubiertas por uno de estos dos estándares, por algunos años más**, hasta que la fatiga de reportar con base en tantos esquemas diferentes las agobie y lo dejarán de usar. **No se debe descartar que eventualmente haya convergencia entre el GRI y los estándares europeos.**

Y las empresas que no estén cubiertas por los dos estándares, internacional y europeo, tendrán la opción de hacer lo que les parezca más conveniente. Es de suponer que las europeas usarán el europeo, y las del resto del mundo utilizarán el

4. Sobre las características y diferencias entre ambas aseguraciones, ver *Limited assurance vs. reasonable assurance* y *The State of Play in Sustainability Assurance*.

internacional. Y las del grupo no cubierto, por ejemplo, las grandes empresas de países en vías de desarrollo, que no cotizan en bolsas que tengan estos requerimientos, **las cuales venían usando los estándares del GRI, es muy posible que los continúen utilizando.** Si no los venían usando, posiblemente elegirán entre los que les parezcan más afines con sus objetivos, y si les preocupa su impacto social y ambiental, usarán los estándares europeos. **El GRI seguirá teniendo un mercado, aunque más reducido.**

2025/2029⁵: Estándares de reportes de sostenibilidad

	ISSB	ESRS	GRI
Materialidad	Financiera (simple, de vuelta)	Financiera y de impacto (doble, de ida y vuelta)	De impacto (de ida)
Objeto del reporte	Valor de la empresa	Valor de la empresa e impacto sobre la sociedad y el medioambiente	Impacto sobre la sociedad y el medioambiente
Objeto institucional	Empresa, accionistas, dirigentes	Empresa y partes afectadas, especialmente reguladores	Empresa y partes afectadas
Sujeto	Todas las empresas que sean sujetas a regulaciones nacionales de reporte financiero y/o de los mercados de valores	Empresas europeas y extranjeras que tengan negocios en Europa de cierta magnitud e impacto	Empresas que deseen reportar de acuerdo con esos estándares
Obligatoriedad	Obligatoriedad dispersa, no uniforme, para las del sujeto. Voluntarias, pero probables, para las demás que deben reportar estados financieros auditados	Obligatoriedad centralizada, firme, para las del sujeto. Voluntarias, pero probables, para las demás europeas que reportan estados financieros auditados	Voluntarias, posiblemente adoptadas por las empresas que no tengan obligatoriedad con los dos estándares
Aseguración	Limitada y eventualmente la razonable, y auditoría	Limitada y eventualmente la razonable	Revisión del índice de contenidos por el GRI

III. Pero ¿y la brecha entre reporte de sostenibilidad e información sobre sostenibilidad?

No, no es lo mismo. Los estándares mencionados anteriormente piden el reporte de cierta información de manera formal y obligatoria, que cubrirá solo una parte de las actividades de las empresas o no con el detalle necesario o deseable. En particular, los requerimientos de reporte tienen un sesgo hacia los impactos negativos, los riesgos, y no tanto los positivos que se tienen o que se quieren tener.

5. En el caso europeo, habrá un periodo de cuatro años para incorporar todas las empresas sujetas a los estándares.

Estas empresas pueden tener interés en que se conozcan otras actividades y aspectos, como estrategias, políticas, procesos, cultura, etc., para dar una visión más completa de su sostenibilidad social y ambiental, sobre todo a sus *stakeholders* críticos, como pueden ser los empleados, clientes, gobiernos locales, etc. De hecho, a muchos *stakeholders*, partes de los reportes formales de sostenibilidad les pueden resultar abrumadoras y a veces irrelevantes. A otros, por ejemplo, algunos reguladores, les pueden resultar insuficientes. **Las empresas deberán preparar información sobre aspectos específicos relevantes para cada uno de sus *stakeholders* materiales**, y publicarla de forma separada, muy posiblemente en sus sitios en internet, de fácil búsqueda y atractiva lectura.

Es posible que algunas empresas sean selectivas, y reporten en este grupo actividades que no tienen interés en que sean objeto de aseguración. **A diferencia de la información financiera, no puede estipularse exhaustivamente toda la información de sostenibilidad que debe reportarse.**

Y habrá que tener cuidado en que este otro grupo de información voluntaria, no regulada, que no será obligatoriamente asegurada (aunque podría serlo), **no sea usada para el *greenwashing***, sobre todo ante la apatía y desidia de muchos *stakeholders* de buscar información veraz y denunciar la que no lo es. De cualquier manera, con los estándares de reporte en vigencia, **el *greenwashing* será en mucha menor escala de lo que se observa hoy en día**, sobre todo en las finanzas sostenibles (donde también hay esfuerzos en la definición y regulación de la información). Es uno de los principales objetivos de los estándares.

IV. Resumen

En el mediano plazo habrá tres estándares de reporte de sostenibilidad de aceptación generalizada. Dos de ellos, el internacional y el europeo, de aplicación obligatoria para su respectivo grupo sujeto de empresas, aunque habrá organizaciones que deberán reportar bajo ambos estándares. El estándar internacional tiene un objeto más restrictivo que el europeo, por lo que podrá constituir el mínimo, sobre el cual las empresas que deban reportar con ambos podrán complementar con los requerimientos adicionales del europeo. Para las empresas sujetas a ambos, la opción de preparar dos reportes diferentes no es efectiva y contribuirá a alimentar la confusión que se quiere evitar. No descartaría la idea de que surja un esquema de reporte específico, no oficial, para las que deban reportar sobre ambos.

El tercero, el GRI, de aplicación voluntaria, será utilizado por algunas empresas que no sean sujeto de los otros dos estándares, y mientras se consolidan estos últimos, aun por algunas empresas que sí son sujeto de ellos.

Y la industria de la consultoría en sostenibilidad, incluyendo la de aseguramiento/auditoría, tendrá mayores oportunidades de negocio.

Capítulo V.3

Taxonomía estandarizada para reportes estandarizados de sostenibilidad: ¿panacea o espejismo?

Valga la cacofonía de la repetición de lo de “estandarización”, pero eso es lo que es. **Un instrumento para estandarizar mecánicamente información estandarizada en prosa.** En este artículo describimos la taxonomía para el reporte de información de sostenibilidad, de acuerdo con los estándares internacionales en preparación **y sus ventajas y posibles inconvenientes.**

I. Estándares de reporte sobre información de sostenibilidad empresarial

Muy posiblemente el lector tenga conocimiento de los esfuerzos en marcha para producir estándares de reporte de información sobre la sostenibilidad empresarial (mal llamada “información no financiera”). Son múltiples los actuales esquemas y estándares de reporte de esta información, pero que están convergiendo en dos estándares, por ahora, alternativos. **El que prepara la Comisión Europea, fundamentado en la doble materialidad, o sea, información sobre los impactos y efectos de las actividades de la empresa sobre la sociedad y el medioambiente (materialidad de impacto), y de estos sobre la situación financiera de la empresa (materialidad financiera) y el estándar, que podríamos llamar internacional, por su pretendida aplicación a todos los países, que se fundamenta en la materialidad financiera.**

El primero lo promueve una institución supranacional del sector público, y por ello tiene una **visión amplia de la necesidad de información de todos los stakeholders.** El segundo lo está promoviendo una organización internacional sin fines de lucro, con visión de sector privado (*International Sustainability Standards Board* [ISSB], dentro del *International Financial Reporting Standards* [IFRS] *Foundation*, que también tiene responsabilidad por los estándares de información financiera, *International Accounting Standards Board* [IASB]), pero **cuyo objeto es un solo grupo de stakeholders: los que tienen intereses financieros en la empresa.** Estos estándares tienen como objetivo complementar la información financiera tradicional.

Las diferencias, ventajas, posibles deficiencias y nuestra opinión sobre cómo será el reporte de la información acerca de la sostenibilidad empresarial en el futuro las hemos presentado en el capítulo anterior.

II. ¿Qué es la taxonomía de reporte?

No, no es otra lista de actividades, de lo que se puede o debe hacer, como lo es la taxonomía verde, y a lo mejor lo será la social de la Comisión Europea. Esta es una

taxonomía (en el sentido de etiquetado, no de clasificación) para convertir información sobre sostenibilidad empresarial, producida para el uso de los humanos, a información entendible por máquinas (léase computadoras). Con un poco de exageración, podríamos decir que pretende convertir un documento en PDF a uno de códigos, estandarizando la conversión de aquella información a una “*mecanizable*”, que sea comparable y consolidable entre empresas, con la metodología ya usada para la información financiera (*EXtensive Business Reporting Language* (XBRL), estándar internacional para el reporte digital de información comercial).

Esta taxonomía la está preparando un grupo de trabajo dentro del IFRS, con el objeto de **facilitar el análisis de la información de sostenibilidad presentada de acuerdo con los estándares del ISSB** (las transparencias de un webinar de presentación del primer borrador se pueden ver en [IFRS Sustainability Disclosure Standards: Developing a reporting Taxonomy](#)). Se espera concluir el trabajo después de la [aprobación de los respectivos estándares](#)¹.


Si bien la información presentada de acuerdo con los futuros estándares ISSB deberá ser estandarizada, cada empresa presentará su narrativa de forma diferente, y aun si los indicadores son estandarizados, será necesario que su definición, medición y reporte sea comparable. **La taxonomía pretende convertir la narrativa relevante y los indicadores correspondientes a información tipificada, comparable.**

Para el IFRS, que es responsable por los estándares de la información financiera y tiene como objeto la materialidad financiera, es crítico que la información sobre sostenibilidad empresarial sea lo más parecida posible a la financiera, agregable y comparable para poder apreciar el potencial impacto financiero. **Las diversas narrativas de los reportes contendrán lenguaje no estandarizado, y no serán directamente comparables; de allí la importancia de tener una taxonomía que la convierta en información relativamente estandarizada.**

The IFRS Sustainability Disclosure Taxonomy


The IFRS Sustainability Disclosure Taxonomy is intended to be a system for **classifying and structuring** sustainability-linked financial data points in a manner which:

- makes the data **computer-readable**, and
- aids users in **finding, understanding and comparing** large amounts of information to facilitate efficient corporate sustainability analysis.



PDF

Co. A: Gross scope 1 emissions	xxx
Co. B: Direct greenhouse emissions	xxx
Co. C: Own emissions	xxx
Co. D: 직접적인 온실가스 배출	xxx
Co. E: 總範圍 1 溫室氣體排放量	xxx



XBRL

Name	ifrs-sds:GrossScope1GreenhouseGasEmissions
Value	xxx,000
Units	MtCO2e
Period	2021-01-01 to 2021-12-31
Decimals	-3

1. EFRAG también está preparando una taxonomía semejante para sus estándares de reporte. [Developing the XBRL Taxonomy of the First Set of ESRS](#).

Pero no es que la taxonomía lograra milagros de convertir un reporte en PDF a una colección de números o categorías, sino que su existencia condicionará la forma en cómo se presenta y cómo se calculan los indicadores para que sean codificables. Tampoco logrará codificar información que no haya sido presentada, pero reducirá las omisiones. Sin embargo, no toda la información presentada será codificable, por lo que es de suponer que se perderá alguna parte de la información. **Habrà que hacer un balance entre la integralidad de lo capturado y la practicidad de su utilización.**

Es de destacar que esta [taxonomía y los indicadores](#) siguen la ya desarrollada por el *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, que ahora forma parte del ISSB.

El siguiente gráfico presenta el ejemplo de la codificación de las emisiones y su relación con los estándares de reporte (S1 y S2), en proceso de finalización.

5-Examples of suggested categorical items

Boolean type		
Element label	List of answers for tagging	Reference
Sustainability-related performance metrics are included in remuneration policies	True / False	IFRS S1.13(f)
Entity applied new or amended Standard earlier than its mandatory effective date	True / False	IFRS S1.B1, IFRS S2.C1

Enumeration type		
Element label	List of answers for tagging	Reference
Sustainability-related metric is absolute measure or expressed in relation to another metric	Absolute measure / Measure expressed in relation to another metric	IFRS S1.31(a)
Type of risk associated with climate-related scenarios used	Transition risk / Physical risk	IFRS S2.15(b)(i)(3)

En el primer ejemplo, presentado antes, solo se codifica si la empresa tiene nexos entre la remuneración de los dirigentes y el rendimiento en aspectos de sostenibilidad, pero no dice cuáles son los nexos, y mucho menos si son efectivos, cómo han cambiado, etc.²

III. Ventajas y posibles desventajas

Las ventajas son relativamente obvias: **se estimulará la estandarización de la información reportada**, de tal manera que sea reportable de forma comparativa y agregable, incluyendo tendencias en el tiempo. **Facilitará la labor** de los analistas financieros y de los mismos inversionistas. Y contribuirá **a reducir la desconfianza y diversidad de información** sobre la sostenibilidad empresarial, y eventualmente **refinando sus calificaciones**. Esto son demandas que se han venido haciendo desde que comenzó el reporte de esa información.

2. Ver los artículos de la cuarta parte de este volumen.

Pero la gran desventaja es que dará una impresión equivocada. **El hecho de que la información sea estandarizada y comparable no implica que sea relevante y completa.** Los números nunca podrán reflejar el impacto de la empresa en la sociedad y el medioambiente, y la reacción de estos sobre la situación financiera de la empresa³.

El objetivo de los estándares y la taxonomía del modelo internacional es **ayudar a los inversionistas genéricos y los intermediarios en ese mercado a evaluar el impacto financiero en la empresa. Pero los inversionistas responsables quieren conocer, además, los impactos positivos y negativos de las actividades de la empresa sobre la sociedad y el medioambiente**, lo que no está cubierto. De aquí la importancia de los estándares europeos en preparación, basados en la doble materialidad.

Un poco cínicamente podríamos decir que el objeto de los estándares y la taxonomía del modelo internacional son los inversionistas *maximizadores* de beneficios, y los del modelo europeo, los inversionistas responsables.

Y además de esta miopía, se **correrá el riesgo de que los analistas e inversionistas hagan todavía menos análisis del impacto de las actividades de las empresas.** Les facilitará el trabajo, pero limitado a lo que se reporta, no mirarán lo que hay detrás de los números. Si ahora nos quejamos de las generalizaciones, de la falta de rigor, improvisación y abuso de la etiqueta ASG, con los estándares y taxonomía se corre el riesgo de que la situación empeore.

IV. ¿Un espejismo?

Serán menos diligentes, se automatizará más todavía el análisis de la sostenibilidad empresarial, que es mucho más que lo expresable en criterios A, S y G, por muchos que estos sean, y mucho más que su consolidación en un número. Incluye cultura, actitudes, valores, procesos, comunión de objetivos, incentivos positivos y negativos, internos y externos, entre otros⁴.

3. Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

4. Ver *Reduccionismo en la RSE: el total debe ser mayor que la suma de las partes*, capítulo II.7 del volumen V de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

**Sexta parte:
Calificaciones de
sostenibilidad
empresarial**

06

Sexta parte: Calificaciones de sostenibilidad empresarial

Esta sexta parte consta de cuatro capítulos; los tres primeros analizan las deficiencias de las calificaciones de sostenibilidad empresarial en representar esa sostenibilidad, y el último es un llamado a ampliar la consideración de los componentes de la sostenibilidad, a efectos de determinar la estrategia de las empresas, más allá de las concepciones estrechas que utilizan los indicadores A, S y G. Lo ilustra con una consideración extensa de los aspectos sociales de la estrategia.

El primer capítulo, *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, utiliza la calificación del BBVA como el banco con mejor calificación en la categoría de instituciones bancarias por parte de S&P Global, para analizar las deficiencias de las calificaciones en representar la sostenibilidad de la empresa. En particular se comparan los criterios utilizados por la calificadora con los aspectos materiales determinados en la estrategia de sostenibilidad de la institución, para mostrar la desconexión, y algunas contradicciones internas en la asignación de importancias relativas en los diferentes criterios de evaluación. Adicionalmente, se comparan con otras calificaciones para mostrar inconsistencias.

El segundo capítulo, *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, utiliza el caso de la sustitución en un índice de sostenibilidad de la empresa productora de vehículos eléctricos Tesla, por la empresa de combustibles fósiles ExxonMobil, también para mostrar las deficiencias de las calificaciones, en este caso la de pretender encapsular en un solo número o letra toda la complejidad de la sostenibilidad empresarial. Este ejemplo muestra dramáticamente los problemas que conlleva la asignación de calificaciones individuales a diferentes aspectos A, S y G, que pueden, por la metodología de cálculo, compensarse unos con otros. En este caso Tesla fue penalizada por sus comportamientos laborales, que se sobrepusieron a la gran contribución que ha hecho a la reducción de emisiones, en tanto que para ExxonMobil el hecho de tener un plan de reducción de emisiones ha compensado parcialmente sus emisiones. El modelo de la calificadora asume la importancia relativa de los criterios, mezclando realidad con planes, actividades de bajo impacto con otras de alto impacto, lo que puede parecer arbitrario para las empresas y los usuarios de las calificaciones.

El tercer capítulo, *¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?*, analiza el mercado de las calificaciones de sostenibilidad, para apreciar las motivaciones e intereses que lo mueven, y las deficiencias que enfrentan para que sean representativas de la sostenibilidad empresarial, que va más allá de una representación numérica usando la valoración de indicadores A, S y G, desintegrados, y el cálculo de un gran promedio ponderado. No todas las seis deficiencias detectadas pueden ser vencidas, por la misma naturaleza del objeto de la calificación: la sostenibilidad empresarial, que es un concepto amplio, vago y controversial, de imposible consenso. El capítulo presenta una propuesta de lineamientos, principios y requerimientos básicos por parte de los reguladores de los mercados de capitales y financieros, que pueden reducir la confusión y dispersión entre las calificaciones de resultados, que atentan no solo contra la credulidad de las calificaciones, sino, lo más importante, contra la credibilidad de la sostenibilidad empresarial, al hacerlos, erróneamente, sinónimos.

El cuarto capítulo, *La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo*, analiza los aspectos que conforman los criterios A, S y G, desde el punto de vista de lo que es más pertinente para la estrategia de la empresa, y hace un análisis crítico de la diferencia entre estos aspectos y los criterios simplistas que se suelen incluir en las calificaciones de sostenibilidad, para reiterar las deficiencias de estas últimas en capturar lo que debe ser la sostenibilidad empresarial. Se analizan en detalle los aspectos relacionados con la S de social, que es la que está menos desarrollada y es menos entendida, y se propone categorizar estos aspectos en seis categorías, para facilitar su inclusión en la estrategia. El objetivo del capítulo es relatar el amplio espectro y la prioridad que le debe dar la empresa a esos aspectos sociales, más que hacer un listado exhaustivo de ellos. Esto es cada vez más crítico, por la competencia que estas actuaciones enfrentan por parte de la A de medio “amenite” (ambiente), que es la que está de moda, y la G de Gobernanza, que ha sido el tema por excelencia de los analistas financieros, aunque también con una visión relativamente estrecha de su papel en la era de la sostenibilidad.

Capítulo VI.1

¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?

“Espejito, espejito, ¿quién es la más bella en todo el mundo?”.

Reina malvada en Blancanieves

Según el BBVA, el BBVA. En su anuncio de la noticia, el BBVA dice: *“El banco ha ascendido una posición en el Dow Jones Sustainability Index (DJSI) y se convierte así en el banco más sostenible del mundo”*. En defensa del banco, más adelante lo matiza diciendo que se refiere **al logro de la mayor calificación de los bancos por la calificadora de Dow Jones (S&P Global)**. Pero la impresión de que es el banco más sostenible del mundo se crea consciente o inconscientemente, y es así como lo reportan algunos medios de la prensa especializada. El público no está en capacidad de distinguir “sutilezas”.

Aprovechamos la noticia que da el BBVA para hacer un análisis de lo que representa y no representa una calificación de sostenibilidad. No es un análisis de la sostenibilidad del BBVA, el lector interesado puede consultar su [estado de información no financiera del 2020](#), el informe sobre [sus impactos al cambio climático 2020 al Task Force on Climate Related Financial Disclosures](#)¹ y una [presentación de su estrategia de sostenibilidad](#) de julio del 2021.

I. Introducción

Estrictamente hablando, se debe decir que **el BBVA ha sido calificado como el “best in class” (mejor en su clase), el que ha obtenido la mayor puntuación entre instituciones similares, usando la definición de sostenibilidad y la metodología de S&P Global para asignar puntuaciones a los aspectos de sostenibilidad que considera pertinentes para los bancos comerciales.**

No se puede decir que es el “más sostenible del mundo”, porque no se han analizado todos los bancos del mundo (pero sí muchos: ¡475!), pero, **sobre todo, porque no hay una definición consensuada de lo que quiere decir “sostenible”**. Cada una de los centenares de calificadoras tiene su propia definición, su modelo, basado en la cuantificación de decenas de sus indicadores particulares.

1. El principal aspecto material para el BBVA es el cambio climático, muy por encima de sus resultados financieros, de la gestión de su capital humano y el comportamiento ético con sus clientes.

¿Es importante esta distinción o es hilar demasiado fino? Es importante, por cuanto forma parte del descrédito a que se somete la responsabilidad empresarial y la inversión responsable al abusar de los términos (*greenwashing*), o, en el mejor de casos, a usarlos sin rigor. **El descrédito al que se está sometiendo el término ASG, medioambiente, social y gobernanza, para referirse a la responsabilidad o sostenibilidad, es pernicioso. Cualquier instrumento financiero es etiquetado como ASG, sostenible**, con tal de que la empresa que lo emite haga algo bueno en temas ambientales, sociales o de gobernanza corporativa². De la misma manera, cualquier empresa que esté calificada en un índice de sostenibilidad se cree acreedora de usar la etiqueta de “sostenible”, con la implicación de una responsabilidad amplia, si no total, cuando en realidad puede serlo en un pequeño componente.

II. ¿Qué es belleza? ¿Qué es sostenibilidad?

¿Qué quiere decir esta aseveración? ¿La ganadora del concurso de belleza Miss Universo es la mujer más bella del universo? De la misma manera que “la belleza está en los ojos de quien la mira”, **la sostenibilidad es también relativa. Si bien se han desarrollado millares de indicadores para “medirla”, no hay ni habrá consenso sobre lo que representa en su conjunto.** Estos indicadores a lo sumo reflejan actividades, políticas, planes, lo que es **solo una parte de la sostenibilidad empresarial**, gran parte de la cual no es cuantificable, ni ordinal ni cardinalmente. Para no extender este artículo, recomendamos al lector leer la extensa discusión sobre esto en la sección III del capítulo VI.5 del [volumen VI](#), *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?*, del que solo reproducimos algunas frases:

*Aun cuando haya consenso sobre su definición en términos generales, su implementación es muy específica para cada empresa,... Cada empresa tiene impactos muy específicos, cambiantes, que dependen del contexto y del tiempo. Adicionalmente, la implementación del concepto se expande, para incluir no solo los impactos que tiene, sino además los que quiere tener. Es la conjunción de la estrategia y su ejecución. De aquí que la concepción de la sostenibilidad para cada empresa no pueda ser medida o determinada tan solo con base en esos impactos que ha tenido. **Son mucho más que impactos, son valores, son procesos, son cultura, es toda la estructura organizacional de la empresa, es el carácter de la empresa** (énfasis añadido).*

III. ¿Cuál es la responsabilidad de las instituciones financieras?

Para poner el resto de la discusión en contexto, es conveniente hacer un breve repaso a los aspectos específicos de la responsabilidad empresarial para las instituciones financieras. **Su responsabilidad primordial, para la cual el regulador le ha dado la licencia legal, es intermediar el dinero del público. Y para ganarse la licencia de la sociedad, debe hacerlo responsablemente.** ¿Qué quiere decir esto? En un artículo anterior decíamos que ello conllevaba³:

². Ver extenso análisis de esto en *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”? y De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulos VIII.11 y I.3 de este volumen.

³. Ver *¿Cuál es la responsabilidad social de las instituciones financieras?*, capítulo V.1 del [volumen II](#) de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

- **Cumplir con las leyes y regulaciones pertinentes.**
- **Captar recursos y ponerlos en un uso efectivo, con los menores márgenes de intermediación posibles.**
- **Hacer préstamos, inversiones y prestar servicios en actividades sostenibles.**
- **Expandir la cobertura y rango de servicios a poblaciones no atendidas.**
- **Proporcionar educación financiera a los usuarios, incluyendo digitalización.**
- **Promover sus productos y servicios éticamente.**
- **Invertir su liquidez en actividades responsables, que contribuyan al bienestar público.**
- **Promover activamente la sostenibilidad en las empresas y proyectos que financia e invierte, no solo seleccionarla con base en criterios de sostenibilidad⁴.**
- **...Y, por supuesto, llevar a cabo todas sus actividades con responsabilidad social y ambiental, como cualquier empresa.**

En la discusión que sigue podremos ver si algunos de esos elementos son capturados en las calificaciones. Como toda definición de sostenibilidad, no es absoluta, y estos elementos deben ser considerados solo como una referencia.

IV. Calificaciones en sostenibilidad empresarial

También para entender mejor la discusión que sigue, conviene repasar brevemente las metodologías de las calificadoras, y en particular la de S&P Global⁵.

En general, se basan en **información suministrada por las empresas, en respuesta a un cuestionario**, y en algunos casos apoyados con documentación suplementaria. Se suelen hacer verificaciones con base en información pública disponible en otros medios. **Un buen número de las preguntas se refieren a políticas, estrategias, objetivos, procesos de gestión de la responsabilidad e informes producidos. Algunas se relacionan con indicadores de resultados.**

Esta información se traduce en una serie de indicadores numéricos, a los que les asignan pesos relativos para determinar un valor agregado. **Cada calificadora tiene un modelo implícito de lo que es importante para definir la sostenibilidad, expresado en conceptos, forma de su cuantificación e importancia relativa.** En el caso de S&P Global, el cuestionario contiene unas 130 preguntas, y se evalúan un promedio de 20 documentos por empresa, lo que se cuantifica en cerca de 30 indicadores, específicos para cada sector industrial, aun cuando cerca del 50% son comunes a todos.

Los resultados se escalan de 0 a 100. Por ejemplo, el BBVA tiene 89 puntos, y está en la

4. Un ejemplo de falta de responsabilidad, que no miden las calificaciones, es el caso de *Santander Asset Management*, filial del Banco Santander, que no ha votado a favor en el 99% de las resoluciones ambientales, sociales o de gobernanza propuestas por otros accionistas de las empresas en que invierte (calificada en la posición 63 de 65 en *Voting Matters 2021*, por su activismo en las resoluciones ASG).

5. Ver *¿Para qué sirven los índices de sostenibilidad?*, capítulo V.11 del **volumen I** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, e *Inclusiones y exclusiones del Dow Jones Sustainability Index: No apto para aficionados*.

categoría oro. Bancolombia tiene 87, y está en la categoría plata. Estas notas han sido calculadas con base en las respuestas cuantitativas y cualitativas, y los documentos proporcionados por las empresas, **convertidos a números en 24 indicadores (para la banca) y calculando un promedio ponderado**, basados en porcentajes que los técnicos han decidido que reflejan la importancia relativa de estos indicadores.

En función de este proceso, **¿se puede concluir que hay diferencia estadística entre un 89 y un 87? Matemáticamente sí, pero ¿estadísticamente? ¿Los números que se asignan a cada uno de los indicadores son precisos?**⁶.

Pero las cuestiones más relevantes para **asignar el nombre de sostenibilidad a estos números son las omisiones. ¿Dónde están los procesos, la cultura, la estructura organizacional, el carácter de la empresa en estos indicadores? ¿Y dónde está la responsabilidad del producto o servicio?** (empresas con productos dañinos para la salud, como tabaco y bebidas azucaradas, pueden obtener altas puntuaciones, ya que ese impacto no se evalúa, o si se evalúa, es tan pequeño dentro del contexto de todos los indicadores que puede ser compensado, por ejemplo, por un código de conducta). **¿Y su activismo en favor de la sostenibilidad de las empresas que financian e invierten?**

Y no solo tienen omisiones, sino que además no otorgan puntuaciones negativas por comportamientos irresponsables, como, por ejemplo, una reducción en la bancarización de sus clientes, como fue el caso generalizado de los bancos españoles durante el 2021, o la venta de productos y servicios que el cliente no demanda⁷.

Otras calificadoras, como *MSCI*, *Sustainalytics* o *FTSE 4 Good*, califican de forma global, poniendo en el mismo *ranking* empresas independientemente de su sector industrial, aunque pueden tener indicadores diferenciados por sectores, en función de los aspectos materiales según esas calificadoras, para calcular la calificación.

V. Materialidad versus criterios de calificación

Y lo más importante a la hora de evaluar estas calificaciones es **la correspondencia entre los criterios que se usan y los aspectos materiales para la empresa. Hay un divorcio entre ambos**. Por ejemplo, S&P Global utiliza 24 indicadores que cree que son relevantes para todos los bancos, pero que no reflejan lo que es material para un banco en particular, y al pretender que sean universales pueden no ser representativos. Hay que enfatizar que esto no es una crítica a las calificaciones, tienen su objetivo, es una observación para **interpretarlas en su debido contexto**.

Si bien no es posible hacer una correlación precisa entre los criterios que se usan para la calificación de una empresa por una calificadora y los elementos que la empresa

6. Aquí se le da un peso del 53 % al componente de gobernanza, pero en un riguroso estudio sobre las correlaciones entre las calificaciones de las tres grandes calificadoras, se encontró que no había correlación alguna entre sus calificaciones. Una empresa puede estar en el tope de una calificadora y en el fondo en otra.

7. Ver los artículos **De repente los bancos españoles vieron la luz** y *Compatibilidad entre directrices, incentivos, cultura y ética para la responsabilidad*, capítulo 1.10 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

considera materiales para su sostenibilidad, por cuanto utilizan nombres y conceptos diferentes, **es posible formarse una idea de las discrepancias**. Para nuestros propósitos de demostrar que **la calificación no refleja la sostenibilidad de la empresa como ella y sus stakeholders la entienden**, la comparación, *grosso modo*, es suficiente.

El cuadro de la izquierda reproduce los indicadores que S&P Global considera que reflejan la sostenibilidad de los bancos, con sus relativas prioridades expresadas en porcentajes. El gráfico de la derecha reproduce la matriz de sostenibilidad para el BBVA en su informe no financiero del 2020.

BNK Banks
2021 CSA weights overview

	Weight in % of total Score	Change from 2020
Governance & Economic Dimension	55	0
Corporate Governance	10	0
Materiality	3	0
Risk & Crisis Management	6	0
Codes of Business Conduct	8	0
Customer Relationship Management	2	0
Policy Influence	3	0
Tax Strategy	3	0
Information Security/ Cybersecurity & System Availability	3	0
Sustainable Finance	9	0
Anti-Crime Policy & Measures	4	0
Financial Stability & Systemic Risk	2	0
Privacy Protection	2	0
Environmental Dimension	13	0
Environmental Reporting	3	0
Operational Eco-Efficiency	3	0
Climate Strategy	7	0
Social Dimension	32	0
Social Reporting	3	0
Labor Practice Indicators	4	0
Human Rights	3	0
Human Capital Development	6	0
Talent Attraction & Retention	6	0
Corporate Citizenship & Philanthropy	3	0
Occupational Health & Safety	3	0
Financial Inclusion	4	0



Por ejemplo, para el BBVA y sus *stakeholders*, el tema del **cambio climático es de la más alta prioridad**, 1,00 para la empresa y 0,74 para sus *stakeholders*. Para la calificación de S&P Global se le asigna un peso del 7%, y si supusiéramos que el aspecto, según el BBVA, también incluye el criterio de financiamiento sostenible (que no puede ser solo cambio climático, sostenibilidad es mucho más que eso), el porcentaje, en el mejor de los casos, sería el 16%.

Para S&P Global, gobernanza, la G, vale el 55%, y el ambiental, la A, solo el 13%. El tema social, que para el BBVA aparece en el nivel 3 de su matriz, vale el 32%.

Según el modelo de sostenibilidad de S&P Global para los bancos, tiene el doble de valor **la existencia** de un Código de Conducta, 8% (no debe leerse “la implementación del código de conducta”), que la Inclusión Financiera, 4%⁸. **La reciente “desinclusión” financiera de la banca española** y sus consecuencias es un buen ejemplo de estas inconsistencias en prioridades⁹.

8. Entre septiembre del 2020 y septiembre del 2021 los bancos españoles **clausuraron casi oficinas por día**, mayormente en zonas con población de tercera edad y zonas rurales, y así dejaron de cubrir más de un millón de personas. Durante el 2021, la banca ganó un 45 % más que antes del covid. **Los seis bancos cotizados en bolsa tuvieron ganancias en exceso de los 20.000 millones de euros.**

9. Ver la discusión de esto en *¿Capitalismo de los stakeholders en la banca española?*

No hay que hilar muy fino para darse cuenta de que las calificaciones de las calificadoras no representan las prioridades en sostenibilidad de la empresa y que tienen muchas omisiones como para ser representativas de esa sostenibilidad.

VI. Subir en *rankings* versus mejorar sostenibilidad

Y vista la discusión anterior, está claro que ni estar arriba quiere decir que la empresa es la más sostenible, ni subir en el *ranking* quiere decir que la sostenibilidad de la empresa ha mejorado. **Las calificaciones no miden progreso ni logros.**

¿Y cómo se hace para subir en el *ranking*? Sin entrar en muchos detalles, podemos decir que acciones como **dar mejor información, de mayor calidad y más fácil de entender para la calificadora que las demás empresas del mismo sector la hace subir. Aprobar políticas** en determinados aspectos también contribuye (código de conducta, anticorrupción, igualdad de género, etc.). Recordemos que las calificaciones tienen un elevado componente basado en políticas/estrategias, no necesariamente resultados. El BBVA logró subir un punto al entregar su política fiscal a la calificadora, lo que la colocó en la primera posición¹⁰. Como en el caso de los premios a las empresas sostenibles, **la calidad e integralidad de la información es clave. Es rentable invertir en información**¹¹.

Y una de las estrategias más utilizadas es la **gestión de la calificación**, el analizar en detalle cuáles son los componentes de la calificación, cómo los miden, y enfocar la información que se suministra a mejorarlos. A veces hay que hacer algo para mejorar el número, **a veces basta con adaptar la información.**

Un cambio en la proporción de mujeres en el consejo no hace mejorar la calificación, la existencia de una política/estrategia sí. Las calificadoras no miden progreso, sino situación actual, y en el caso de S&P Global, **miden posición relativa frente al resto de las empresas de su sector industrial**. Exagerando, para ilustrar el argumento, podríamos decir que **en algunos casos gana “la menos mala”** (véanse los sectores tabaco, armamentos, casinos, carbón y petróleo y gas, por ejemplo).

Y en un artículo anterior analizamos el caso de una empresa que basa parte de la remuneración de sus consejeros a la posición de la empresa en el *ranking* de S&P Global¹². **¿Cuáles son sus incentivos?, ¿mejorar en sus aspectos materiales o mejorar en los criterios que considera la calificadora? ¡Que no son los mismos! O adaptar la información a lo que quiere ver la calificadora.**

VII. (In)Consistencia entre calificaciones

En un artículo anterior decíamos¹³:

10. Ver *Santander vs. BBVA. El derbi en sostenibilidad sube de temperatura*.

11. El artículo *Guía para lograr una revisión al alza del rating ESG* incluye una lista de 25 acciones que se pueden tomar, para subir en la clasificación, lo que no necesariamente refleja una mejora en la sostenibilidad.

12. Ver *Greenwashing a lo grande I: recompra de acciones ligadas a la sostenibilidad*, capítulo VII.2 de este volumen.

13. *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?*, capítulo VI.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Y no es solo que cada una de estas instituciones tiene su modelo de lo que es ser sostenible, es que las grandes **diferencias en la calificación de una misma empresa entre diferentes calificadoras crean confusión en la comunidad de usuarios y les quita credibilidad a las calificaciones y a la misma sostenibilidad empresarial**. Pocas veces el usuario analiza qué hay detrás de la calificación, y simplemente la usa para guiar sus inversiones o recomendaciones. Un reciente estudio académico que compara las calificaciones de las seis instituciones más activas, encontró apenas una correlación entre ellas del 0,54 (correlación que varía entre 1,0 y 0,0)¹⁴.

El siguiente gráfico ilustra la variabilidad en las calificaciones de 10 empresas por parte de cinco calificadoras¹⁵. **Espejito, espejito, ¿quién es la más sostenible en todo el mundo?**



No hace falta analizar estos resultados para darse cuenta de que **cada calificadoradora tiene sus ideas de lo que es sostenibilidad**, lo cual lleva a concluir que no hay consenso sobre lo que es sostenibilidad empresarial, aunque se pueda saber lo que no es. **Hay que interpretar las calificaciones de sostenibilidad con cautela y, sobre todo, no extrapolar más allá de qué representan.**

VIII. Otras calificaciones del BBVA

Está calificado como AAA por MSCI, máxima categoría, que logran solo el 3% de las empresas calificadas (es calificado como deficiente en comportamiento corporativo, en el promedio en gobierno corporativo y protección del consumidor, y excelentes en desarrollo del capital humano, privacidad, financiamiento de impacto ambiental e inclusión financiera).

14. Ver el análisis comparativo de dos rankings de sostenibilidad en *Rankings de RSE/Sostenibilidad: cualquier coincidencia es pura coincidencia*, capítulo V.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y el estudio académico *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*.

15. Tomado de la página 27 de *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*, OECD Publishing.

[Sustainalitics](#) lo califica como de mediano riesgo, con 22,5 puntos (escala de cero, no riesgo, a más de 40, alto riesgo), y en la posición 266 de 997 bancos (de menor a mayor riesgo). Es de destacar que esta calificación no se refiere a la sostenibilidad del banco, sino a **la exposición a riesgos materiales ASG para la banca, y cómo los gestiona**, el potencial impacto del entorno sobre el banco en aspectos ASG, y no al impacto del banco sobre sus *stakeholders*.

[Refinitiv](#), la calificadoradora del índice FTSE4Good, la califica con 81/100, y en la posición 43 de 982 bancos. Les otorgan casi la máxima calificación a los aspectos medioambientales (94) y una de las peores a la estrategia de responsabilidad empresarial (15). Esta última es difícil de entender: **¿buenas calificaciones, pero mala o inexistente estrategia?** O no la divulgan, o la calificadoradora no la encontró.

El [ESG Book](#), que califica **el potencial impacto financiero de su sostenibilidad** (mayor peso a las actividades ASG con mayor impacto¹⁶), coloca al BBVA en el percentil del 49,2 (el componente de gobernanza es el más bajo, percentil 34 %).

Esto es no solamente indicativo de la gran variedad de metodologías para la calificación de la sostenibilidad de la empresa, entre las calificadoras con objetivos similares, sino, además, los **diferentes propósitos para los cuales se preparan**.

Y es ilustrativo del gran negocio que representan las calificaciones de sostenibilidad.

IX. ¿Cuál es el banco más sostenible del mundo? ¿Quién es la mujer más bella del mundo?

Alguno, pero no lo determinaremos con las calificaciones de ninguna calificadoradora de sostenibilidad.

Alguna, pero no lo determinaremos con concursos de belleza.

Repetimos, esto no es una evaluación de la sostenibilidad del BBVA¹⁷, **es un análisis para guiar la interpretación de las calificaciones de sostenibilidad.**

16. Lo que hemos calificado como uno de los enemigos de la responsabilidad empresarial al contribuir a la confusión. Ver enemigo número 3 en *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, capítulo II.1 de este volumen.

17. Ver el *Estado de información no financiera* del BBVA.

Capítulo VI.2

¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?

Nunca antes la eliminación de una empresa de un índice de sostenibilidad había despertado el interés de no especialistas, como cuando *S&P Global* sacó a Tesla de su índice de sostenibilidad S&P 500 ESG. Aprovecharemos esta situación para hacer **un análisis de lo que son y no son las calificaciones de sostenibilidad empresarial.**

Normalmente, este tipo de acciones solo son difundidas en medios especializados, pero por la popularidad y la reacción de su locuaz CEO, Elon Musk, se ha difundido en todo tipo de medios, sobre todo su reacción, que afirmó que **“ASG es un fraude escandaloso”**, que **“Exxon está calificada entre las diez primeras del mundo en ASG por S&P 500, mientras que Tesla no entró en la lista”**, que **“S&P ha perdido integridad”** y que sus criterios se refieren a **“la compatibilidad de las acciones empresariales con la agenda de la izquierda política”**. Si bien es una reacción emocional, exagerada, **no deja de tener razón en sus dos primeras aseveraciones** (aunque él no justifique su opinión). Las otras dos le quitan credibilidad.

La masificación de la noticia ha dado lugar a análisis y opiniones superficiales por parte de pseudoexpertos. En este artículo pretendemos hacer un análisis más riguroso de: (1) ¿por qué Tesla ha sido sacada del índice, y si ello es justificable?; (2) ¿qué dice esta situación sobre la ASG? (¿un fraude?), ¿sobre las calificadoras y las calificaciones?, y (3) ¿cuál es el impacto sobre las empresas calificadas?

I. ¿Por qué eliminaron a Tesla del índice y dejaron a ExxonMobil?

En su reevaluación periódica de los integrantes del índice S&P 500 ASG, producido por S&P Global (la que también produce el *Dow Jones Sustainability Index*), se decidió eliminar del índice a Tesla. También suprimieron a Home Depot (bricolaje), Accenture (consultora en sostenibilidad!), Chevron (petróleo y gas) y Delta Air Lines, que pasaron inadvertidas.

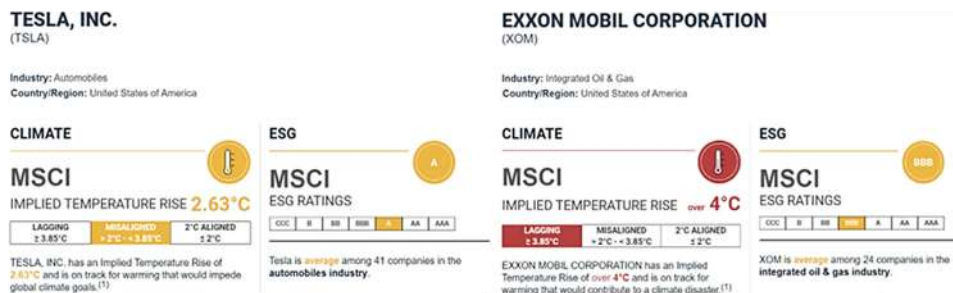
En el caso de Tesla, se adujeron las siguientes deficiencias:

- Discriminación racial y condiciones laborales deficientes.
- Su actitud ante la investigación de accidentes de sus vehículos en piloto automático.
- Carencia de una estrategia de bajo carbono (que sí tienen otras automotrices).

Pero incluyeron en el índice a ExxonMobil, la mayor empresa privada del mundo en combustibles fósiles, ampliamente conocida por su oposición y cabildeo a la lucha contra el cambio climático y por su programa de mitigación, que [vapulea las metas del Acuerdo de París](#). **Y también está Amazon**, reconocida por sus condiciones laborales deficientes, bajos sueldos, oposición a la sindicalización de sus empleados, resistencia a medidas contra el cambio climático, entre otras deficiencias¹.

MSCI, la mayor calificadora ASG (competidores directos de *S&P Global*), todavía incluye a Tesla y a ExxonMobil en sus índices ASG. En MSCI la calificación es por letras, a diferencia de *S&P Global*, que es un número del 0 a 100, lo que da la impresión más defendible de que no es algo muy preciso. [Tesla tiene una calificación de “A”](#), tercera en su escala de siete grados, y ExxonMobil “BBB”, cuarta calificación, pero esta es mucho peor en términos de impacto climático.

Sin embargo, ExxonMobil tiene una “estrategia” de neutralidad en emisiones en los alcances 1 y 2: sus emisiones directas y las derivadas de sus compras de energía, pero no las de alcance 3, las causadas por sus productos, el otro 90 %, para el 2050 (que ha sido [atacada por no creíble](#)). **Tesla no ha publicado tal estrategia, lo que le quitó puntos. La factibilidad y efectividad de la estrategia no es evaluada por la mayoría de los calificadores. Los puntos los dan por tenerlas, no por implementarlas**, lo que ocurrirá, si sucede, en un futuro lejano (algunas calificadoras sí valoran la existencia de metas intermedias).



¿Es una más (ir)responsable que la otra? Imposible decirlo; lo que se puede expresar es que una sobrepasó el número de puntos mínimos para ser incluida en el índice y la otra no. ¿Y qué reflejan, entonces, los puntos?

II. ¿Qué es ASG? ¿Cómo la califican las calificadoras?

La remoción de Tesla del índice ha **expandido la discusión, ya bastante encendida, sobre dos temas claves: qué es ASG y qué quieren decir sus calificaciones**. Además, la reacción de Elon Musk ha encendido aún más las críticas a la responsabilidad empresarial, y está dando alas a aquellos que creen que **la preocupación por aspectos ASG es negativa para el crecimiento económico**, la causa del

1. Ver [¿Se toma Amazon su responsabilidad ambiental en serio?](#)

aumento del precio de los combustibles y de otros insumos, al reprimir la oferta de algunos productos (¿por ser irresponsables?)².

La respuesta a qué es la ASG es simple: ¡Lo que usted quiere que sea! Y ese es el problema^{3,4}. ASG es un acrónimo, resultado de la aplicación de criterios de evaluación sobre las actividades, impactos y planes de la empresa en aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, en muchos casos desde el punto de vista del impacto que estos tengan sobre la situación financiera de la empresa.

En la práctica, la utilización de estos criterios se ha expandido de manera simplista, calculando calificaciones que convenientemente ignoran o subestiman la complejidad de las actuaciones empresariales. Muchos analistas financieros **necesitan tener un número o letra que les encapsule o etiquete toda esa complejidad**, para poder ser usada en la sección de las inversiones que recomiendan, delegando (ciegamente en algunos casos) la evaluación a las calificadoras⁵.

Cada productor de estos números o letras calificadoras define cuáles son los criterios ambientales, sociales y de gobernanza relevantes para su modelo de lo que debe ser la sostenibilidad empresarial, en este caso reducida a criterios ASG. Cada uno se enfrenta a millares de piezas de información, algunas cuantitativas, otras cualitativas, otras desconocidas y otras ignoradas (elusión fiscal, el bien que hacen, su cultura organizacional, valores, procesos, su carácter, etc.).

Solamente en el tema social, S, se encontraron en la práctica más de 1700 indicadores⁶, pero lo más significativo es que el estudio que los identificó encontró que **solo el 8 % de estos indicadores se refieren a los efectos de las prácticas empresariales, y el 92 % pretenden medir los esfuerzos y actividades, como lo son la existencia de políticas o compromisos**, la ejecución de auditorías, evaluaciones de riesgo, entrenamiento, membresía y colaboración en organizaciones e iniciativas, o las consultas con *stakeholders*.

Cada una de los centenares de instituciones de calificación usa sus propias fuentes de información (de la empresa, del domino público, de agregadores de información, de sus investigaciones, etc.), **seleccionan algunos criterios de A, de S y de G, y los combinan en su modelo de conversión de “actividades, impactos y planes” para determinar un número o letra**, lo cual es, a su vez, utilizado como si fuera indicativo de la responsabilidad de la empresa y, por ejemplo, decidir su inclusión en índices y carteras de inversión especializadas en valores de empresas “responsables”.

Cada una de ellas produce su propia calificación ASG de la empresa, por lo que no es de sorprender que el resultado sea una gran variedad de diferentes

2. Ver *¿Sabías que la sostenibilidad es mala para la economía?*, capítulo I.7 de este volumen.

3. Ver *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3 de este volumen.

4. Ver los mitos 3 y 6 en *Seven Myths of ESG*.

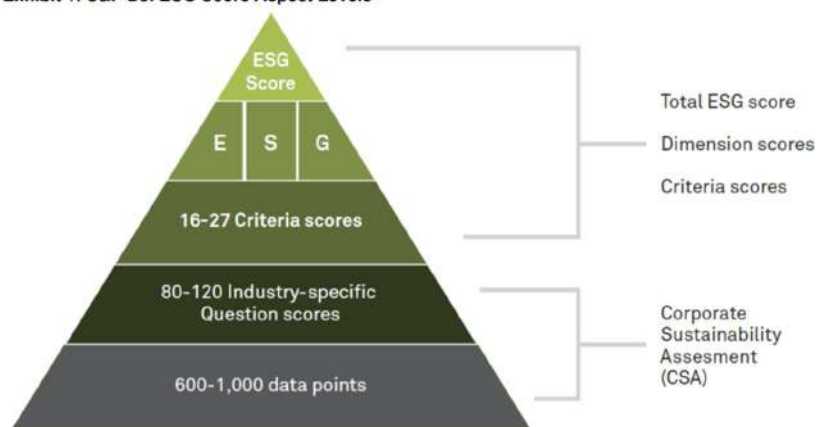
5. Hay una diferencia entre inversionistas responsables, que sí hacen su propia evaluación, de acuerdo con sus criterios de inversión, y los inversionistas ASG, que se basan en criterios genéricos de otros. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

6. Ver *La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo*, capítulo VI.4 de este volumen.

calificaciones para una misma empresa⁷. Un reciente estudio académico, que compara las calificaciones de las seis instituciones más activas, encontró apenas una correlación entre ellas del 0,54 (la correlación varía entre 1,0, perfecta correlación, y 0,0, totalmente independientes)^{8,9}.

Para la consolidación de la información en una letra o número, **se le asignan importancias relativas a cada una de esas piezas de información o características empresariales, con el supuesto implícito de que pueden compensar unas con otras**. Por ejemplo, *S&P Global* selecciona entre 16 y 27 criterios que considera financieramente materiales para el sector industrial respectivo, en las dimensiones A, S y G, les asigna pesos relativos dentro de cada dimensión y luego asigna pesos a las tres dimensiones para calcular **un promedio ponderado global de las calificaciones en cada criterio**.

Exhibit 1: S&P DJI ESG Score Aspect Levels



Source: S&P Global. Chart is provided for illustrative purposes.

A company's total ESG score is the weighted average of all criteria scores and their respective weights. Each individual ESG dimension score (e.g., a company's "E" score) is the weighted average of all criteria scores and weights within a specific ESG dimension. Total ESG scores range from 0-100, with 100 representing best performance.

¿Cómo se determina la importancia relativa de emisiones de carbono versus consumo de agua, versus porcentaje de mujeres en el consejo, versus medidas anticorrupción, versus desarrollo profesional? **¿Se puede decir que uno es diez, cinco, tres veces más importante que el otro? Cada calificador tiene su modelo**¹⁰.

7. Y nosotros como inversionistas, consumidores o miembros de la sociedad, tendríamos nuestro propio modelo de calificación, de qué es más importante, de lo que no es negociable, de lo que no es compensable. Cada uno de nosotros podría tener su versión de ASG para cada empresa.

8. Según la investigación *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (Florian Berg, Julian F. Kölbl y Roberto Rigobon, agosto del 2019).

9. Ver *Rankings de RSE/Sostenibilidad: cualquier coincidencia es pura coincidencia*, capítulo V.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

10. **El modelo de evaluación de Just Capital** mide estos pesos en función de las opiniones de la sociedad afectada. Ver *Rankings de responsabilidad social de empresas: una metodología más confiable*, capítulo V.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Cuando analizábamos la evaluación del BBVA por parte de *S&P Global*¹¹, veíamos que los indicadores que usan para la evaluación de su responsabilidad **reflejaban muy parcialmente lo que es la responsabilidad en una institución financiera ante la sociedad y que no reflejaban lo que la empresa reportaba como sus aspectos materiales específicos**. Por ejemplo, según el modelo de sostenibilidad de *S&P Global* para los bancos, tiene el doble de valor **la existencia** de un Código de Conducta, 8% (no debe leerse “la implementación efectiva del código de conducta”) que la Inclusión Financiera, 4%. **La reciente “desinclusión” financiera, llevada a cabo por la banca española**, y sus consecuencias, es un buen ejemplo de estas inconsistencias en prioridades y evaluación. ¿Qué haría una empresa si quiere subir en el *ranking*?

No, una calificación ASG no refleja la responsabilidad de la empresa ante la sociedad. Es un indicador muy parcial y muy dependiente del modelo del evaluador. Si se cambiasen un poco los pesos relativos al impacto sobre el cambio climático, Tesla estaría en el índice y ExxonMobil no.

La inclusión en un índice de responsabilidad se basa en la calificación global obtenida. **¿Cuánta A, o cuánta S, o cuánta G deben tener las empresas? ¿Cuál es el mínimo necesario para calificar?** ¿Tiene políticas antidiscriminación? Entonces, es un poco S. ¿Tiene un programa de reciclaje? En este caso, es un poco A. ¿Tiene directores independientes y más de un 30% de mujeres en el consejo? Entonces, es un poco G. ¿Cuánto? ¿Qué constituye un nivel aceptable de S?, ¿de A?, ¿de G? ¿Cuánto se puede intercambiar A por S o por G? ¿Cómo agregamos y cuál es el ASG mínimo que se considera suficientemente bueno?

Aun dentro de las imperfecciones y omisiones mencionadas, ¿no sería deseable que tuvieran no solo una calificación global por encima de cierto nivel, sino que además superaran un mínimo en cada una de las subcategorías?¹² Esto es lo que da lugar a inconsistencias, como el excluir a Tesla e incluir a ExxonMobil (para índices específicos, como, por ejemplo, los constituidos por empresas bajas en emisiones, bastaría con que tuvieran la calificación mínima en ese aspecto, pero no para índices globales, como el que nos ocupa).

¿Estas calificaciones equivalen a responsabilidad de la empresa ante la sociedad? No.

III. La gran omisión en la ASG: el producto, P

Y la diferencia entre los productos de Tesla y ExxonMobil destaca una gran omisión: la responsabilidad del producto no se toma en cuenta por la gran mayoría de las calificadoras. Algunos índices y unas estrategias de inversión responsable basadas en estas calificaciones excluyen, a priori, empresas en industrias como armamentos¹³, tabaco, combustibles fósiles y apuestas, independientemente de su calificación. Pero ello no obsta para que las carteras que usan

11. Ver *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1 de este volumen.

12. Ver *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

13. Ver *¿Son las empresas de armamento socialmente responsables?*

calificaciones con **estrategias de inclusión de empresas calificadas con ciertos grados ASG** no incluyan a estas empresas. Los valores negociables de ExxonMobil (combustibles fósiles), Northrop Grumman (armamento), Phillip Morris (tabaco, número uno en su sector industrial para el *Dow Jones Sustainability Index*) y los casinos de Las Vegas están en algunas carteras etiquetadas ASG.

Al no tomar en cuenta la responsabilidad del producto, en este caso no se consideran las emisiones evitadas, el punto fuerte de Tesla.

Y otra omisión crítica: los *ratings*, con sesgo a lo negativo, no toman en cuenta, por ejemplo, el impacto que ha tenido Tesla en el desarrollo de la industria de automóviles eléctricos a nivel mundial.

Algún día se extenderá la ASG a la ASGP.

IV. ¿Qué consecuencias tiene para Tesla la eliminación del índice?

Ante la reacción tan estridente del Sr. Musk, **es de suponer que la eliminación de Tesla del índice tiene consecuencias.** En efecto las tiene, pero analicemos su impacto.

1. Precio de las acciones

Al salir un valor de un índice, las carteras etiquetadas ASG, que usan la composición del índice para la selección de sus inversiones, deberían vender esos valores para poder mantener la etiqueta del índice, en este caso *S&P Global ESG*, lo que podría **causar una presión a la baja en el precio de las acciones.** Pero para que ello ocurra se deben dar dos factores: **(1) que el volumen que se pone a la venta es de tal magnitud que es capaz de afectar el mercado, y (2) que el resto del mercado, los compradores, que o no se preocupan del ASGismo de las empresas o que creen que a pesar de ello vale la pena tener esa inversión en cartera, cambie de opinión.**

Ambos casos son poco probables con Telsa. En primer lugar, hay US\$65 000 millones en activos invertidos en fondos ligados a ese índice ASG, pero solo US\$11 000 millones en fondos gestionados pasivamente, que son los que deberían vender para poder decir que siguen la composición del índice S&P 500 ASG, pero **hay más de US\$13 billones invertidos en fondos pasivos que siguen el índice S&P 500 general, del que Tesla sigue siendo miembro.** Además, los fondos pasivos ASG que siguen aquel índice, que quieran vender, tendrán cuidado en **vender las acciones muy poco a poco** para no promover la caída del precio de las acciones que quieren vender.

En segundo lugar, es poco probable que los inversionistas en Tesla hayan invertido en sus acciones por la responsabilidad global de la empresa. Algunos lo han hecho, porque **aprecian las emisiones evitadas con su producto, que la eliminación del índice no cambia, y que el índice no tomó en cuenta (!).** Otros han invertido **por las expectativas de ganancias ante la popularidad de esos productos.** Su revaloración en bolsa es de tal magnitud que opaca las deficiencias en responsabilidad. **En dos años, febrero del 2020 a febrero del 2022, su precio se multiplicó por 6,8, un rendimiento del 1500 % anual, sí, mil quinientos por ciento (irrepetible!),** aunque cayó significativamente durante el segundo semestre del 2022, pero por razones no relacionadas con su sostenibilidad.

El hecho de que el producto se considera sostenible puede compensar en la mente de los inversionistas otras deficiencias en la sostenibilidad de la empresa. Tienen un modelo diferente de calificación de la sostenibilidad de la empresa, que las calificadoras.

Si el precio de las acciones de Tesla cae, será por otras razones, no porque salió del índice.

2. Reputación y ventas

La eliminación del índice y su extensa difusión ha puesto del conocimiento público las irresponsabilidades sociales y de gobernanza de la empresa, **lo que tiene un impacto sobre su reputación como empresa responsable. Pero la pregunta clave es si estas deficiencias en S y G no son contrarrestadas en la mente del público por la contribución a la E.** ¿Dejarán de comprar sus vehículos por aquellas deficiencias? Es posible que ello ocurra en consumidores muy conscientes, pero para esto es necesario que haya alternativas competitivas a los vehículos eléctricos de Tesla por parte de empresas “más responsables” (la cuota de mercado de Tesla en Europa y China sí se ha reducido, como consecuencia de la competencia por otros vehículos eléctricos). **Creemos que el impacto de la sostenibilidad a corto plazo será imperceptible.**

3. Imagen del CEO

La imagen del CEO es suficientemente controversial como para que esto adicione poco. Sus opiniones políticas, sus problemas con la compra de Twitter y las acusaciones de hostigamiento sexual pueden ser más dañinas para su reputación.

4. Reacción de la empresa

La clave del impacto pasa por la reacción que tenga la empresa. Si continúa adoptando una actitud agresiva en contra de las calificadoras, puede perder credibilidad. Si bien es cierto que las calificaciones son incoherentes, sobre todo en términos relativos, de comparabilidad entre empresas, no obstante, **tienen valor agregado al puntualizar las deficiencias**, según sus modelos de sostenibilidad, que en términos absolutos son observaciones válidas.

Obviamente que lo que deberían hacer en Tesla es abocarse de inmediato a la mitigación y reversión de las deficiencias que aduce *S&P Global* y que hemos detallado antes¹⁴. La actitud del avestruz será contraproducente. Pero las deficiencias en gobernanza, el control casi férreo y el narcisismo del Sr. Musk no ayudan a que se tomen estas medidas.

14. VLa promotora de responsabilidad empresarial Just Capital le recomienda una estrategia (¿idealista?): (1) Evaluar el sueldo justo necesario a lo largo de toda la fuerza laboral; (2) Analizar la brecha salarial por género raza/etnicidad; (3) Reportar información sobre diversidad por raza y género; (4) Comprometerse y reportar sobre metas para contribuir a la mitigación del cambio climático, basándose en el Acuerdo de París; (5) Basar parte de la remuneración de los ejecutivos al logro de metas de sostenibilidad (ver la cuarta parte de este volumen, **Remuneraciones ligadas a responsabilidad**), y (6) Informar sobre la diversidad del consejo por género y raza.

V. ¿Tiene razón Elon Musk en decir que ASG es un fraude escandaloso?

De la discusión precedente a lo mejor no podemos concluir que la ASG es un “fraude escandaloso”, pero ciertamente que es una etiqueta inconsistente, incoherente, engañosa y abusada para reflejar la responsabilidad de las empresas ante la sociedad.

Y las dificultades (¿imposibilidades?) en encapsular un tema tan complejo como el impacto de las empresas en la sociedad en un acrónimo burdo como ASG, y en un número o una letra, no nos debe distraer de la verdadera tarea de fomentar la contribución de la empresa al desarrollo económico, social y ambiental.

Y ciertamente que Tesla debe hacer mucho más por ser una empresa responsable. No basta con tener un producto responsable.

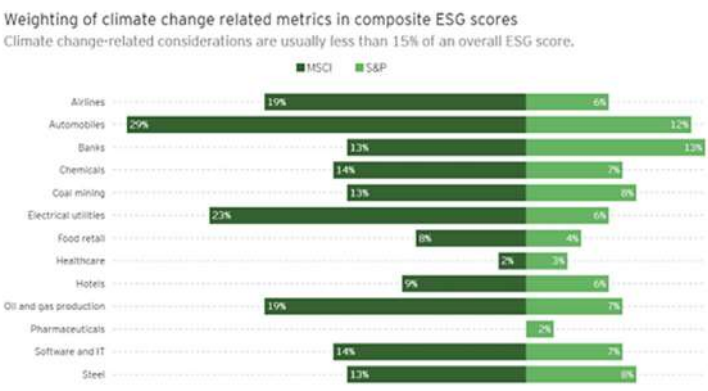
Capítulo VI.3

¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?

El tema de la inconsistencia, falta de transparencia y su (ab)uso en *greenwashing*, en las calificaciones de sostenibilidad por parte de las múltiples calificadoras del mercado, ha dejado de ser solo una preocupación de los participantes en el mercado de las inversiones responsables y **ha despertado el interés entre los reguladores, que hasta hace poco se habían mantenido al margen, y del público interesado en la sostenibilidad empresarial.**

I. ¿Tenemos un problema (o varios)?

Se ha publicado extensamente sobre las discrepancias entre las calificaciones de las diferentes calificadoras, inclusive a nivel de estudios académicos, lo que hemos analizado en forma amplia en varios artículos¹. Como ejemplo, el siguiente gráfico ilustra las **inconsistencias en la importancia relativa** asignada al cambio climático por dos de las mayores calificadoras, para diferentes sectores (las otras dos de la tetrarquía no las divulgan). *Una imagen vale más que cien palabras.*



Source: Rhodium Group analysis. Note: Moody's and Morningstar do not make industry weights publicly available.

Weighting of climate change related metrics in composite ESG scores. Image: Rhodium Group analysis

1. Ver, por ejemplo, *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?, ¿Cuál es el banco más sostenible del mundo? y ¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*, capítulos VI.2, VI.1 y VIII.11 de este volumen.

Estas inconsistencias y abusos han dado lugar al comienzo de la intervención **de los reguladores, en un segmento de mercado tradicionalmente desatendido**. Inclusive se está llegando a intervenciones penales de algunos usuarios de las calificaciones, por el abuso de la información a sus clientes². En Europa, la Comisión ha emitido una serie de **regulaciones sobre la diseminación de información para las gestoras de fondos**, que, entre otras cosas, deben discutir con los clientes sus preferencias sobre sostenibilidad, antes de ofrecerles productos de inversión responsable (MIFID II), y está en proceso de finalizar otras sobre el contenido y estándares para el reporte de sostenibilidad³. En EE. UU, la Comisión de Valores y Mercados (SEC) tiene en preparación regulaciones sobre la diseminación de información por parte de los gestores y asesores de fondos de inversión sobre sus características de sostenibilidad⁴.

Pero ningún regulador está atacando en forma directa el “problema” de las calificadoras, por ahora, ya que en principio no está bajo la jurisdicción de los reguladores del mercado de capitales. La Comisión Europea ha preparado un diagnóstico⁵, que eventualmente llevaría a ordenar ese mercado. La *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) también preparó un estudio sobre el sector⁶, y Japón ha aprobado un **código de conducta** para las calificadoras y los proveedores de información sobre sostenibilidad⁷.

Con motivo de un *post* en LinkedIn, recibí un comentario de un lector de que no se puede responder de forma simple, y que estimula el **comentario un poco más extenso de este artículo, lo que requiere hacer un análisis más amplio de los problemas del “mercado de las calificaciones”**. El lector se pregunta si “...*los índices ASG deberían ser tratados por organismos independientes –entidades (BCorp) u ONG’s medioambientales–, supeditados directamente por la ONU...*”.

¿Es factible? ¿Es conveniente?

II. ¿Por qué las calificaciones las hacen empresas privadas con fines de lucro?

La respuesta más sencilla es: porque es un buen negocio y en franca expansión. Si no se demuestra que sus actividades son dañinas para la sociedad, no hay razón para proscribir o intervenir en este mercado. Pero, como demuestran casos más dramáticos de productos más dañinos, como el tabaco, armamentos, alcohol, casas de apuestas, pornografía, entre otros, **mientras haya demanda habrá poderosos intereses en mantener y expandir el mercado**, que impedirán su eliminación, si bien es posible que sean regulados. Y es lo que podría suceder con las calificadoras: **regularlas**

2. El Bank of New York Mellon, en EE. UU., fue multado en mayo del 2022 con US\$1,5 millones, por información engañosa sobre las características ASG de sus fondos. Las oficinas de la gestora de fondos DWS fueron allanadas en Alemania, en la preparación de un caso penal por razones semejantes. Ver *¿Y si el greenwashing fuera un crimen?*, capítulo VIII.2 de este volumen.

3. Ver un breve análisis de los estándares de reporte en *¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico*, capítulo V.2 de este volumen.

4. *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices.*

5. *Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research.*

6. *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers.*

7. *World’s first Code of Conduct for ESG Evaluation and Data Providers in Japan.*

para mitigar sus efectos perniciosos (en un artículo las habíamos calificado como uno de los **enemigos** de la sostenibilidad empresarial⁸).

¿Pero cuáles son esos efectos perniciosos? En realidad, las calificadoras venden sus productos a usuarios sofisticados, que se supone que conocen bien lo que compran. **¿Se debe regular un mercado entre “adultos que consienten”?** Nadie los obliga a comprar, ni crean adicción. El problema está en el **(ab)uso de las calificaciones por parte de intermediarios entre las calificaciones y el público inversionista** en general: las gestoras de fondos, los asesores y las mismas empresas, entre otros.

Lo que se debe exigir a las calificadoras es que den información exhaustiva a los usuarios sobre la metodología e información usada, para que puedan entender qué hay detrás de la calificación, qué es y qué no es. **En términos simplistas, podemos decir que todas las metodologías contienen (1) selección de indicadores de los diferentes aspectos ASG, (2) su definición, (3) la cuantificación de acuerdo con (4) sus fuentes de información y (5) su importancia relativa en la determinación de la calificación. Cada calificadora se diferencia en todos y cada uno de estos cinco aspectos. No es de sorprender que haya discrepancias.**

Y el problema se agudiza con el hecho de que se trata de un **mercado altamente competitivo**, con fines de lucro, que **lucha por cuota de mercado** y debe mantener sus ventajas competitivas. Cada calificadora tiene su modelo secreto, **y para competir deben diferenciarse, y ello crea abundancia de metodologías diferentes, que contribuyen a la confusión. La diseminación de esa información atentaría contra su competitividad.** Sería como pedirles a las empresas tecnológicas que diseminasen sus algoritmos, o las farmacéuticas, sus fórmulas y procesos.

Es de destacar que unas calificadoras **reportan alguna parte de sus metodologías**, pero poco sobre las fuentes de información, para impedir que otras calificadoras se las copien.

Sin duda que las calificadoras son parte del problema, pero no es que no sean cualificadas. **El problema es que operan en un mercado con problemas.**

III. ¿Pero cuáles son los problemas de las calificaciones mismas?

Las calificaciones pueden ser abusadas por la falta de transparencia de las calificadoras y la proliferación de diferentes y contradictorias metodologías. Básicamente, hay **seis** problemas. El principal **(1)** es que, además de las diferencias mencionadas antes, **califican algo que no está definido, y que cada calificadora define y modela a su gusto. ¿Qué es sostenibilidad empresarial?**⁹. **Lo único que tienen en común es que todas le dan el nombre de calificaciones de sostenibilidad o algo parecido.**

⁸. Ver el enemigo número 3 en *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, capítulo II.1 de este volumen.

⁹. Ver sección III-a de *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Segunda parte: ¿cuántos debe haber?*, capítulo VI.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Adicionalmente, **(2)** siendo su principal mercado los inversionistas, las calificadoras usan **modelos con base en la materialidad financiera**, que pretenden indicar el potencial impacto sobre la situación financiera de las empresas. Su utilidad debería ser para todo el mercado de la inversión socialmente responsable (la de de veras, no la falacia de la inversión ASG¹⁰), donde muchos de los participantes también están interesados en **la materialidad de impacto, el efecto de las actividades de la empresa en la sociedad y el medioambiente. Pero (3) ello es ignorado por las calificadoras. Se basan en los insumos asignados y las actividades llevadas a cabo, pero no en sus resultados y el impacto logrado.**

Y lo que es peor, (4) se ignoran los impactos negativos, no restan puntos. Hay empresas con el máximo puntaje, que tiene impactos negativos no mitigados y comportamientos irresponsables.

Pero (5) se utilizan como si indicaran la sostenibilidad empresarial, o sea, como indicadores del bien que supuestamente hacen para la sociedad. **¿De manera inconsciente, por ignorancia, por complicidad o por comodidad?** Sea como sea, no solo tienen los problemas de conflictos de definición de algo no definido, sino, además, **de usos que no se corresponden con su determinación.**

Y (6) asignan clasificaciones a los diferentes criterios A, S y G, y calculan una calificación agregada, lo que implícitamente permite compensar deficiencias en algunos aspectos con elementos positivos en otros, y viceversa¹¹.

No todo se reduce a indicadores, es imposible encapsular la sostenibilidad empresarial en un número¹².

IV. ¿Se resolverían estos problemas si lo hicieran instituciones públicas o sin fines de lucro?

Un esquema sin fines de lucro, ya sea a través de organizaciones gubernamentales o del tercer sector, como sugiere el lector, **podría paliar uno de los problemas, cual es la proliferación de modelos** que buscan el lucro, al oficializar algunos, **pero no podrían atacar los problemas de definición, medición, representatividad, materialidad, impacto, etc., y su uso inadecuado**, mencionados anteriormente, aparte de introducir otros inconvenientes¹³. Y sería muy difícil encontrar consenso sobre la o las instituciones que lo deberían hacer.

Estas instituciones **no suelen tener las competencias y experiencias necesarias** sobre un tema tan especializado, tan extenso, difuso y cambiante. Tampoco habría **confianza por parte de las empresas** para suministrarles la información necesaria

¹⁰. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

¹¹. Para paliar este problema habíamos hecho la propuesta de la creación de un “grado de sostenibilidad” en *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

¹². Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

¹³. Esto lo habíamos analizado en un contexto general en *¿La empresa pública es la solución a la irresponsabilidad de la empresa privada?*, capítulo II.5 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

sobre sus actividades a ONG o instituciones del sector público. **Y los incentivos de ambos grupos, que son penalizados por omisiones y no son premiados por aciertos, serían los de sobre-especificar, sobre-regular y estandarizar, pedir el máximo posible de información, cuando lo que se requiere es información relevante y enfocada.**

Para el caso de las calificaciones de sostenibilidad, un mercado privado para, mayormente, el uso de inversionistas privados; las ventajas comparativas del sector privado son determinantes, lo conocen mejor. **Pero ello no obsta para que se deban mitigar sus desventajas, aplicando algunas de las ventajas del segundo y tercer sectores (instituciones gubernamentales y sociedad civil).**

V. ¿Qué hacemos?

Si analizamos el problema a fondo, vemos que además hay **dos vertientes, una directamente relacionada con los mercados financieros y la otra vinculada con el comportamiento empresarial.** En el primer caso, los reguladores son las comisiones nacionales de valores y las instituciones de supervisión del sistema financiero y a nivel supranacional, la *International Organization of Securities Markets Commissions* (IOSCO) en mercados de capitales y el *Comité de Basilea* en mercados financieros, y las instituciones pertinentes de la Unión Europea, incluyendo la *European Securities Markets Authority* (ESMA) y la *European Banking Authority* (EBA). En el segundo caso lo son instituciones de los gobiernos nacionales o supranacionales (el caso de la Unión Europea).

Tanto ESMA como IOSCO han lanzado consultas al mercado sobre la regulación de las calificaciones de sostenibilidad, y la [respuesta de las calificadoras ha sido, como era de esperarse, de casi unánime rechazo](#), algunas proponiendo como compromiso que los reguladores preparen un código de conducta.

Un buen ejemplo para entender las posibilidades de solución, con la participación de los tres sectores, lo representa la experiencia sobre los estándares de reporte de información sobre sostenibilidad, que afecta a ambas vertientes, los mercados financieros y las empresas, y la sociedad y el medioambiente. También aquí ha habido gran dispersión de modelos, algunos promovidos por organizaciones sin fines de lucro, a su vez promovidas por asociaciones gremiales y desde el sector público, y ante las exigencias (¡y el hastío!) de los usuarios, **se está convergiendo a dos modelos.**

Un modelo “privado”, universal, sin fines de lucro, como lo es la *International Sustainability Standards Board* (ISSB), pero que se ha decantado por satisfacer las necesidades de la primera vertiente, el sector financiero, y solo parcialmente la segunda, las empresas, adoptando el **criterio de materialidad financiera.**

Y un modelo “público”, el de Comisión Europea, también sin fines de lucro, que **ha adoptado ambas vertientes,** incluyendo no solo las necesidades del sistema financiero y las empresas, sino, además, del **resto de los interesados** en ese mercado, incluyendo la sociedad y los gobiernos, adoptando el criterio de la **doble materialidad, financiera y de impacto,** pero con autoridad legal restringida a los países miembros de la Unión Europea.

De esto podríamos deducir un modelo para las calificaciones de sostenibilidad: un **sector público** (segundo sector) que, basándose en **los intereses en todos los participantes, dictaría los principios básicos para las calificaciones, requisitos mínimos de transparencia y los elementos centrales** (*core*) de las metodologías que mencionamos con anterioridad, que ahora incluiría criterios de **doble materialidad o por lo menos opciones para dos tipos de calificaciones**. Dentro de este conjunto de principios, transparencia y elementos centrales, el sector privado haría sus calificaciones, *“en concordancia con los principios y elementos centrales de... (aquí el nombre de la institución emitente)”*. Idealmente, los grandes usuarios deberían ser más **proactivos en la expresión de sus preferencias**, y no solo comprar lo que el mercado ofrece. **Esto vas más allá de la emisión de un código de conducta, como sugieren las calificadoras.**

Por ejemplo, **gran parte de las regulaciones de la Unión Europea, agrupadas en la Plataforma de Finanzas Sostenibles, han sido desarrolladas por grupos de trabajo que incluyen representantes de los tres sectores:** sindicatos, consumidores, organizaciones gremiales de los mercados de capitales, ONG con actividades en el sector financiero y estándares de reporte, reguladores e instituciones privadas con fines de lucro, entre otros, todos seleccionados con base en concurso de capacidades. Se incluyen, además, representantes de las instituciones de la Comisión, que son nombrados directamente para velar por sus intereses y el cumplimiento de los objetivos fijados de forma centralizada.

En todo caso, esto mejoraría la relevancia de las calificaciones, pero no resolvería los problemas derivados de su utilización. Sería necesario **regular la transparencia de las calificaciones y su uso por parte de los intermediarios** entre las calificadoras y los usuarios finales: inversionistas, empresas y público en general, como lo han comenzado a hacer algunos reguladores.

Pero aun esto no resolverá el problema de fondo: **la desidia por parte de los usuarios**, de investigar qué hay detrás de las calificaciones y los beneficios que los intermediarios obtienen de su abuso. **Encapsularlo en un número es cómodo, les evita tener que investigar más.** Pero se utiliza sin conocer su verdadero significado. Y la presión hacia la estandarización de la información es para hacer todavía menos esfuerzos; **es más fácil tercerizar la labor.** Pero la **sostenibilidad empresarial no se puede estandarizar**, depende del contexto de cada empresa y de su tiempo. Es de aquella “demanda” que las calificadoras se aprovechan para vender sus productos.

Si los usuarios, el tercer sector grupo, hicieran estos esfuerzos por exigir información confiable y representativa de lo que dicen que es, las calificadoras tendrían los incentivos para mejorar sus productos. **Mientras haya mercado para un producto genérico, se producirán productos genéricos.**

No es que esto sea algo sencillo, pero muestra el camino que se debe seguir. Habrá extensas oposiciones por parte de los que se benefician con el *statu quo*, por lo que se requeriría de instituciones con **poder político y económico**¹⁴.

14. Mientras se llega a esto, hemos propuesto una solución intermedia, imperfecta, pero mejor que la situación actual, en *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

Y la gran pregunta: ¿Es esto factible a nivel mundial, fuera de la institucionalidad de la Unión Europea?

**Para mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de sostenibilidad...
...aunque sin resolver todos los problemas mencionados, los reguladores supranacionales deberían emitir regulaciones sobre principios básicos para las calificaciones, requisitos mínimos de transparencia y los elementos centrales que deberían contener, incluyendo la consideración de la doble materialidad o, por lo menos, explicitar la materialidad que están calificando. Ello no obsta para que los reguladores nacionales las complementen con las necesidades idiosincráticas de sus mercados.**

Capítulo VI.4

La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo

Con el ponerse de moda la denominación ASG, Ambiental, Social y Gobernanza, se está comenzando a **analizar por separado cada uno de estos criterios de evaluación de aspectos** de responsabilidad empresarial, con varias consecuencias para la asunción e implementación de esa responsabilidad.

Primero, porque la responsabilidad es integral, no es cuestión de componentes, aunque resulte atractiva su descomposición para efectos de análisis. **Y es mucho más que conjunción de estos componentes**¹. Segundo, porque **ello conduce a la idea de que se pueden compensar unos con otros**, como si se pudiera compensar alguna irresponsabilidad en S con una responsabilidad en A, como suponen las calificaciones de sostenibilidad, que las agregan en un número o una letra. La cantidad de directores independientes no vale el doble que la igualdad de género, por ejemplo. ¿Se pueden compensar sueldos indignos con ahorro de agua? Y tercero, porque **no se puede decir que uno es más importante que el otro**, como alegan los expertos en alguno de los tres componentes, depende del contexto de la empresa y la sociedad donde opera.

La denominación ASG tiene el **sesgo de los mercados financieros**, son criterios de evaluación de las actividades de las empresas en esos tres aspectos, **no representa la responsabilidad de la empresa. En este artículo tomamos el punto de vista de lo que debe preocupar y tomar en cuenta la empresa, no lo que deben ser los criterios para esos mercados.**

El objetivo de este artículo es **rescatar la importancia de los aspectos sociales** en la responsabilidad empresarial, frente al sesgo que trae la confusión de criterios ASG de evaluación financiera, con actuaciones en responsabilidad. **Los criterios “S” de la ASG no constituyen lo que debe ser la responsabilidad “S” de la empresa** (como enfatizamos en la sección VI).

Para ello, **pasamos revista a los temas ambientales y de gobernanza**, y postulamos

¹. Ver *Reduccionismo en la RSE: el total debe ser mayor que la suma de las partes*, capítulo II.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

que hay componentes que están más desarrollados que otros, más populares, que reciben más atención que otros, por razones no necesariamente relacionadas con el impacto de cada uno en la sociedad, **por lo que se pueden favorecer unos en detrimento de otros**. Si bien la pandemia ha estimulado el interés en los aspectos S, siguen siendo los que están menos desarrollados, menos concretizados, son los que menos se prestan a la cuantificación y, por ende, pueden **ser la cenicienta de la ASG. Es necesario realzar su contribución a la sociedad**. Consideraremos brevemente la G y la A para poner la S en contexto.

Alguien puede preguntar cuáles son los criterios más importantes. Son los que representan los aspectos materiales para la empresa.

I. La G de Gobernanza, el decano de los criterios de evaluación ASG

De la misma manera que el suscrito alega que la S es subvalorada, un reciente estudio, publicado por la asociación que agrupa a las instituciones de inversión responsable en España, Spainsif, *La Gobernanza en las Finanzas Sostenibles*, alega que “*Dentro de los aspectos Ambientales, Sociales y de Buen Gobierno quizá sea este último el que menos presencia propia ha tenido en las finanzas sostenibles*”.

Al contrario, los criterios de Gobernanza (G) son los más conocidos y desarrollados por la industria de los mercados financieros, desde mucho antes de que se desarrollara el interés por la sostenibilidad empresarial y la inversión socialmente responsable. Han estado en el centro del análisis financiero de las empresas casi **desde que se crearon los valores negociables**. El tema de la gobernanza, como sinónimo de gestión, ya estaba en las metodologías de su valoración. **La idea de que los aspectos ambientales y sociales tienen algún impacto sobre el valor de las empresas es relativamente reciente**.

Los criterios G surgen de los códigos de buen gobierno y, desde la disciplina de compliance, con las disposiciones de esos códigos, y ya estaban muy desarrollados, a nivel global, en la versión original de los *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*, de 1999. A nivel de países, en España se publicó el primero en el 2006, y en Alemania en el 2002. En países de derecho común o anglosajón, que se guían más por buenas prácticas y jurisprudencia, no son comunes. El Reino Unido solo los tiene consolidados desde el 2018, aunque ya en 1992 existían guías oficiales. EE. UU. no tiene un código como tal, y la práctica se basa en regulaciones en los estados, legislaciones a nivel federal y buenas prácticas.

La preocupación por la gobernanza es simultánea con la creación de las acciones en empresas y la delegación de la gestión a terceros (ya en 1609 se registra una disputa entre accionistas y dirigentes, por la gobernanza de la empresa en la *East India Company* de los Países Bajos).

Lo que sí es cierto es que ahora que los criterios G se han agregado a los de A y S, para completar el trío ASG, incorporándolos al análisis de la sostenibilidad de esos valores, se debe transitar desde criterios de evaluación financiera a criterios de evaluación de sostenibilidad. Para ser usados como base para la toma de decisiones de inversiones socialmente responsables (**que no es lo mismo que inversiones ASG²**), deben considerar que el interés de los inversionistas está no solo en

el impacto sobre las finanzas de la empresa, sino, además, el impacto de la empresa sobre los *stakeholders*.

Se debe transitar de la visión reactiva de gobernanza como *compliance*, a una visión proactiva de responsabilidad ante la sociedad³. La gobernanza de la empresa es crítica para la gestión de los impactos ambientales y sociales, y es mucho más que la operatoria de los Consejos y de las Asambleas de Accionistas, que es el enfoque tradicional.

Algunos **ejemplos de esta transición de la gobernanza de *compliance* a responsabilidad**, en el caso del consejo (directorio), es el cambio de la preocupación por la remuneración de los consejeros en relación con la del empleado medio; con la remuneración ligada al logro de indicadores de sostenibilidad; de la preocupación por el número de consejeros independientes a la del número de consejeras; de la existencia de comités de auditoría y remuneraciones a la de un comité de sostenibilidad, y de las competencias de los consejeros en el negocio a competencias en sostenibilidad empresarial⁴.

II. Los A del medioambiente, los príncipes de los criterios de la evaluación ASG

Los criterios A son de creación más reciente, desde que comenzó la preocupación por el impacto de las actividades industriales y comerciales sobre el medioambiente, desde que, a mediados del siglo pasado, se generalizó la idea de que los recursos del planeta son finitos, y que el ritmo de su explotación debe moderarse. Y **el interés está creciendo muy rápidamente**, sobre todo en el aspecto del cambio climático, de más reciente descubrimiento.

Si bien su desarrollo ha sido continuo, **hubo dos eventos que fueron críticos en despertar en los gobiernos y en las empresas la preocupación por el medioambiente, y en particular por el cambio climático**. La **Cumbre de la Tierra**, celebrada en Río de Janeiro en 1992, que desarrolló un marco para la protección del medioambiente y la promoción del desarrollo sostenible, y el **Acuerdo de París**, que logró el acuerdo de los gobiernos en la toma de medidas para la mitigación, adaptación y financiamiento de los impactos del cambio climático.

Si bien la responsabilidad por el control de las emisiones recae en los gobiernos, a través de las regulaciones, las emisiones se deben en gran parte a las actividades de las empresas. De hecho, solo 20 compañías contribuyen al 47 % de las emisiones y 100 empresas colaboran al 71 %.

Pero el medioambiente es mucho más que cambio climático. Sin embargo,

2. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

3. Ver *¿Basta con *compliance*?*, capítulo I.4 del volumen V de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

4. Ver *Paradoja de los consejeros: ¿mujeres sí, competencias en sostenibilidad no?*, capítulo V.7 del volumen VI de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y los capítulos de la cuarta parte de este volumen, *Remuneraciones ligadas a la responsabilidad empresarial*.

para las empresas se ha convertido en un tema sexi, por su impacto global y porque se presta a su cuantificación. Es el único tema de ASG para el que se han desarrollado esquemas de reporte específicos, separados de los esquemas integrados (aun cuando hay un movimiento para su absorción por los esquemas integrales de reporte)⁵. Se ha progresado mucho en la estimación de las emisiones, lo que ha dado lugar a que se convierta en un tema favorito de conferencias, documentos, reportes, etc. Ha dado lugar a la moda más reciente, **el Net Zero**, la de comprometerse (¿compromiso vinculante?) a la neutralidad en emisiones, por lo general con la meta de ser lograda antes del año 2050 (cuando posiblemente será muy tarde)⁶.

La preocupación por el cambio climático le resta atención al resto de los temas, incluyendo a otros del medioambiente, que incluye además otros aspectos, como el consumo de otros recursos naturales, en particular el consumo de agua, el reciclaje, y en su concepción más amplia, la economía circular y el impacto sobre la biodiversidad y el valor de sus recursos.

Todos ellos tienen en común que es **relativamente fácil desarrollar indicadores cuantitativos**, que es lo que demandan las calificadoras y la industria de la inversión ASG: emisiones, consumo neto de agua, consumo de energía, volumen de reciclaje, desechos, empaques, etc., por lo que se han convertido en los **príncipes de la ASG**. **Y su popularidad los convierte en enemigos de los demás criterios, sobre todo de los sociales, al robarles atención**⁷.

III. La S de Sociales, la cenicienta de los criterios de evaluación ASG

En su concepción amplia, la S es el criterio ASG de más reciente interés, pero está en pleno desarrollo, estimulado además por la pandemia, que ha destacado el papel clave de la persona y de las empresas en la mitigación de sus impactos. Algunos aspectos, como, por ejemplo, el bienestar de los empleados, han sido preocupación de muchas empresas desde la revolución industrial, cuando estas constituían la principal fuente de empleo y riqueza de sus comunidades. Pero, como en el caso de la G, **se está produciendo una evolución, desde de la consideración estrecha de empleados y comunidades como recursos, hacia la ampliación a otros stakeholders, con una consideración más integral de sus impactos en la sociedad, como fines, y desde la actitud reactiva de la mitigación de impactos negativos hacia a una actitud proactiva, de hacer el mayor bien posible y usar esos recursos de manera sostenible**.

Pero estos criterios, a diferencia de los A, tendrán obstáculos en su consideración, por **las**

5. Ver *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?*, capítulo VI.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

6. En el informe *Road to Zero Emissions*, se presenta un análisis de estas promesas para 55 grandes empresas, en el que se concluye que *“la gran mayoría de las empresas evaluadas no han establecido metas de reducción de emisiones alineadas con el aumento de 1,5 grados, ni han demostrado progreso en reducir sus emisiones en compatibilidad con las metas de cero emisiones netas”*. En el informe ***Are Companies Being Transparent in their Transition? 2021 Climate Transition Plan Disclosure***, solo el 6 % de las empresas analizadas revelan detalles completos de sus metas de cero emisiones.

7. Listamos el cambio climático como uno de los enemigos de la sostenibilidad empresarial en el capítulo II.1 de este volumen.

dificultades de su cuantificación. No son físicos, como la A, o legalistas, como la G, pues tienen un elevado componente emotivo; al fin y al cabo, se trata de impacto sobre las personas.

Por su interés, relativamente reciente, su amplio espectro y las dificultades de su cuantificación y de la determinación de **su contribución a la sostenibilidad financiera** (que constituye el interés de muchas empresas), es conveniente **analizar con más detalle lo que constituye la S en la visión proactiva**. No pretendemos hacer una lista de todos los aspectos relevantes, sino más bien destacar su amplitud y la necesidad de su consideración, a pesar de aquello.

Los dos componentes anteriores tienen sus propios grupos de interés. La G está muy relacionada con los inversionistas y las relaciones financieras. La A es de interés especializado para los ambientalistas, y por la frecuencia e impacto de los desastres naturales, de gran parte de la sociedad. Pero la S, por ser tan amplia, no tiene un grupo dedicado, es la cenicienta, y por ello puede perder importancia relativa (“perro de muchos dueños se muere de hambre”). **Pero debe ser del interés de todos.**

¿Cuáles son los aspectos que las empresas deberían considerar en su “responsabilidad S”? Tradicionalmente han sido, en su parte interna, las condiciones (ambiente físico) y beneficios laborales (salud, educación, vacaciones), y en su entorno externo, el impacto en las comunidades. Recientemente, el [interés se ha profundizado](#) y expandido a temas como las remuneraciones para un nivel de vida digno (**seguridad financiera**), el **ambiente de trabajo con apoyo emocional**, la igualdad de condiciones para todos los empleados (no discriminación), promoción de la diversidad, el desarrollo de **oportunidades de crecimiento y de progreso**, entre otros.

Ante los cambios acelerados en el entorno del trabajo, sobre todo los tecnológicos, **muchos empleados confían en que la empresa los protegerá contra su obsolescencia profesional, y promoverá su empoderamiento personal y el enriquecimiento del trabajo**⁸. Y no es que se garantizará el empleo, pero sí que mitigarán los impactos del cambio. La pandemia fue paradigmática en este sentido y distinguió a las empresas responsables, que no descargaron el impacto financiero sobre los empleados, y en algunos casos mantuvieron, en la medida de lo posible, los niveles de empleo, en espera de la recuperación, con la conciencia de que **la empresa tenía mayor capacidad de aguante y recuperación**.

El cambio en las modalidades de trabajo, estimulado por la pandemia, **está reduciendo el sentido de pertenencia, de unidad, de colaboración, de equipo, con el riesgo de la pérdida de identificación con la empresa**, por lo que adquiere todavía mayor importancia la consideración de los aspectos sociales.

Los acuerdos y convenciones internacionales sobre los Derechos Humanos (DD. HH.) están comenzando a formar parte de las estrategias de las empresas, pasando desde la concepción tradicional de evitar violaciones, a considerarlos como un **marco para**

8. Ver *La empresa como fuerza centrípeta de las expectativas de los empleados*.

asumir la S de la responsabilidad empresarial. Esto ha sido estimulado con la aprobación, en el 2011, de los *Principios Rectores sobre las Empresas y los Derechos Humanos* de la ONU, que si bien son de aplicación voluntaria, **aterrizaron la extensión y complejidad de las declaraciones y convenciones** sobre DD. HH., a la realidad cotidiana de la empresa y su contexto. No era un problema solo de países, es uno también de empresas. La *propuesta de la Comisión Europea sobre diligencia debida en derechos humanos y medioambiente*, del 2022, contribuirá a internalizar la consideración de los DD. HH. en las grandes empresas.

De manera externa, la S tradicionalmente incluía el apoyo a las comunidades afectadas en forma positiva o negativa por las actividades de la empresa, mayormente educación, salud, infraestructura y la mitigación de impactos negativos, a través de actividades filantrópicas. **El interés se ha expandido** hacia la responsabilidad social y ambiental de los **suplidores**, hacia el desarrollo y expansión de suplidores locales, con impacto en el **desarrollo local**, sobre todo en el empleo y la pobreza, y al apoyo a las **autoridades locales** para potenciar el impacto positivo de ambas partes, entre otros aspectos.

Y para algunos, la responsabilidad del producto y la atención al cliente son parte de la S externa a la empresa.

IV. ¿Y la A, B,... X y Y omitidas?

Pero ahora que se ha puesto de moda el confundir la responsabilidad y la sostenibilidad empresarial con los criterios ASG, que se usan para la evaluación de las características de los instrumentos financieros, se tiende a olvidar cuáles son los conceptos en la actividad empresarial. Son mucho más que A, S, G o su agregación en una calificación más o menos arbitraria⁹. Para no alargar más la discusión, reproducimos un par de párrafos del capítulo I.3, *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, donde lo analizábamos:

*Sin entrar en muchos detalles, recordemos que la concepción integral de esa responsabilidad es la **asunción y gestión de los impactos que la empresa tiene en la sociedad (y el medioambiente) y los que quiere tener.** Los impactos negativos, pasados, presentes y futuros, son indiscutibles, hay que gestionarlos. En los países con instituciones avanzadas son parte de la regulación. Los positivos, presentes y futuros, y los que quiere tener, dependen de la voluntad y de su capacidad gerencial y financiera de acometerlos.*

Y la gestión de la responsabilidad no es algo que se limita a “actividades”, como muchos creen; incluye además la cultura organizacional, la gestión interna, sus políticas y procedimientos y su implementación, el carácter de sus dirigentes y empleados, entre otros. Si bien se refleja en actividades, la responsabilidad empresarial es el carácter de la empresa.

Los indicadores A, S y G son reactivos, del pasado. ¿Invertiría basándose solo en la

⁹. Para el análisis de un caso donde se compara la responsabilidad de la empresa con su evaluación, con base en criterios ASG, ver el banco más sostenible del mundo.

rentabilidad que los valores han tenido históricamente en bolsa? Es posible que los utilice como “indicadores”, pero no los debe usar como **determinantes**, querrá conocer además las perspectivas de la empresa, de los competidores, del mercado, de las regulaciones, etc. El caso de la responsabilidad empresarial es semejante, **requiere de una atención holística, y en este caso de otras consideraciones que van más allá de la pura definición de A, S y G, incluyendo aspectos como los mencionados en el párrafo precedente.**

V. Contenidos de esquemas de reporte e indicadores para calificaciones ASG

Y ante la confusión entre responsabilidad o sostenibilidad empresarial y los criterios de evaluación ASG, se tiende a pensar que la responsabilidad denominada S son actuaciones en el componente S de los criterios. **Pero la responsabilidad S que le interesa a cada empresa es lo que es material para ella, en función de su situación, contexto y tiempo en el que opera. Sin embargo, estos esquemas e indicadores de reporte y evaluación suelen influenciar lo que las empresas creen que debe ser su responsabilidad empresarial. Si hay que informar sobre algo y nos van a evaluar sobre algo, debe ser que es “importante”.**

Y lo más pernicioso es que muchas empresas siguen los criterios de evaluación de algunas calificadoras ASG o los esquemas de reporte (GRI, SASB, Unión Europea, ONU, entre otros), para establecer sus estrategias de responsabilidad. **El objetivo termina siendo el mejorar la calificación, más que responder a los stakeholders o ser responsable porque sí.**

Basta recordar nuestros tiempos de estudiantes, **cuando estudiábamos lo que creíamos que nos iban a preguntar en el examen**, no lo que era relevante conocer. Algunos pasaban más tiempo averiguando lo primero que estudiando.

A continuación listamos los estándares y esquemas de reporte, y algunas fuentes de indicadores que son indicativos de “lo que van a preguntar en el examen”.

1. Estándares de reporte (sociales) GRI, SASB, Comisión Europea e ISSB

Son o serán los más usados. El primero tiene como objeto todos los stakeholders de la empresa y requiere el reporte de información que los afecta (materialidad de ida). El segundo tiene como objeto **los inversionistas y requiere el reporte de información que pueda afectar la situación financiera de la empresa**, en parte como consecuencia de las acciones de los *stakeholders* (materialidad de vuelta). El tercero requiere **el reporte de información sobre ambos impactos** (doble materialidad)¹⁰. El cuarto, el *International Sustainability Standards Board* (ISSB) (que absorbió a la *Value Reporting Foundation*, que a su vez había absorbido al SASB y al *International Integrated Reporting Council*), **se concentra en la materialidad financiera, la de vuelta**¹¹. El GRI detalla la información que debe presentarse,

10. Ver **Materialidad, doble materialidad y matriz de materialidad**, capítulo V.1 de este volumen.

11. Aunque el GRI **firmó un acuerdo de colaboración** con el ISSB, para promover la consideración de la materialidad de ida.

incluyendo algunos indicadores; el SASB, todavía efectivo, contiene [un extenso listado de indicadores y guías](#) para su presentación.

2. Taxonomía social de la Comisión Europea

Consideramos esta **taxonomía** por su especificidad en los aspectos sociales. Es complementaria a la más conocida [Taxonomía Verde](#), y fue publicada como borrador de consulta en febrero del 2022 (esta secuencia y el nivel de detalle relativo en ambas demuestra la prioridad que se le asigna en la Comisión a los temas medioambientales, tratando los sociales como de añadidura).

El borrador de la **taxonomía social no incluye una lista de actividades ni de indicadores de impacto social. Se limita a sugerir los stakeholders que se deben considerar y los ámbitos de actuación:** (i) empleados (incluyendo la cadena de valor); (ii) consumidores/usuarios finales, y (iii) comunidades afectadas (directamente y por medio de la cadena de valor). A través de: (i) trabajo decente (incluyendo la cadena de valor); (ii) estándares de vida adecuados y el bienestar de los usuarios finales, y (iii) comunidades incluyentes y sostenibles.

La Taxonomía Social está muy verde¹². Y el documento nos recuerda que, a diferencia de los impactos ambientales, las actuaciones sociales tienen de por sí impactos positivos (empleo, impuestos y bienes y servicios necesarios para la sociedad), que se dan por un hecho, que no hay que vanagloriarse de ello. **Se deben crear otros impactos positivos y, obviamente, mitigar todos los negativos.**

3. Contenido de calificadores de sostenibilidad

Cada uno de los centenares (aunque tan solo 8 controlan gran parte del mercado) de empresas calificadoras de sostenibilidad **tienen sus modelos e indicadores privados¹³** de lo que quiere decir sostenibilidad en general y la S en particular, y no hay consenso sobre lo que son. No hay un inventario exhaustivo de indicadores, pero se puede decir que hay millares de indicadores ASG y **centenares específicamente S**. Estos criterios suelen ser generalizaciones. La base de datos del [Reporting Exchange](#) (una iniciativa del *World Business Council on Sustainable Development*) contiene más de 1400 indicadores.

VI. ¿Qué es, entonces, la S de la ASG?

Como mencionábamos, buena parte de la **menor importancia relativa de la S** es la dificultad de cuantificar muchos de sus componentes de manera confiable, por su carácter parcialmente subjetivo. Pero ¿si no se pueden cuantificar no cuentan? **La empresa es movida por personas, en las que recaen todas las responsabilidades por la sostenibilidad empresarial.** De aquí que se deben intensificar los esfuerzos para la

¹². La consideración de esta taxonomía fue suspendida a finales del 2022. Ver [Crónica de una muerte anunciada: Taxonomía Social de la Comisión Europea](#).

¹³. Una de las pocas calificadoras que los [divulga es S&P Global](#), que califica las empresas para los *Dow Jones Sustainability Indices*.

identificación de los elementos relevantes, cualitativa o cuantitativamente. Y porque además cubre un espectro de actividades **mucho más amplio que la A y la G**.

El objetivo de esta sección final no es hacer un análisis exhaustivo de todo el espectro de actividades calificables como parte de la “responsabilidad S”, tarea prácticamente imposible. Solo ofreceremos **una tipología a nivel agregado para guiar las estrategias**. Dentro de cada categoría se pueden considerar decenas de acciones que son específicas para cada empresa, en su tiempo y en su contexto. Con el objeto de ilustrar lo que queremos decir con cada categoría, **incluimos solo algunas acciones**.

Postulamos que las actividades sociales caen dentro de cinco grandes categorías. Recordemos que cada empresa calificador, cada estándar y esquema de reporte tienen su propia versión.

El valor agregado de nuestra presentación está en el objetivo. No es guiar el reporte para todas las empresas, no es conducir a una calificación de la empresa comparable con otras, es guiar la estrategia de responsabilidad y su gestión para una empresa en particular. Estos tres objetivos requieren de insumos diferentes.

a. Capital humano de la empresa

1. Entorno físico:
 - a. Seguridad laboral.
 - b. Calidad del espacio.
 - c. Trabajo remoto.
2. Entorno emocional:
 - a. Diálogo entre supervisores y supervisados.
 - b. Conciliación trabajo-familia.
 - c. Canales de denuncia de irregularidades.
 - d. Protección contra represalias.
 - e. Políticas/procesos contra hostigamiento.
 - f. Soporte emocional en crisis generales y/o personales.
3. Justicia social:
 - a. Diversidad, inclusión.
 - b. No discriminación por ninguna característica personal.
 - c. Procesos de resolución de discrepancias.
 - d. Políticas de retención, terminación, estabilidad laboral.
4. Remuneraciones:
 - a. Sueldos compatibles con el costo de vida.
 - b. Remuneración compatible con el trabajo efectuado.
 - c. Promociones y desarrollo con base en rendimiento.
 - d. Incentivos no monetarios.
 - e. Pensión corporativa.
5. Desarrollo profesional:
 - a. Enriquecimiento del trabajo.
 - b. Entrenamiento para el trabajo.
 - c. Oportunidades de avance en la profesión.
 - d. Participación en la toma de decisiones.
6. Beneficios sociales:
 - a. Seguros de salud, servicios médicos.
 - b. Vacaciones.

- c. Contribución al ahorro personal.
- d. Razonabilidad y flexibilidad de horarios.
- e. Apoyo familiar (licencia de maternidad/paternidad).

b. Clientes

1. Responsabilidad del producto o servicio.
 - a. Impacto positivo sobre el bienestar social.
2. Efectividad del producto o servicio.
 - a. Calidad, durabilidad, confiabilidad.
 - b. Compatibilidad entre lo que dice que hace y lo que hace.
3. Ética en la publicidad.
4. Servicio al cliente y al producto o servicio posadquisición.
5. Apoyo en la utilización responsable del producto o servicio.
6. Respeto a los derechos del consumidor, regulados o no.

c. Comunidad

1. Compras y empleo locales.
2. Apoyo al desarrollo económico local (infraestructura social).
3. Apoyo al desarrollo social local (salud, educación, etc.).
4. Mitigación de impactos negativos.
5. Apoyo a los gobiernos locales para el servicio de la comunidad.

d. Derechos humanos (transversal sobre los tres precedentes)

1. Políticas, procedimientos y diligencia debida para el respeto.
2. Mecanismos de rectificación.
3. Cumplimiento de los acuerdos y convenciones internacionales.
4. Mano de obra infantil y/o forzada.
5. Libertad de asociación.

e. Proveedores

1. Apoyo a replicar su responsabilidad en los aspectos sociales precedentes.
2. Requerimientos contractuales sobre su comportamiento en los aspectos sociales y ambientales.
3. Proceso de cumplimiento, sanciones y exclusión.

Y esta lista de conceptos y actuaciones, que no es exhaustiva, da una idea de la importancia y del impacto de los aspectos sociales de la responsabilidad empresarial. Algunos son cuantificables y otros no, pero ello no quiere decir que no son gestionables¹⁴. **Para asumir la responsabilidad se requieren conceptos y actuaciones, que no es lo mismo que indicadores para calificaciones.**

Contrástese con la lista de indicadores (y sus respectivos porcentajes) que usa S&P Global (Dow Jones)¹⁵ para calificar la “S” en la industria minera (de alto impacto social):

Social Dimension	35
Social Reporting	4
Labor Practice Indicators	2
Human Rights	4
Human Capital Development	2
Talent Attraction & Retention	2
Corporate Citizenship & Philanthropy	2
Occupational Health & Safety	7
Asset Closure Management	3
Living Wage	1
Social Impacts on Communities	8

Y de este contraste se puede apreciar la relativa pobreza de los “indicadores S” para capturar la “responsabilidad S”¹⁶. **No, las calificaciones sobre sostenibilidad no son guías para la responsabilidad empresarial**, aunque algunas empresas “hagan cositas” para mejorar la calificación.

VII. Resumen

Los aspectos sociales de la responsabilidad empresarial pueden ser subvalorados por: (1) la competencia por espacio que le dan los aspectos ambientales (la moda del cambio climático, sobre todo en las grandes empresas); (2) la influencia y el sesgo de los pocos criterios “S” usados en las evaluaciones ASG, para la conformación de fondos de inversión, al ser extrapolados como si fueran las actividades responsables, y (3) la relativamente mayor dificultad de la cuantificación de las actividades y de sus impactos.

Hay que vencer esta subvaloración y elevar los aspectos sociales de la responsabilidad empresarial al impacto que tienen en la sociedad y en el medioambiente. Esa responsabilidad es ejercida por personas que son el centro de la actuación empresarial. Todos sus stakeholders son personas o el resultado de la actuación de personas.

Adenda: La “S” de la ASG: ¿qué es?... aparte de ser la cenicienta del grupo

Después de haber publicado el capítulo precedente, encontré un artículo, *Putting the ‘S’ in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors*, del 2017, que agrega una valiosa perspectiva a nuestro análisis. Altamente recomendado para los interesados en la “S”¹⁷.

El estudio analizó 12 esquemas de indicadores ASG y encontró 1753 relacionados con la “S” (¡no es de sorprender si estamos confundidos!). Pero lo más significativo es que **solo el 8 % de estos indicadores se refieren a los efectos de las prácticas empresariales, y el 92 % pretenden medir los esfuerzos y actividades**, como lo son la existencia de políticas o compromisos, la ejecución de auditorías, evaluaciones de riesgo, entrenamiento, membresía y colaboración en organizaciones e iniciativas, o las consultas con *stakeholders*.



14. Ver *No todo lo que se puede contar cuenta, ni todo lo que cuenta se puede contar*, capítulo III.4 del **volumen I**, y *¿Cuánto vale tu madre?: relevancia versus medición*, capítulo 1.5 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

15. Usamos esta por ser la única disponible. Es de enfatizar que es posible que cada uno de estos indicadores esté compuesto de otros no revelados.

16. Nótese que no hemos incluido filantropía en la lista, porque la consideramos como una modalidad de ejercer la responsabilidad en los demás conceptos, no como un concepto separado.

17. También recomiendo el artículo *Time to rethink the ‘S’ in ESG*, del 2020, que pasa revista a las dificultades de la conceptualización de la “S”, de su evolución post covid y de su creciente atención por parte de las empresas.

En términos de la terminología de evaluación de impacto, podríamos decir que el 92 % miden insumos y a lo mejor productos, pero no resultados, y mucho menos impacto, que es lo que importa.

Y esto es uno de los mayores problemas de las calificaciones de sostenibilidad: **usan indicadores de insumos pasados, y a lo mejor productos actuales, para evaluar lo que deben ser resultados y, mucho mejor, impacto futuro sobre la sociedad y el medioambiente.** Un breve ejemplo para ilustrar las diferencias: el dinero invertido en la diseminación del código de ética es un **insumo**, el número de horas-persona impartidas es un **producto**, la satisfacción de los participantes es un **resultado**, pero son los cambios de actitud observados, como consecuencia de todo este proceso, lo que tiene **impacto**, que es lo relevante, pero que no se suele reportar.

Y en esto **no es que creamos que sea fácil o siempre factible reportar estos últimos dos elementos**, resultados e impacto, que se dan a mediano y largo plazo, después de la evaluación, pero sí queremos puntualizar que, además de las inconsistencias entre calificaciones y de su posible incongruencia con los aspectos materiales de cada empresa¹⁸, **su uso como medida de sostenibilidad deja mucho que desear.** Las calificaciones deben interpretarse con mucha cautela¹⁹.

Estamos muy lejos de poder evaluar **el impacto de las actividades de responsabilidad en el logro de sostenibilidad empresarial**²⁰.

18. Ver *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1 de este volumen.

19. Ver sección IV de *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?*, capítulo VI.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y el estudio académico *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*.

20. Si algún lector ve cacofonía en esta aseveración, recomiendo leer *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3 de este volumen.

**Séptima parte:
Financiamiento
sostenible**

07

Séptima parte: Financiamiento sostenible

Esta séptima parte consta de cinco capítulos: los dos primeros analizan tres financiamientos ligados a la sostenibilidad, con muchos visos de greenwashing; los dos siguientes examinan casos que se pueden considerar más legítimos, en el sentido de que no solo cumplen con las reglas, sino que además poseen el potencial de tener impacto en la sostenibilidad empresarial de los emisores, en contraste con los precedentes tres casos. El quinto capítulo es una parodia de las emisiones de bonos ligados a la sostenibilidad, usando el caso de la adquisición de un vehículo eléctrico para uso personal.

El primer capítulo, *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, analiza el entorno de la emisión de un bono ligado a la sostenibilidad por parte de la multinacional brasileña JBS, que permite ilustrar una de las mayores deficiencias de este tipo de emisiones de valores. La empresa se considera como causante de buena parte de la deforestación del Amazonas, de la contaminación del agua en EE. UU., y se encuentra culpable de corrupción, de colusión para la fijación de precios de los productos y manipulación de sus valores en la bolsa. Aun así, colocó esta emisión, con exceso de demanda, con el compromiso de reducir en porcentajes modestos sus emisiones de gases de efecto invernadero. Es un caso paradigmático de la necesidad de considerar la sostenibilidad del emisor y el rigor e impacto del compromiso, no solamente de su estipulación.

El segundo capítulo, *Greenwashing a lo grande*, analiza dos casos de abuso de la etiqueta de sostenibilidad. El primero es el de la empresa multinacional italiana de transmisión de energía eléctrica Terna, que hace una recompra de sus acciones en los mercados bursátiles denominándola “recompra ligada a la sostenibilidad”. Las acciones recompradas se utilizarán para pagar bonificaciones a los consejeros por el logro de mejorar su calificación en un índice de sostenibilidad. La recompra de acciones no tiene impacto alguno sobre la sostenibilidad de la empresa, ya que es una transacción meramente financiera en los mercados, de compraventa de acciones. Su uso en las bonificaciones tiene un efecto perverso, ya que el incentivo no es mejorar la sostenibilidad de la empresa, sino gestionar la información del índice. El segundo caso es el de la multinacional farmacéutica israelí Teva, que emite un bono ligado a algunas acciones relativamente menores sobre emisiones y apoyo a países de menos ingresos, pero cuyos recursos se utilizan por completo para retirar deuda existente con un mayor costo. Otra transacción meramente financiera. Los recursos no se asignan a ninguna actividad de sostenibilidad. La empresa fue multada por un monto de US\$4500 millones, por su participación en la pandemia del consumo de opioides.

El tercer capítulo, *Emisión de bonos sostenibles por Ford: lo bueno, lo malo y lo feo*, analiza la emisión de bonos ligados a la sostenibilidad por parte de la multinacional estadounidense de vehículos. Esta emisión también ofrece valiosas lecciones en muchos sentidos. Los recursos se utilizarán para nuevas inversiones relacionadas con la producción de vehículos eléctricos y apoyo a actividades sociales de sus stakeholders, pero también para refinanciar proyectos ya en marcha, y para retirar deuda más costosa, lo que ofrece impacto adicional. No es una emisión con greenwashing en su diseño, dependerá de su implementación, en función del volumen de recursos que se dediquen a nuevas inversiones relacionadas con la sostenibilidad ambiental y social, al retiro de deuda existente y del

impacto que tendrá en la mejora de su sostenibilidad empresarial, que en principio debe ser superior al de los tres casos precedentes.

El cuarto capítulo, *Financiamiento ligado a la sostenibilidad: un buen ejemplo*, analiza otro caso de financiamiento sostenible, de la multinacional de energía Acciona, en su programa de préstamos ligados a la sostenibilidad. En este caso, los recursos tienen una utilización directa en mejorar la sostenibilidad ambiental, ya que se usan para, mayormente, aumentar su producción de energía renovable. Además, tiene la virtud de ser un préstamo sindicado, cuyos logros serán supervisados por un consorcio de 23 bancos y agentes externos independientes, lo que puede dar lugar a bonificaciones en el costo del financiamiento. Por ser reducciones en la tasa de interés, es de esperar que los intermediarios financieros serán estrictos en la certificación de los logros. Esto contrasta con las emisiones de bonos, que se compran por multitud de inversionistas, no involucrados, con intereses mayormente en el logro de los ingresos financieros.

El quinto capítulo, *El bono ligado a la sostenibilidad más innovador del mundo: el mío*, es una parodia de las emisiones de bonos ligados a la sostenibilidad. Describe una emisión de estos bonos para comprarme un vehículo eléctrico, con el compromiso de reducir las emisiones comparadas con las de mi vehículo a gasolina, que venderé. Describe todo el proceso de la emisión, de los incentivos financieros para el logro de las metas y del mercado de mis vecinos, al cual se comercializa el bono. Sería “el primer bono emitido por una persona natural en un vecindario”, por lo que haría famoso cómo todos lo que emiten el primer bono para... ¡lo que sea!

Capítulo VII.1

¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?

La empresa productora y comercializadora de carne más grande del mundo y la segunda en alimentos, JBS, con sede en Brasil, emitió a principios de junio del 2021 un Bono Ligado a la Sostenibilidad (BLS), por un monto de US\$1000 millones en el mercado de EE. UU. **En este artículo analizamos la incompatibilidad entre las credenciales de sostenibilidad de la empresa y la emisión de estos bonos, y la complicidad de la industria de la inversión responsable.**

I. ¿Quién es la empresa y cuál es su perfil de responsabilidad?

JBS es una empresa fundada en 1953, con sede en Sao Paulo, Brasil, y filiales en América del Norte y del Sur, Europa y Oceanía, con **ingresos de US\$53 000 millones en el 2020, operaciones en 190 países y con 275 000 empleados**. Produce, empaca y comercializa carne vacuna, de aves domésticas, de cerdo, de cordero y ovejas, y productos proteínicos vegetales y subproductos animales. Vende sus productos con marca propia a intermediarios, como supermercados y otros distribuidores, y a empresas de alimentos, como restaurantes, hoteles y otros procesadores, entre otros.

La empresa ha sido considerada como un ejemplo de irresponsabilidad por muchas ONG preocupadas por la sostenibilidad empresarial. En particular, Greenpeace la ha denunciado repetidamente por su contribución a **la deforestación y las emisiones de gases de efecto invernadero**. En el reporte de Greenpeace del 2019 sobre la empresa, *Slaughtering the Amazon* (La Matanza de la Amazonía), dice que sus operaciones contribuyen a las emisiones con el equivalente a la mitad de las grandes petroleras, como ExxonMobil o Shell. También la acusa de comprar directa e indirectamente de rancheros que queman zonas forestales en forma deliberada, para pastorear el ganado, lo cual niega la empresa. El gobierno intenta el control de estas actividades, pero con poco éxito (los rancheros llevan el ganado, cuando está listo para el matadero, a fincas legales para proceder a su venta y así camuflar su origen ilegal).

La empresa ha sido acusada de contribuir directamente a la deforestación, y es considerada una de las **peores contaminadoras de agua** en EE. UU. Las facilidades de las productoras de carnes descargan más aguas residuales que algunas grandes ciudades de EE. UU., y contienen una variedad de **patógenos y toxinas** peligrosos para la salud humana, que incluyen nitratos, estiércol, sulfito de hidrógeno, plomo, *E. coli*, bacterias resistentes a antibióticos, hormonas para el crecimiento, etc. A diferencia de los desechos de ciudades, su tratamiento no es obligatorio, y pueden descargarse en el entorno. **En EE. UU., JBS**

descarga 80 millones de toneladas anuales de desechos, el mayor monto entre los procesadores de ese país¹.

Ante estas críticas, la empresa se ha **comprometido** a eliminar todos los casos de **deforestación ilegal** en su cadena de suministro en la Amazonía para el 2025, y para el 2030 en el resto de Brasil. Pretende lograr deforestación cero para el 2035 en todo el mundo.

En el 2017, la empresa admitió haber **pagado sobornos por US\$123 millones** a tres expresidentes de Brasil y 1850 políticos. La Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil demandó a la empresa por US\$3400 millones, por abuso de información privilegiada, aprovechando la **diseminación de información selectiva** sobre los sobornos para afectar el precio de sus acciones en la bolsa. [La empresa fue multada con US\\$3200 millones, para ser pagados sobre un periodo de 25 años](#). En el año 2020, J&F Inversiones, el propietario de JBS, pagó multas por US\$280 millones en EE. UU., para resolver **acusaciones de corrupción en ese país**, incluyendo la compra de una filial allí. La empresa recibió donaciones por más de US\$90 millones del gobierno de ese país, en compensación por los perjuicios causadas por la guerra comercial con China.

La calificadora de sostenibilidad ISS ESG (que también emitió la segunda opinión de la emisión de los BLS) califica a la empresa en la posición 118 de las 256 empresas evaluadas en el sector de alimentos y bebidas.

Pero estas irresponsabilidades no forman parte de los compromisos de sostenibilidad asociados a la emisión de los bonos².

JBS no es un parangón de sostenibilidad, pero puede emitir bonos ligados a la sostenibilidad, con gran demanda. ¿Qué hay de malo en ello?

II. ¿En qué consiste la emisión de bonos ligados a la sostenibilidad?

El logro de metas de sostenibilidad que condicionan la emisión se refiere a una minúscula reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, por tonelada de producto, del 30 % en el alcance 1, emisiones directas, y alcance 2, resultado del consumo de energía, para el 2030, sobre la base del 2019, con metas intermedias en forma lineal, comenzando en el 2025. **No incluye reducción de las emisiones de sus proveedores de carnes, alcance 3, que constituyen más del 90 % de sus emisiones.** La industria ganadera es una de las principales contribuyentes a las emisiones de metano (eructos y estiércol), gas más de 25 veces más poderoso que el CO₂. **El bono ignora por completo el impacto que tiene en la deforestación de la Amazonía y otras regiones del mundo.**

En este sentido, es de destacar algo muy poco común en **las segundas opiniones, que deben emitir revisores independientes** sobre el cumplimiento de los principios de

1. Y no es de extrañar que ante estos impactos se promueve una reducción del consumo de carne ([aquí y allí](#)).

2. Para mayores detalles se puede consultar el [informe de sostenibilidad](#).

estos bonos ligados a la sostenibilidad ([en español aquí](#)), que suelen ser muy favorables al emisor. El [revisor, ISS ESG, explicitó](#) que si bien “**...los indicadores son centrales y relevantes para la sostenibilidad del emisor... no son materiales para la cadena de suministro de la empresa, ya que no incluyen emisiones de alcance 3**”, que, como mencionamos anteriormente, son el 90 % de las emisiones.

El bono fue emitido por la subsidiaria de JBS en EE. UU., Pilgrim’s Pride (el esquema de la emisión se puede ver [aquí](#)). **Es de destacar que el bono no financiará actividades de reducción de emisiones, solo se compromete a ello**, ya que [los recursos se utilizarán para retirar bonos más costosos de la empresa](#), con un cupón del 5,75 % que se vencen en el 2025. El costo de la nueva emisión es del 4,375 %. Si la empresa no logra sus metas de sostenibilidad para el 2025, la tasa de interés aumentará en 25 puntos básicos anuales, hasta tanto las metas se logren, confirmado por una verificación externa independiente.

O sea que es una operación estrictamente financiera de reducción del costo de la deuda y de extensión de su vencimiento, disfrazada de sostenibilidad.

En esta época de mínimos rendimientos financieros en el mercado, el poder obtener algunos puntos básicos más en intereses por los inversores, sobre los bonos de otras emisiones comparables, vence muchos posibles obstáculos. El bono fue calificado por tres calificadoras como B1/BB+/BB+, o sea, en un nicho de mercado de alto rendimiento, con riesgo de impago. Es la más alta categoría dentro de los bonos por debajo del “grado de inversión”, que no pueden ser adquiridos por muchos inversionistas institucionales, por su riesgo crediticio.

Pero por lo menos con esta emisión la empresa está exponiéndose al escrutinio de sus prácticas, si no ahora, cuando llegue el momento de revisar el cumplimiento de las obligaciones para revisar la tasa de interés³. Se ha estimado que la empresa obtuvo un [descuento de 12,5 puntos básicos anuales](#) (greenium del .125 %) sobre una emisión tradicional comparable que no estuviera ligada a la sostenibilidad. Para obtener esta rebaja en el costo deberá hacer inversiones e incurrir en costos en la mejora de su sostenibilidad.

III. ¿Hay un mínimo de responsabilidad que los mercados deben exigir?

En el siguiente capítulo VII.4, [Financiamiento ligado a la sostenibilidad: Un buen ejemplo](#), analizamos las características de un financiamiento ligado a la sostenibilidad y contrastamos su rigor, en términos de su potencial contribución a la sostenibilidad con los más tradicionales Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles (BVSS). **Los Bonos Ligados a la Sostenibilidad (BLS) son una respuesta a parte de las críticas de los BVSS en cuanto a su compromiso en el logro de metas de sostenibilidad. En aquellos**

3. Uno se podría preguntar si los inversionistas responsables ahora son indiferentes a la problemática, y se preocuparán más adelante. Por otra parte, esto puede ser una estrategia de algunos dirigentes de la empresa para tener presión externa de los mercados financieros hacia la empresa, para mejorar su sostenibilidad, que para JBS es algo inevitable a mediano plazo. Para un estudio de la sostenibilidad de las empresas cotizadas en la Bolsa de Sao Paulo, el suscrito tuvo la oportunidad de entrevistar a los responsables en la casa matriz en el 2015, y estos expresaron el gran interés en mejorar su sostenibilidad, pero con grandes obstáculos, intrínsecos al negocio, que se deben vencer.

bonos se establece algún tipo de relación entre su costo y el logro de metas propuestas en la emisión, y estas tienen un carácter más vinculante que en los casos de los BVSS, que son más bien expresiones de deseos, sin más consecuencias que las derivadas de la reputación del emisor por el posible incumplimiento. **Aunque es de recordar que en los BVSS existe el compromiso de utilizar los recursos del financiamiento en los proyectos y actividades propuestas.**

Este nivel superior de compromiso en los BLS ha dado lugar a una mayor confianza en los mercados financieros responsables y se ha producido un gran impulso a sus emisiones.

Si bien los BLS representan una mejoría acerca del compromiso en el logro de las metas sobre los BVSS, mantienen todavía una gran brecha sobre el potencial de los emisores de contribuir a la sostenibilidad. Y no nos referimos a que las metas puedan no ser suficientemente exigentes, lo cual podría resolverse con las demandas que hicieran los mercados por metas más rigurosas. **Nos referimos a un problema más de fondo,** destacado por la emisión de JBS, y que nos genera la pregunta del título de este artículo: *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, o, puesto en otros términos, **¿los mercados financieros responsables deben favorecer a empresas irresponsables por el hecho de comprometerse a ser responsables en algún aspecto, en algo que puede ser de poca importancia en el contexto de la sostenibilidad del emisor?, ¿puede separarse el comportamiento global de la empresa de lo ofrecido en las condiciones del financiamiento?** Y si la respuesta es: “sí, porque por lo menos algo bueno hace”, ¿no estamos degradando, entonces, el esfuerzo de la industria de la inversión responsable e indirectamente el de la sostenibilidad? **¿No estamos adoptando la posición del avestruz?**

Veamos el potencial que tienen los principios que rigen estas emisiones y de algunas regulaciones, de reforzar su impacto en sostenibilidad. [La taxonomía de la Unión Europea](#) establece lo que se consideran actividades o proyectos verdes o sostenibles, como la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, que son las metas de los bonos de JBL. La taxonomía solo pone orden en los casos más abusivos de financiamientos, que o no financian o lo hacen marginalmente, actividades sostenibles. **En este caso, los fondos no se usan para esa reducción, y la reducción ofrecida es marginal.** En todo caso, los bonos han sido emitidos por la filial en EE. UU. y no cubren las localizadas en Europa.

Los [Principios de los Bonos Vinculados a la Sostenibilidad](#), de aplicación universal, establecen que: *“Los fondos obtenidos mediante la emisión de BLS están concebidos para ser utilizados con fines generales corporativos, por lo que el uso específico de los mismos (‘Use of Proceeds’) no es determinante para su categorización”.* O sea que los principios no requieren que se usen los fondos en el logro de las metas ligadas a sostenibilidad. Y en todo caso, las metas propuestas cubren una pequeña parte del impacto (negativo) de la empresa en la sostenibilidad.

El problema está en que el análisis de la supuesta sostenibilidad de estos principios y regulaciones se centra en la emisión y no en el emisor. ¿No se debería imponer un nivel mínimo de responsabilidad al emisor para poder participar en estos mercados, vía una calificación de la empresa?

En el caso del riesgo de crédito, existen calificaciones como AAA, AA, A, BBB, etc., que califican el riesgo al servicio financiero de la deuda. En esto existe lo que se llama “**el grado de inversión**”, que representa las calificaciones que se consideran relativamente seguras, como que las adquieran ciertos inversionistas, por ejemplo, los fondos de pensiones. De la misma manera se podría crear, para el financiamiento sostenible, la categoría de “**grado de sostenibilidad**”⁴, que incluiría los emisores (no las emisiones de bonos y deuda, como comentamos en la siguiente sección) que han sido calificados como de aceptable contribución global a la sostenibilidad.

En el caso del financiamiento genérico de las empresas, se considera el riesgo crediticio total de la emisión, ya que es la empresa la que debe hacer el servicio de la deuda. En el caso de la sostenibilidad debiera ser lo mismo, se debería evaluar la sostenibilidad de toda la empresa.

IV. Esto no es *Project Finance*

Pero hay casos especiales de inversiones, en los que se evalúa el riesgo crediticio de la emisión separado de los emisores, y es cuando la emisión la hace un instrumento legal, especialmente creado para estos propósitos (*Special Purpose Vehicle*, SPV), **donde la responsabilidad legal y crediticia de ese instrumento están separadas de la empresa o empresas que promueven el proyecto. En el caso de los bonos ligados a la sostenibilidad, y aun algunos BVSS, se tratan como si así fuera, pero no lo es. No hay instrumento legal separado. El emisor es, en su totalidad, responsable de la emisión, legal, financiera, social y ambientalmente.**

Los defensores de la liviandad alegan que, como se hace en el caso de *project finance*, donde las empresas que patrocinan el proyecto no son corresponsables de la deuda del SPV, ya que la emisión es para ese proyecto en particular, y la responsabilidad no se extiende a las empresas que forman parte del proyecto. **Pero esto es válido solo para el caso de emisiones de BVSS, cuando financian proyectos específicos, con condicionalidad ligada al proyecto; no lo es para los BVSS y BLS que se usen para financiar empresas, “con fines generales corporativos”, con condicionalidad ligada a la empresa.**

Este argumento, con analogía al crediticio, se cae en el caso de los BLS, ya que por su naturaleza son **ligados a la sostenibilidad de la empresa y no generan recursos financieros como para cubrir el servicio de esa deuda, la que es cubierta con los flujos de caja de la empresa como un todo.** No son susceptibles de la metodología de *project finance*, ya que no podrían tener una buena calificación crediticia, requerida por los mercados financieros, que depende de la capacidad financiera del servicio de la deuda de la empresa como un todo. No cumpliría con la calificación dual necesaria: crediticia y de sostenibilidad.

V. ¿Cómo establecemos el nivel mínimo, el “grado de sostenibilidad”?

Este es el meollo de la cuestión. Las calificaciones crediticias las producen varias

4. La propuesta de creación del “grado de sostenibilidad” para las empresas y fondos de inversión la hemos descrito en el capítulo VIII.11 de este volumen, *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*

calificadoras, la mayoría concentradas en las tres grandes, Moody's, S&P y Fitch (creadas entre 1906 y 1913), y aunque suelen tener algunas diferencias en sus calificaciones de empresas y proyectos, **la dispersión es muy pequeña**. En el caso de las calificaciones de sostenibilidad, hay centenares de calificadoras, cada una con su metodología, y los resultados que producen tienen una **gran dispersión, hay muy poco consenso sobre lo que califican, sobre lo que es “sostenibilidad”, y mucho menos sobre cómo evaluarla**. De aquí que la definición de “grado de sostenibilidad” sea muchísimo más compleja que la de “grado de inversión”. ¿Qué calificaciones usar?

En estas circunstancias es prácticamente imposible encontrar una solución que sea consensuable. Pero ello no obsta para que se pongan a prueba algunos esquemas, y a medida que se desarrolle la experiencia se pueda tender a algún acuerdo generalmente aceptable.

Una posibilidad sería que se cree **una organización independiente, que califique, de acuerdo con una metodología previamente acordada por representantes de la industria de la inversión responsable** (incluyendo los que desarrollan los principios de emisiones de bonos y deuda, BVSS y BLS), para una tipología de empresas. Pero, a corto plazo, es en efecto una utopía. La industria de la preparación de información, diseminación y calificación es muy extensa, poderosa y no regulada como para ceder ese poder. No es lo mismo que **con las calificaciones de crédito, que ya nacieron como un cuasi-monopolio de calificadores**, regulado por comisiones de valores.

Mientras tanto, esa organización independiente podría utilizar las instituciones existentes y seleccionar, digamos, **las diez mayores calificadoras, de acuerdo con su volumen de calificaciones (u otros criterios), recalibrar sus calificaciones con base en una escala de 0 a 100 y hacer un promedio. Se establecería un mínimo para acceder al grado de sostenibilidad, digamos de 70** (aunque sería necesario hacer pruebas de validación para llegar a un número, lo que para crédito es una calificación BBB o Baa3). Sería imperfecta una solución a mediano plazo, pero por lo menos ninguna de las calificadoras sería dominante, incluiría diferentes modelos de sostenibilidad (entre las 10 habrá un denominador común), **y las empresas no podrían explotar el sistema**, no podrían influenciarlas a todas.

Solución imperfecta, pero mejor que lo que (no) hay ahora, donde una empresa con elevados grados de irresponsabilidad puede emitir BVSS y BLS.

VI. ¿Ingenuidad, conspiración o indiferencia en la inversión responsable?

¿La industria de la inversión responsable es la que participa en estas emisiones ingenuas? Seguramente no, sabe lo que hace.

Entonces, ¿esta industria es indiferente? Posiblemente le convenga hacerse la vista gorda. La mayoría de los participantes se benefician de estas emisiones, los consultores, evaluadores y calificadores cobran tarifas, la banca de inversión y las instituciones de corretaje cobran comisiones, los administradores de fondos de inversión reciben sueldos y comisiones, y los emisores pueden obtener descuentos en sus tasas de interés (el llamado *greenium*) y mejorar su reputación. **Son muchos a los que les conviene la expansión de este mercado.**

Entonces, ¿esta industria es parte de una conspiración? Implícitamente sí. Por las razones recién expuestas, puede ser que haya una conspiración, que a lo mejor no es explícita, pero que a sabiendas de que todos se benefician, **lo mejor es “no agitar el gallinero”.** Les basta con poder decir que se cumple con las (imperfectas) taxonomías y principios, y todos estamos a salvo.

Y para demostrar esto, es de notar que el bono de JBS tuvo una **demanda de 4,8 veces su monto**, sin necesidad de promocionarlo (*roadshows*) y sin cuestionar sus credenciales de sostenibilidad. **¿Ingenuidad, conspiración o indiferencia?**

VII. ¿Cómo mejorar el sistema?

No solo deben hacerse críticas al sistema, lo cual es fácil, hay que ofrecer soluciones, lo que es poco común. **Estas son nuestras propuestas de mejora:**

1. **Los recursos de los BLS deberían destinarse directamente al logro de las metas**, como si fuera un proyecto, como se hace en el caso de los BVSS.
2. **Hay que cubrir deficiencias en los compromisos**, por lo que las metas deben constituir **una parte material del impacto de la empresa o proyecto.**
3. **En el caso de emisiones de bonos por empresas, estas deben contar con una calificación global de sostenibilidad mínima, alcanzar el “grado de sostenibilidad”.** En el caso de emisiones por parte de nuevos proyectos, sin trayectoria de sostenibilidad, se basarían en los logros propuestos, que deben ser revisados periódicamente.
4. **Y si durante la vigencia del bono se pierde el “grado de sostenibilidad” de la empresa como un todo, o del proyecto, se revisarán las tasas de intereses**, no solo si se incumplen los objetivos de la emisión, como es ahora.

Es cierto que muchas de estas iniciativas (BVSS, BLS, taxonomías, etc.) pretenden mejorar la sostenibilidad de los que no son sostenibles (“*no son los sanos los que necesitan médico, sino los enfermos*”), pero en una época de creciente interés y presión por la sostenibilidad, se recurre al abuso, al *greenwashing*. El caso de JBS es paradigmático.

La industria de la inversión responsable no puede participar en empresas irresponsables, por el hecho de que se arrepientan de un pecado venial, cometiendo pecados mortales.

¿Se le puede generar la aureola de sostenibilidad a una empresa por emitir un bono ligado a la sostenibilidad, pero desligado de su responsabilidad? ¿Es responsable ser cómplice?

Y alguien sí reacciona: carnicerías en Europa deciden no vender la carne de JBS, el exportador de Brasil, acusándolos de deforestación del Amazonas. Verlo en <https://bit.ly/3qfORxh>.

Capítulo VII.2

Greenwashing a lo grande

El *greenwashing* en el “financiamiento sostenible” (sí, entre comillas, ya veremos por qué) se está haciendo cada vez más creativo. En este capítulo analizamos dos de estos casos. El primero se refiere a una transacción “novedosa” (debe ser otra de la “primeras”, y no creo que se repita) de recompra de acciones por parte de Terna (transmisión eléctrica en Italia), y el segundo, a una emisión de deuda (que debe ser la mayor del mundo), por parte de Teva (farmacéutica en Israel), **ambas “ligadas” a la sostenibilidad.**

I. Greenwashing a lo grande I: recompra de acciones

1. ¿Por qué recomprar las acciones?

¿Por qué las empresas recompran sus acciones en los mercados de valores? Primero, porque es una manera casi automática de **aumentar el precio de las acciones**, ya que al reducir el número de ellas en el mercado, el valor de la empresa, la torta, se reparte entre menos pedazos, cada uno más grande, con mayor valor. Ello hace aumentar las bonificaciones presentes y futuras de los dirigentes. En teoría, ello no debería ocurrir, ya que **el tamaño de la torta se ha reducido** en los millones de efectivo que se han utilizado para recomprar las acciones, pero en la práctica los mercados no lo incorporan en su totalidad. Quizá por el argumento que comentamos a continuación.

En un gran número de casos, la empresa actúa como un inversionista más, y las compran porque **creen que sus acciones están subvaloradas y quieren aprovechar las ganancias futuras que representaría una subida de su precio.** A lo mejor saben que sus perspectivas de ganancias son mejores de lo que creen los mercados y creen que, en efecto, subirán de precio. La recompra puede “darle información” a los demás inversionistas que comprarán las acciones sobre estas expectativas y, en efecto, harán subir el precio de la acción. Profecía autocumplida. Negocio redondo. Aumento de bonificaciones.

Otras veces las empresas compran sus propias acciones porque creen que es **una mejor inversión, con mayor rendimiento, que invertir sus ganancias en el mismo negocio** o en expansiones a otros negocios. También es posible que las recompren para eventualmente usarlas en sus **planes de compensaciones a los dirigentes**, como es el caso que comentamos de la empresa Terna, o para usarlas con el fin de pagar dividendos en acciones en el futuro.

Sea como sea, estas recompras son muy criticadas por algunos sectores, con el argumento de que **la responsabilidad de la empresa ante la sociedad es invertir en**

actividades reales, para así contribuir a la prosperidad y a la creación de empleo, y no reducir su tamaño para el beneficio de unos pocos. Pero cada empresa mira sus intereses y no lo que conviene a la sociedad^{1,2}.

2. El caso de Terna

Terna es una empresa italiana de transmisión de energía eléctrica, que cotiza en el *Mercato Telematico Azionario*, operado por *Borsa Italiana*. Es la mayor empresa de transmisión de Europa y la sexta del mundo, y tiene algunas operaciones fuera de Italia, en Brasil, Uruguay, Perú y Chile. En mayo del 2021 anunció la recompra de hasta 10 millones de euros de su capital, cerca del 0,1 %. La magnitud de la operación es **muy modesta para tener un impacto sobre el valor de las acciones** (ver el contraste con el caso del BBVA, descrito en la nota al pie 2). Se hace la recompra para repartirlas en bonificaciones a los dirigentes.

La recompra de las acciones se anuncia como una **“recompra ligada a la sostenibilidad”**. [Terna: Launch of ESG-Linked Share Buyback Programme to Service Performance Share Plan 2021-2025](#). La empresa es la mejor calificada entre las empresas de servicios públicos de electricidad por S&P Global, los evaluadores para el *Dow Jones Sustainability Index*.

La operación de recompra fue realizada por Exane BNP Paribas, de forma independiente a la empresa. Según el comunicado de prensa: *“En línea con el compromiso de Terna con la sostenibilidad y la responsabilidad social y ambiental, el programa de recompra involucra un mecanismo basado en bonificaciones y penalizaciones ligadas al cumplimiento de objetivos específicos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG)”* (énfasis añadido).

La operación se completó entre el 31 de mayo y el 23 de junio del 2021, comprando todas las acciones en 18 días. ¿Cómo se logran los objetivos de sostenibilidad que permiten ejecutar el programa en 18 días? La única información de que se dispone en sus sitios, es que el compromiso es con el “mejoramiento de áreas verdes” (*“greening”*) en Italia. **No se presenta relación alguna entre recursos destinados a la recompra y los aplicados a este “greening”**. Tampoco produjeron un esquema de recompra que muestre el nexo con la sostenibilidad, ni se rigen por principios, como es el caso de los bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad.

1. En *Valor compartido o valor extraído: el caso de Nestlé... y de otras empresas*, capítulo V.6 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, analizábamos el caso de empresas que prefieren invertir en sus propias acciones, en vez de invertir en actividades productivas que podrían contribuir a la sostenibilidad. El artículo [How Stock Buybacks Undermine Sustainable Prosperity](#) incluye un análisis más exhaustivo, desde el punto de vista capitalista. Y el artículo [Who Is Watching Wall Street?](#) lo hace con un sesgo socialista.

2. El BBVA anunció, en octubre del 2021, una recompra de sus acciones por 3500 millones de euros sobre los próximos doce meses, el 10 % de su capital. Las acciones subieron casi 7,5 % con el anuncio, unos 2800 millones de euros (**BBVA sube un 7,46 % tras anunciar recompras de acciones por hasta 3500 millones**). Es la mayor operación de recompra de acciones realizada por un banco europeo. En el anuncio de la recompra, el consejero delegado dice que *“la gran fortaleza del capital nos permite seguir creciendo e incrementar la remuneración a nuestros accionistas”*. No es lugar para analizar la estrategia del BBVA, que involucra más inversiones y desinversiones, pero lo cierto es que al mismo tiempo implementa un ERE con más de 3000 empleados y anuncia una donación de euros 550 millones a obras sociales en los próximos cinco años. Ha invertido euros 91,4 millones en programas de educación financiera sobre los últimos 12 años (tres euros por persona educada). **BBVA invierte 91,4 millones en programas de educación financiera**. ¿Hay una desconexión entre la responsabilidad social del BBVA y su operatoria financiera?

Según el *Performance Share Plan 2021-2025*, son acciones que se compran para repartir como bonificaciones a los directivos en caso de cumplir ciertas metas. **En este caso no hay relación entre la recompra y la sostenibilidad, aunque tengan remuneraciones ligadas a la sostenibilidad. Pero son dos cosas separadas.** Una es la recompra de acciones en el mercado para ingresarlas en tesorería, y la otra es usar acciones en tesorería para pagar una parte de la remuneración variable. Es como si dijeran que una transferencia de fondos a sus cuentas bancarias para pagar a esos dirigentes es una “transferencia ligada a la sostenibilidad”.

En la empresa, la remuneración variable está determinada mayormente por el logro de objetivos financieros, 80 %, y un 20 % a la calificación que la empresa obtenga en el índice *Dow Jones Sustainability Index*. No es de extrañar, entonces, que la empresa esté calificada en el tope de su sector. Los incentivos a la dirigencia son los de hacer una gestión destinada a mejorar las calificaciones de los 23 indicadores que se evalúan para el índice, que no es lo mismo que gestionar para lograr la sostenibilidad de la empresa³.

El índice utiliza **indicadores y pesos genéricos**, con alguna especificidad por sector industrial, para calcular la calificación, pero **no tiene en cuenta lo que es material para la empresa, las necesidades, el contexto en que opera o el impacto de y sobre sus *stakeholders* materiales. Puede haber una relación indirecta entre calificación en el índice y lo que debe ser la sostenibilidad de la empresa, pero es circunstancial⁴.**

El nexo de las remuneraciones variables con la pertenencia o *ranking* en un índice es considerado una mala práctica en las remuneraciones ligadas a la sostenibilidad, porque ello no afecta la sostenibilidad de la empresa en su realidad y distorsiona las prioridades de su gestión⁵.

La utilización de este indicador en la remuneración variable refleja, no un interés por la sostenibilidad, sino todo lo contrario, una indiferencia (en buen italiano: *menefregismo*) al tomar algo tan fácil y tan irrelevante como la calificación en un índice, **para no tener que hacer los esfuerzos para determinar lo que es sostenibilidad para ella, cuáles son sus *stakeholders* materiales y desarrollar los indicadores que reflejen sus prioridades.** Ahora sus **prioridades reveladas** son de que sostenibilidad es estar alto en el índice Dow Jones, aparecer como responsable. ***Greenwashing alla grande*** (en buen italiano).

Es un círculo vicioso, la calificación en el Dow Jones está gestionada por la empresa, vía los incentivos a la dirigencia, vía las bonificaciones.

3. Para las empresas de servicios públicos en electricidad utilizan 11 indicadores en G, Gobernanza y aspectos económicos (47 %); 4 en A, medioambiente (11 %), y 8 en S, aspectos sociales (42 %).

4. Ver la discusión sobre las deficiencias en estos índices en el capítulo VI.4 de este volumen *¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?* y en *¿Es conveniente para una empresa pertenecer a un índice de sostenibilidad?*, capítulo V.5 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

5. Ver la amplia discusión en la cuarta parte de este volumen, *Remuneraciones ligadas a la sostenibilidad*.

El impacto sobre la sostenibilidad de esta operación de recompra de acciones es nulo, y el impacto de las remuneraciones en la sostenibilidad de la empresa es muy indirecto y casual.

Y esto me recuerda una conversación que escuché en una empresa mediana, entre el director de RSE y el consejero delegado, cuando aquel le presentaba una estrategia de sostenibilidad, resultado de extensas consultas internas y externas con los *stakeholders*, y le pedía autorización para seguir adelante. El consejero le dijo: “*Primero averigua qué cosas tiene que hacer la empresa para aumentar la puntuación y ganar el ‘Premio ABCD a la Sostenibilidad Empresarial’, y después veremos si es compatible con tu estrategia*”.

II. *Greenwashing* a lo grande II: emisión de bonos ligados a la sostenibilidad

Continuando nuestra campaña de destacar el *greenwashing* en el “financiamiento sostenible” (sí, entre comillas), en este artículo, en dos partes, analizamos dos transacciones financieras “ligadas a la sostenibilidad”, que están cerca de la cima del *greenwashing*. En el primero analizábamos una transacción (debe ser otra de las “primeras”⁶) de [recompra de acciones por parte de Terna](#), una empresa de transmisión eléctrica, localizada en Italia. En este analizamos la **mayor emisión del mundo ligada a la sostenibilidad y la primera (otra “primera”) por una farmacéutica**, por parte de [Teva](#).

1. Emisión de bonos ligada a la sostenibilidad

Teva es una empresa multinacional farmacéutica, fundada en 1901, con sede en Israel y laboratorios y oficinas en EE. UU., Canadá, Australia y varios países europeos y de Latinoamérica. Tiene una cartera de 3500 productos, entre genéricos, especializados y de consumo general. **Cerca de 200 millones de personas en 60 países toman una medicina de Teva cada día** (por esta investigación he descubierto que tomo por lo menos dos de sus medicinas). **Tiene ingresos anuales de más de US\$16 000 millones. Y el lector posiblemente nunca ha oído hablar de la empresa.** En noviembre del 2021, dos de sus tres subsidiarias financieras en los Países Bajos, *Teva Pharmaceutical Finance Netherlands* (tiene tres más con sede en EE. UU.) (¿por qué hizo la emisión una subsidiaria en los Países Bajos?⁷), hicieron una emisión de cuatro bonos ligados a la sostenibilidad por US\$4000 millones, pero que, **ante la gran demanda, subió el precio (bajo el costo de la emisión) y su monto fue elevado a US\$5000 millones**⁸. Los bonos tienen vencimientos de 5,5 y 8,5 años, en el 2007 y el 2030, respectivamente, con una parte denominada en euros y una en dólares. **Son redimibles, antes de su vencimiento**, cuando la empresa lo considere conveniente.

6. Ver el capítulo VII.5 de este volumen, *El bono ligado a la sostenibilidad más innovador del mundo: el mío*, sobre la infinidad de “primeras” transacciones financieras sostenibles.

7. No tenemos la respuesta precisa, pero en *Eludir y evadir impuestos: ¿hasta dónde llega la irresponsabilidad empresarial?*, capítulo V.3 del volumen IV de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, comentábamos que las regulaciones en ese país facilitan la elusión fiscal.

8. Técnicamente son “notas”, bonos a mediano plazo.

2. ¿Impacto sobre la sostenibilidad?

a. Compromisos

El nexo con la sostenibilidad, según el [Prospecto de la emisión de bonos](#) presentado a la Comisión de Valores y Mercados de los EE. UU., es el siguiente:

- **Indicador 1.a. Aumentar el número acumulado de solicitudes regulatorias** en seis áreas terapéuticas en un 150 % para el año 2026, comprado con la base 2017-2020.
- **Indicador 1.b. Mejorar el acceso a las medicinas** “donadas o vendidas en licitaciones de salud pública” a países de ingresos bajos y medios en un 150 %, comparado con las dosis que se suministraron en el 2020.
- **Indicador 2.a. Reducción de las emisiones** de gases de efecto invernadero (GEI) en un 25 % para el 2025, sobre la base del 2019.

b. Penalizaciones por incumplimiento

El cumplimiento de estos compromisos será verificado en mayo del 2026. El costo de la deuda aumentará en 0,15 % por cada objetivo no logrado en los bonos de 5,5 años, y en 0,125 % a partir de noviembre del 2026, hasta su vencimiento para los otros dos bonos.

[El esquema de la emisión](#), uno de los **más completos** que he analizado, incluye más detalles sobre sus compromisos en responsabilidad social ambiental y gobernanza, aunque solo los tres mencionados antes afectan la penalización en el costo de la deuda.

Es de notar que la penalización aplicará por un corto periodo de tiempo, y se puede evitar si Teva redime la deuda antes. En todo caso, el costo adicional se ha estimado del orden de US\$12,5 millones anuales para una emisión de US\$5000 millones⁹.

3. Impacto de los compromisos

En el caso del compromiso 1.a de las solicitudes regulatorias, la obligación es equivalente a presentar 65 solicitudes antes del 2025 (en los cuatro años de la base 2017-2020 presentaron 26); el **compromiso es de presentarlas, ya que no pueden comprometerse a su aprobación, que está fuera de su control**. En principio parece razonable, pero en la evaluación del cumplimiento se debería considerar **la legitimidad de las propuestas**, ya que, en teoría, se pueden emitir a voluntad para cumplir con la meta, aunque tengan poca probabilidad de ser aprobadas.

El objetivo de un 150 % de incremento en la donación y venta a la salud pública de sus productos en seis áreas terapéuticas, a países de ingresos bajos y medios, **equivale a un crecimiento del 17 % anual sobre los seis años**. Pasarían de 500 000 dosis en el año 2020 a 1,25 millones de dosis en el 2026 (o sea, el 0,0015 % de la producción anual de la empresa, de [85 000 millones de tabletas y cápsulas al año](#))¹⁰. Los países elegibles,

⁹. Según el artículo [Investors question green tint of Teva's \\$5bn sustainability bond](#), en el *Financial Times* (disponible solo con suscripción).

¹⁰. Estos números son muy extraños y es posible que “dosis” no sea comparable a “tabletas y cápsulas”.

según el apéndice 1 del esquema de emisión (usan la definición del Banco Mundial), son 137, e incluyen a China, Rusia y a todos los países de América Latina, por lo que no parece un objetivo que requiere grandes esfuerzos, sino una estrategia de diversificación del mercado.

No especifican las proporciones entre donaciones y ventas a la salud pública. Tampoco se puede saber cuántas de estas metas se pretendía lograr, independientemente de las emisiones de los bonos, **o sea, si son compromisos incrementales a la emisión.** En este caso hay que tener en cuenta que el hecho de **que las medicinas se donen no quiere decir que lleguen a los beneficiarios y tengan impacto.** Puede ser más barato donarlas, como sea, que pagar la penalización en la tasa de interés. La evaluación también debería tomar en cuenta este aspecto.

Los objetivos de reducción de emisiones son modestos para una empresa que no es intensiva en consumo energético, y una emisión de bonos de esta envergadura no parece muy difícil de lograr. Es menos del 5 % anual de reducción¹¹. ¿Y esto es un aspecto material para sus stakeholders?

La **segunda opinión**, que fue emitida por ISS ESG, evalúa los compromisos que hace la empresa en cuanto a su relevancia, consistencia con la estrategia, materialidad, posibilidad de su medición (ámbito, *benchmarks*, cuantificación y verificabilidad) y la ambición. En todos los casos lo encuentran todo razonable. En el caso de las metas 1.a y 1.b, que son específicas para la industria farmacéutica, ISS ESG se remite a **otra segunda opinión que la empresa pidió a la [Access to Medicine Foundation](#)** (algo inusual), en la que esta dice que las metas “*son ambiciosas*”, y ofrece una serie de sugerencias y advertencias.

4. *Greenwashing*

Aun si se pudiera demostrar que estas actividades son incrementales y tienen impacto, llevadas a cabo como consecuencia de las emisiones de bonos, **estos compromisos con la sostenibilidad palidecen comparados con su monto de US\$5000 millones.** Los recursos serán destinados al retiro de deuda existente y el remanente, si lo hubiere, para cubrir las necesidades generales de la empresa. Los recursos **NO** serán utilizados para financiar actividades relacionadas con la sostenibilidad de la empresa. Es una operación puramente de refinanciamiento, bajo el paraguas de “*ligada a la sostenibilidad*”. Ni siquiera los ahorros en el costo del financiamiento se dedicarán a estas actividades.

Y Teva aceptó una multa de US\$4500 millones (!) por su papel en la propagación de la epidemia de opioides¹².

***Greenwashing* a lo grande.**

11. La Agencia Internacional de la Energía estima que, en ese mismo periodo, la producción de energía renovable aumentará en un 60 %.

12. Ver Teva, [Reaches Tentative \\$4.25 Billion Settlement Over Opioids](#).

III. ¿Financiamiento “sostenible”?

Es entendible que las empresas emitan este tipo de bonos, ya que con ello mejoran su reputación y reducen el costo de su financiamiento. Teva hasta tuvo un exceso de demanda por los bonos. **Buena estrategia financiera.** Lo que resulta decepcionante es ver cómo el mercado de las inversiones responsables lo acepta con beneplácito. Es una demostración de que **muchos “inversionistas responsables” (de nuevo entre comillas) también practican el *greenwashing*, lo que importa es la etiqueta.** Aunque es explicable, pero no justificable, por los beneficios para esa industria en forma de mayores comisiones. **Es una conspiración tácita. Favor con favor se paga.**

Aunque hay que destacar que esta emisión sí ha llamado la atención de algunos inversionistas responsables, que **la han denunciado y la han declarado no apta para sus carteras responsables.** A veces hace falta un caso flagrante para estimular la reacción y dar el ejemplo¹³.

Lamentablemente, la tendencia es hacia el abuso de las debilidades de los principios de las emisiones de los bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad. Antes se hacía el bien como parte de su responsabilidad ante la sociedad. Ahora lo hacen, pero quieren menores tasas de interés y mejor reputación con emisiones que tienen **muy poco impacto sobre la sostenibilidad.**

La tendencia es preocupante. Ahora todo el financiamiento será “sostenible”, con **poco impacto incremental.** Las empresas que reciclan emitirán un bono verde, las que pagan sueldos justos emitirán un bono social, las que compran sus insumos con *fair trade* emitirán un bono sostenible y las que no puedan justificarlo con esto, emitirán bonos ligados a la sostenibilidad, con algunas metas de poca relevancia¹⁴. **Todo esto retirando los bonos tradicionales de su balance general.**

El “financiamiento sostenible” se está convirtiendo en un instrumento para mejorar la situación financiera de la empresa, no para promover la sostenibilidad.

¿Y cómo podemos paliar este *greenwashing*? Ver mi análisis de las debilidades de los bonos verdes, sociales, sostenibles y ligados a la sostenibilidad, y mi propuesta de un nuevo instrumento financiero, en [¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?](#)¹⁵.

13. Ver nota al pie de página número 9.

14. Ver el caso paradigmático de la multinacional brasileña JBS, en el capítulo VII.1 de este volumen, *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*

15. Capítulo VIII.8 de este volumen.

Capítulo VII.3

Emisión de bonos sostenibles por Ford: lo bueno, lo malo y lo feo

Con ocasión del 5.º aniversario del Acuerdo de París y en la cumbre del COP26, **Ford anunció una [serie de compromisos](#)**, incluyendo la neutralidad en carbono para el año 2050 y un esquema de financiamiento sostenible que incorpora actividades ambientales (producción limpia y vehículos más sostenibles) y sociales (desarrollo comunitario y atención de segmentos menos favorecidos o discriminados).

En este capítulo analizamos la emisión, con el **objetivo de extraer lecciones** que permitan analizar otras emisiones, ya que contiene aspectos muy ilustrativos, y no por el interés en esta emisión en particular.

I. Emisión de bonos sostenibles y programa de refinanciamiento de deuda

Para financiar el programa ambiental y social, Ford emitirá inicialmente **US\$2500 millones en bonos, que pueden ser verdes, sociales o sostenibles**, de acuerdo con los Principios de Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles del *International Capital Markets Association* (ICMA). La Segunda Opinión (SO) (la certificación del cumplimiento del esquema con los principios) fue emitida por Vigeo Eiris y calificada con su mayor nivel de “avanzada” (no todos los emisores de SO califican la operación)¹.

Paralelamente, Ford **ha anunciado que recomprará hasta US\$5000 millones de sus instrumentos de deuda tradicionales, en circulación**, con el objeto de “fortalecer su posición financiera y mejorar la flexibilidad del financiamiento, y regresar a una calificación crediticia de nivel de inversiones”. O sea, abaratar su costo de endeudamiento. Ahora sus instrumentos de deuda no son elegibles para muchos inversionistas, por el elevado grado de riesgo crediticio.

En el **prospecto de la emisión (legalmente vinculante)**, presentado a la Comisión de Valores y Mercados de EE. UU., dice sobre el objeto de la emisión:

*Nosotros, o nuestras empresas afiliadas, usaremos los recursos netos de la venta de los valores, para financiar nuestras necesidades en general, a menos que lo especifiquemos en los prospectos de la emisión. **Si pretendemos utilizar los***

1. Para mayores detalles sobre todo este proceso de emisiones, sus ventajas y potenciales debilidades, ver [Mis dieciséis artículos sobre financiamiento sostenible](#).

recursos para refinanciar deuda existente, proporcionaremos detalles sobre la deuda que será retirada (énfasis añadido).

En el suplemento, el objeto es más explícito, pero igualmente flexible. Dice:

*Una cantidad igual a los recursos netos de cada emisión del financiamiento sostenible se usará para **financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad**, proyectos, activos o actividades verdes y/o sociales.*

Y en el **esquema de financiamiento sostenible (no vinculante)**, que guiará las emisiones de bonos, es todavía más explícito en cuanto al refinanciamiento:

*Esperamos comunicar nuestras expectativas en cuanto a la división de los recursos en los proyectos elegibles entre los **nuevos y en ejecución** antes de cada emisión.*

*Los proyectos habrán comenzado no más de **24 meses antes de la fecha de emisión de la deuda relacionada con su financiamiento**. Es la intención de Ford y Ford Credit, de asignar los recursos netos dentro de los 24 meses siguientes a su emisión.*

Las actividades elegibles estarán en cuatro categorías: (1) Producción limpia; (2) Transporte limpio; (3) Mejorar la calidad de vida, y (4) Desarrollo comunitario. Se puede suponer que los recursos asignados a las dos primeras serán muy, muy superiores a los asignados a las dos segundas.

II. ¿Bonos sostenibles para el refinanciamiento? ¿Adicionalidad?

No se puede afirmar con certeza qué parte de los recursos se utilizarán para el refinanciamiento de deuda existente, ya que la empresa no lo revela y solo deja abierta la posibilidad. No obstante, analizando los documentos y la situación financiera de Ford, hay indicios de que es probable lo siguiente²:

- **Emitieron instrumentos de deuda en los dos últimos años** por US\$8000 millones en notas no garantizadas (bonos a corto plazo) en el 2020, y US\$2300 millones en notas convertibles en acciones en el 2021.
- El prospecto de la emisión de bonos sostenibles dice que “*los recursos de cada emisión serán utilizados para financiar o **refinanciar, en todo o en parte**, proyectos, actividades e iniciativas verdes o sociales, nuevos o **ya existentes**” (énfasis añadido).*
- El esquema de financiamiento dice que “*la empresa informará sobre la división **entre nuevo y ya existente** en cada emisión*”, o sea que espera utilizarlos para actividades en marcha ya financiadas.

² Algunos medios dicen que la emisión de bonos verdes es para retirar la deuda más cara. **Ford to retire \$5 billion in high-interest debt, issue green bonds**. Personalmente, no creo que Ford anunciase el nexo directo de antemano, pues se abriría a críticas (legítimas).

- Adicionalmente, dice que “los proyectos a refinanciar deberán haberse iniciado en los **últimos 24 meses**”, periodo que coincide con las recientes emisiones de deuda, más costosas que la que se espera emitir.
- La oferta de recompra de la deuda **se hace al mismo tiempo** que la publicación del esquema de financiamiento sostenible.

Con base en estas informaciones, **creemos que, en efecto, los recursos de las emisiones de bonos verdes, sociales o sostenibles serán utilizados para refinanciar la deuda existente**, vía la recompra de las notas, en general, o el refinanciamiento de proyectos existentes, en particular.

Si así fuese, no todos los recursos de las emisiones resultarán en un financiamiento adicional para actividades que contribuirán a la sostenibilidad del planeta, algunos serán reemplazo³. Lo que probablemente suceda es que los inversionistas compren los bonos sostenibles a Ford, y con los recursos obtenidos la empresa puede recomprar en el mercado sus notas tradicionales a otros inversionistas (¡que pueden hasta ser los mismos!).

La impresión que suelen hacer estas emisiones, y lo que implícitamente se reporta en la prensa, **es que los recursos se destinan a financiar nuevas actividades de sostenibilidad, cuando, como veremos, no siempre es el caso.**

Lo único que habrá cambiado es que algunos inversionistas tendrán en sus carteras bonos con la denominación “verde”, “social” o “sostenible”, en vez de “indiferentes”. Esta operación es buena, mala y fea.

III. Lo bueno

Pero algo de bueno tiene. Los bonos que se retirarán solo son objeto de **escrutinio**, en el sentido estrictamente financiero, de la capacidad de repago por parte de la empresa. **En el caso de los bonos verdes, sociales y sostenibles, al haber sido emitidos bajo los principios del ICMA, deberán reportar públicamente en qué se han utilizado los recursos.** Pero también puede ser que el destino de los recursos sea el mismo que el de los viejos bonos retirados (que ya financiaban actividades relacionadas con la sostenibilidad), pero ahora habrá que reportarlo, **por lo que le añaden un elemento de rigor, y reduce la discrecionalidad en el uso de los recursos.** Deben usarse para lo indicado en el prospecto y en el esquema de la emisión. **Reafirma el compromiso de Ford con la sostenibilidad.**

IV. Lo malo

No todos los recursos se usarán para hacer nuevas contribuciones a la sostenibilidad. Pero con toda seguridad que esta emisión formará parte de

3. En *¿Legitimidad o greenwashing en la contribución de las empresas a los ODS?: criterios para discernir*, proponíamos criterios para establecer la legitimidad de la contribución de las empresas a los ODS, que también son válidos para el financiamiento sostenible.

las estadísticas de “nuevos” financiamientos para la sostenibilidad, aun cuando se hayan canalizado pocos de estos nuevos recursos a esos fines. Solo se sabrá cuánto es nuevo y cuánto es refinanciamiento cuando Ford lo reporte en sus informes de ejecución de las emisiones de los bonos, pero para ese momento solo algunos especialistas muy dedicados se enterarán.

Y no creo que nadie le reclame a Ford que ha utilizado los recursos para refinanciar. **Mientras tanto, Ford habrá aprovechado la demanda por bonos sostenibles, habrá mejorado su costo de financiamiento y habrá mejorado su reputación. Este es un ejemplo de lo poco confiables que son las estadísticas de financiamiento sostenible.** Y esto no es el caso solo en las emisiones para la recompra de deuda, **ocurre también en casos de emisiones de bonos sostenibles para nuevos proyectos**, que muchas veces no se dedican en su totalidad para actividades calificadas como sostenibles. De aquí viene la preocupación de la Unión Europea y su énfasis en la utilización de la [Taxonomía \(Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible\)](#), y su [propuesta para nuevos estándares para las emisiones de bonos verdes](#)⁴.

V. Lo feo

Lo feo es que creen (y tienen razón) que muchos inversionistas son indiferentes o no se enteran, les basta con la etiqueta. A buena parte de la industria del financiamiento sostenible le importa muy poco hilar tan fino, mientras ganen comisiones y se inflen las estadísticas. Y los inversionistas podrán alardear de que tienen inversiones responsables en sus carteras, aunque sus inversiones no hayan producido recursos adicionales (por lo menos no todos) para la sostenibilidad.

VI. ¿Greenwashing?

Dada la transparencia de la información presentada (por ahora), no se puede calificar de greenwashing. Es una utilización inteligente de las circunstancias que rodean la industria del financiamiento sostenible.

¿Se debería permitir la utilización de financiamiento sostenible para refinanciar deuda o financiar actividades ya en marcha? El suscrito cree que no. **Deberían ser parte de los principios de las emisiones que los recursos solo se pueden dedicar a financiar actividades incrementales, adicionales.**

4. Para un análisis más completo de esto, ver *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, el capítulo VIII.8 de este volumen.

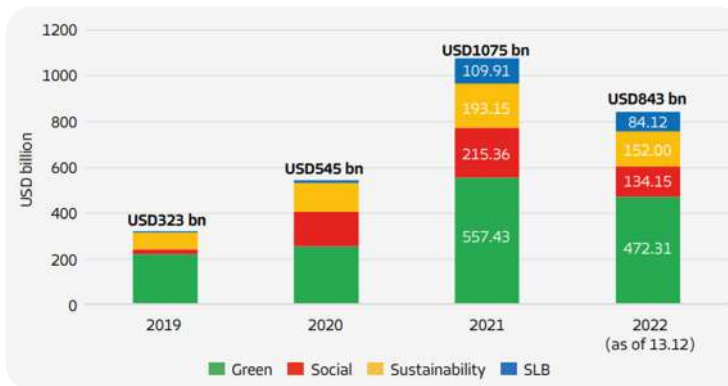
Capítulo VII.4

Financiamiento ligado a la sostenibilidad: un buen ejemplo

En el reciente decenio hemos visto una explosión en el financiamiento de proyectos sostenibles, sobre todo en las emisiones de Bonos Verdes, Sociales y de Sostenibilidad (BVSS), y en menor volumen los préstamos VSS. Pero en buena medida **estas emisiones de bonos tienen un impacto sobre la sostenibilidad dudoso y de difícil constatación.** En mayo del 2021 Acciona colocó un **paquete de préstamos sindicados con condiciones sobre su impacto, que dan mayor credibilidad a este tipo de financiamientos, razón por la que lo analizamos en este capítulo.**

I. Los precedentes

El financiamiento sostenible comenzó con el bono verde del Banco Europeo de Inversiones, emitido en el 2007, por US\$800 millones. El mercado se fue consolidando como nicho de mercado, con la publicación de los [Principios para la emisión de Bonos Verdes, Sociales y de Sostenibilidad](#) (BVSS) (emitidos en el 2014 y revisados en el 2018) por parte de la *International Capital Markets Association* (ICMA) e impulsado en buena parte por el Acuerdo de París sobre el cambio climático del 2015, los Objetivos de Desarrollo Sostenible, también de ese año 2015, y todo el mercado de servicios que se ha desarrollado a su alrededor, incluyendo en particular la industria de la inversión socialmente responsable (ISR) y todas las empresas e instituciones que la respaldan¹.



Source: ICMA based on Bloomberg Data - as of 13 December 2022

1. Ver los enemigos 3, 5 y 6 en *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, capítulo II.1 de este volumen.

En la última década el crecimiento ha sido elevado, como se aprecia en el gráfico, **pero este gran crecimiento enmascara la realidad de lo que realmente constituyen los bonos y los préstamos VSS**. Si bien muchas de las emisiones cumplen con los criterios de la ICMA, algunos acatan otros principios. Pero a pesar de los principios rectores, **hay muchos abusos y ligerezas, ya que se puede cumplir con los principios sin que los bonos tengan mucho impacto y que a veces estén basados en actividades que no son incrementales, sino redenumeraciones de actividades ya en marcha. El etiquetado no está sujeto a escrutinio riguroso** y depende de la credibilidad del emisor y de las instituciones de verificación que emiten la llamada “segunda opinión”, sobre el cumplimiento con los principios, y que verifican los eventuales informes de seguimiento².

Un buen ejemplo del contraste en el rigor en las emisiones son los bonos verdes emitidos por Alphabet (Google), **con rigor y adicionalidad** en los proyectos seleccionados y su seguimiento³, y por FEMSA de México, con **refinanciamiento de actividades pasadas, solo con alguna adicionalidad** y menos rigor en el reporte y seguimiento⁴.

La brevísimas discusión en esta sección no puede ser exhaustiva, solo pretende hacer algunos comentarios para poder **apreciar el contraste entre los BVSS y los bonos y préstamos ligados a la sostenibilidad, y apreciar las características del reciente financiamiento por parte de Acciona**, que comentamos más adelante⁵. **Aquí la palabra clave es “ligados”**. En el primer caso, las inversiones tienen objetivos, a veces muy generales, de sostenibilidad; en el segundo caso, tienen que lograr metas específicas.

II. Financiamientos ligados a sostenibilidad

Precisamente ante la falta de rigor de algunas emisiones de BVSS y la ligereza en su calificación como tales, es que la **Comisión Europea ha desarrollado una taxonomía, con el objeto de tipificar con mucho detalle lo que constituye una inversión sostenible** (la taxonomía se refiere a la parte ambiental de la sostenibilidad)⁶.

Adicionalmente, y para mejorar la posibilidad de impacto real, se ha desarrollado **una modalidad de bonos y préstamos ligados a la sostenibilidad y sus respectivos principios**. En estos financiamientos se adquieren compromisos vinculantes al logro de objetivos de sostenibilidad, no son solo la expresión de buenas intenciones, sin consecuencias, como en el caso de los bonos y préstamos VSS. **Los ligados a la sostenibilidad contienen alguna penalización o bonificación financiera por su logro**, además de que, por el hecho de tomar el financiamiento ligado a la sostenibilidad, la empresa pone su reputación sobre la mesa, ¡se comprometió!⁷.

2. Ver [Closing the gap between green bonds and green projects: Issuance vs. impact](#).

3. Ver [Alphabet \(Google\) emite un bono sostenible: ¿cuán sostenible?](#), capítulo V.8 del [volumen VI](#) de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

4. [El bono verde de Coca-Cola FEMSA: ¿pintado de verde?](#), capítulo III.6 del [volumen VI](#) de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

5. Para no entrar en detalles, recomendamos al lector ver [Mis treinta y dos artículos y un podcast sobre inversión responsable y financiamiento sostenible](#).

6. [Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance y EU Taxonomy Climate Delegated Act](#).

7. Pueden verse explicaciones de estos instrumentos en los documentos [Soaring on Success: The Growth of Sustainability Linked Loans](#) y [What are Sustainability Linked Loans \(SLLs\)](#), que si bien son promoción de los servicios de empresa de verificación que los publica, son didácticos y accesibles.

La misma ICMA ha desarrollado **principios más rigurosos para los bonos ligados a la sostenibilidad** ([Sustainability-Linked Bond Principles](#), junio del 2020), en complemento a los principios para los BVSS. Y la *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA) ha desarrollado **principios para los préstamos** ([Sustainability Linked Loan Principles \(SLLP\)](#), mayo del 2021).

En este caso, el seguimiento y control está incrustado en la emisión, no se encuentra limitado a la producción de informes escritos por la misma empresa con alguna aseguración parcial (bastante vaga) de una institución independiente, normalmente la misma que aseveró que cumple con los principios de BVSS. Hay que reportar los logros para acceder a las bonificaciones o recibir las penalizaciones. Y en el caso de los préstamos, esto es **controlado por las instituciones financieras que deben verificar el logro de los objetivos** comprometidos para aplicar los incentivos acordados.

Podemos hacer el contraste entre los bonos y préstamos VSS, y los ligados a la sostenibilidad, diciendo que los primeros son un **“financiamiento con el que se compromete a utilizar los recursos obtenidos en proyectos y actividades nuevas dedicadas a mejorar la sostenibilidad”**, y en el segundo caso son un **“financiamiento con el compromiso de lograr objetivos de sostenibilidad en las actividades normales de la empresa, sin comprometerse a utilizar los recursos obtenidos en hacerlo”**. En el primer caso las consecuencias de no lograrlo son más bien reputacionales, en tanto que en el segundo son financieras.

III. El financiamiento sostenible de Acciona

Acciona y Acciona Energía contrataron **financiamiento ligado a criterios ambientales, sociales y de gobernanza** (ASG, en inglés ESG) por €800 millones y €2500 millones, respectivamente. Participaron un sindicato de 23 bancos para crear la estructura financiera necesaria para la Oferta Pública de Venta de Acciones, y más adelante de Bonos y Pagarés (OPV, en inglés IPO) de la subsidiaria de energía renovable. Ello le permitirá a **Acciona Energía ser una empresa financiera y legalmente independiente de Acciona**, en cuanto complete el capital y sea listada en bolsa. En el sitio de Acciona se pueden encontrar [algunos detalles sobre el financiamiento](#) (aunque hay que pasar varios filtros de información legal para accederla). Y el diario [Cinco Días publicó un artículo sobre la OPV](#) y el financiamiento de la empresa. De manera muy significativa **no menciona para nada los aspectos de sostenibilidad de la OPV, lo que sí hacemos en este artículo, solo los puramente financieros**.

La característica distintiva y que les da credibilidad a sus aspectos de sostenibilidad es **que el costo del financiamiento está ligado al logro de criterios ASG**, de endeudamiento y de calificación de riesgo financiero. Ambos financiamientos están estructurados con la idea del **“doble impacto”**, no solamente ligado al logro de estos criterios, sino, además, por “primera vez en una operación de este tipo” (según dice la empresa, pero hay antecedentes), a la generación de impacto positivo.

Los criterios ASG incluyen el compromiso de Acciona Energía de que el 95 % de sus inversiones estarán alineadas con la taxonomía de la Unión Europea, para calificar actividades de bajas emisiones. Para el grupo Acciona, la meta es una **reducción del 60 % de las emisiones de gases de efecto invernadero**. Los

impactos positivos incluyen **conservación ambiental y el plantado de árboles**, para compensar sus emisiones, proveer **energía limpia a comunidades rurales aisladas y el entrenamiento de grupos vulnerables**.

Es de destacar, sin embargo, que el mismo negocio de Acciona Energía es una actividad de sostenibilidad, la producción de energía renovable, lo que sin duda facilita el logro de algunas de las metas, sobre todo las relacionadas con la taxonomía de la Unión Europea. **Sería un reto mucho mayor para una empresa manufacturera o de comercialización.**

IV. Contraste en la sostenibilidad entre los BVSS y los préstamos sindicados

Es interesante contrastar esta emisión de deuda con la **emisión de bonos ligados a la sostenibilidad** de ENEL, una empresa italiana de energía, también en su expansión hacia la energía renovable⁸. Como el caso de Acciona, tiene el **costo del financiamiento ligado a ciertos logros relacionados con la generación de energía renovable y apoyo a las comunidades, pero a diferencia de esta, ENEL podría lograr la meta con poco impacto adicional** (de hecho, se podría adquirir generación de energía renovable de terceros, sin que hubiera generación incremental). En cuanto al apoyo a la comunidad, expresado como **contribución a los ODS, es una falacia. Y es un bono de “propósito general”, o sea, para financiar las actividades normales de la empresa**, no para inversiones en proyectos predeterminados, como lo sería si fueran bonos emitidos de acuerdo con los principios de la *International Capital Markets Association*. **Sus bonos se emitieron según sus propios principios.**

Natura, la empresa líder en sostenibilidad en América Latina y la mayor empresa certificada como B-corp cotizada en bolsa, emitió un **bono ligado a la sostenibilidad** por un monto de US\$1000 millones. Los objetivos de sostenibilidad incluyen **la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en los tres alcances**: (1) directos bajo su control; (2) de su consumo energético, y (3) de su cadena de valor, incluyendo sus productos en un 13% y alcanzar un **25 % en el consumo de plásticos reciclados para sus empaques**, en el año 2026. Si no logra estos objetivos, deberá pagar 65 puntos básicos adicionales en intereses a partir de noviembre del 2027 (pasaría del 4,125% al 4,775%, que sobre US\$1000 millones son US\$6,5 millones anuales más). **Natura pagaría penalización por el no logro**⁹.

Y también es interesante el contrato con la emisión de bonos ligados a la sostenibilidad por parte de la empresa brasileña JBS, que analizamos en el capítulo VII.1 de este volumen, donde se puede constatar la generalizada irresponsabilidad de la empresa y la liviandad de los logros propuestos. **No todas las emisiones de BVSS y BLS, y los préstamos equivalentes, son rigurosos, depende de la responsabilidad del emisor y de los logros a los que se compromete.**

⁸. Analizábamos en detalle esta emisión en el artículo *Qué fácil es usar los ODS para el greenwashing*, capítulo III.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

⁹. En defensa de lo que parecen metas modestas, hay que destacar que son muy pocas las empresas que se comprometen con el alcance 3 de emisiones, la de cadena de valor y que el uso de plástico reciclado no es sencillo (hay una concepción equivocada de que todo plástico es reciclable, lo es solo una muy pequeña parte, y estos se degeneran después de dos o tres reciclajes).

El paquete de financiamiento de Acciona reduce la tasa de interés en el caso del logro de los criterios de sostenibilidad, lo que representa un incentivo positivo. En los casos mencionados de ENEL y Natura, se paga una penalización por el no logro, o sea, son penalizaciones, incentivos negativos. Y es interesante destacar que, en el caso de Acciona, son las instituciones financieras las que corren con el “costo” del logro, presumiblemente porque al lograr los objetivos se reduce el riesgo para estas instituciones.

Por otra parte, es de destacar algo que suele pasar inadvertido y que es importante para la credibilidad de las acciones de sostenibilidad en ambos casos, bonos y préstamos sindicados. **En el caso de los bonos, son adquiridos por millares de inversionistas, un grupo muy disperso, anónimo, ninguno de los cuales tiene el poder o interés en supervisar la ejecución sostenible de los proyectos**, solamente lo hace la empresa verificadora, que la misma empresa contrata para tal efecto. Y los coordinadores financieros de la emisión solo tienen interés indirecto, ya que la **penalización financiera, el mayor monto por intereses, lo reciben los tenedores de bonos**.

En el caso del financiamiento de Acciona y Acciona Energía, son préstamos **de 23 instituciones financieras, un grupo más concentrado, con dos de ellas encargadas de la coordinación en cada caso**, que tendrán más interés en la ejecución del proyecto, ya que, además, deben reducir sus intereses en caso de incumplimiento de las metas. **Tendrán un fuerte aliciente, ya que en este caso deben ofrecer un descuento sobre la tasa de interés. En el caso de ENEL y Natura, los tenedores de bonos reciben una prima.**

De cualquier manera, habrá que ver qué impacto real sobre la sostenibilidad tienen estos financiamientos. **Hasta ahora, en el financiamiento sostenible son todo promesas, todavía no se ha llegado a la etapa de evaluación del impacto**, y la constatación de ese impacto es una de las grandes deficiencias de estos financiamientos¹⁰.

10. Ver el artículo *What's the true impact of green bonds?*, y *Bonos verdes, sociales y sostenibles. Quinta parte: mejorando la legitimidad y el impacto*, capítulo VI.5 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Capítulo VII.5

El bono ligado a la sostenibilidad más innovador del mundo: el mío

Voy a ser el innovador de los innovadores en el mercado del financiamiento sostenible. Voy a emitir un “primer” bono ligado a la sostenibilidad.

El lector interesado en finanzas sostenibles habrá notado la avalancha de “primeros bonos verdes” por una empresa, “primeros bonos verdes” por un gobierno soberano, “primer bono ligado a la sostenibilidad”, “primer bono de sostenibilidad” por una institución financiera, “primera línea de crédito” ligada a la sostenibilidad por una automotriz, “primera emisión de acciones” ligada a la sostenibilidad, “primer préstamo verde”, “primera emisión” en América Latina o en España, “primera emisión de un bono social” de una municipalidad, “primera emisión” de un bono contra la discriminación, “primera emisión” de un bono para los ODS, “primera emisión” para el objetivo número 5 de los ODS, “primera emisión” un 29 de febrero, “primera emisión” en una isla desierta, “primera emisión” de un bono arcoíris, “primera emisión de un empresa cuyo nombre empieza con H”, **primera emisión, primera emisión... El lector se da una idea de la importancia (para el emisor) que tienen las “primeras emisiones”. ¡Hay que ser el primero... en algo!**

Y ahora, ¡la emisión más innovadora de todos los tiempos! Mi primer bono.

He decidido hacer la primera emisión de bonos ligados a la sostenibilidad en un vecindario, y la primera persona natural en hacerlo. Seré el primero; sin duda alguna, sentaré precedentes.

Emitiré un bono ligado a la sostenibilidad por US\$80 000, para comprarme el nuevo *Audi Q4 e-tron, sportback*; eléctrico, claro está.

Al ligarlo a la sostenibilidad, me comprometo a ahorrar anualmente 2000 kilos de CO₂ en emisiones, comparado con las emisiones actuales de mi coche, un BMW 328 GT del 2014. La tasa de interés será variable y comenzará con la tasa promedio para la adquisición de vehículos de la zona, con un *greeninun* (prima negativa) del 0,5 %, por ser para la adquisición de un vehículo verde (aunque espero que sea rojo). La tasa irá disminuyendo a medida que cumpla con la reducción de las emisiones. Por cada 100 kilos que ahorre se reducirá la tasa de interés en un punto básico (por ejemplo, pasaría de la inicial anual del 5,00 % al 4,80 % si cumplo con la meta de 2000 kilos ahorrados). Conduciré el coche mucho más de lo que lo hago ahora para ahorrar más emisiones y pagar menos intereses (similar a lo que hizo la emisión del “primer”

bono ligado al cumplimiento de los ODS de ENEL, al comprar una planta de renovables ya existente y así reducir sus emisiones, no las del mundo)¹.

Como el bono es emitido por una persona natural y no una jurídica, que lo suele garantizar vía su situación financiera general, este será garantizado por mis cuentas en Andorra.

También me comprometo a **cambiar el suministro de electricidad en mi casa a electricidad generada por fuentes renovables y cargar el coche solo en estaciones que usen esa electricidad**. Es de destacar que con esto voy más allá de mis compromisos en la emisión, ya que usaré energía renovable en el resto de mi consumo energético y no solo para el coche. **Espero que mis stakeholders me lo reconozcan** (especialmente mis niet@s). No tengo idea si el proveedor de mi casa genera electricidad vía fuentes renovables, pero entiendo que si la pago como renovable, la empresa debe comprarla en alguna parte como tal, aunque los electrones que yo consuma sean sucios. Lo que cuenta es el impacto incremental.

El bono tendrá un vencimiento de cinco años, que será pagadero en ese momento, cuando espero vender el coche para comprarme uno más eficiente y con mayor rango de batería (el bono no será amortizado periódicamente). **Como en esto de las finanzas sostenibles no se toman en cuenta las emisiones de la fabricación de los coches, ni de su disposición, no pasa nada, y lo puedo cambiar con frecuencia, sin que cuenten**.

La emisión se hará de acuerdo con los nuevos principios de bonos ligados a la sostenibilidad, del *International Capital Markets Association* (ICMA), y tendrá la requerida “segunda opinión” sobre **el cumplimiento con los principios, que elaborará mi hija, que de eso no sabe nada, pero sabe opinar, es creativa y escribe bien** (y así contribuiré al logro del ODS número 5, de igualdad de género, y al ODS número 21, de apoyo a la familia).

El cumplimiento anual y la reducción de la tasa será verificada por mí mismo, ya que soy un individuo confiable y los principios permiten que lo haga el emisor. No me conviene emitir el bono de acuerdo con los nuevos principios de bonos verdes de la Unión Europea, ya que estos piden verificación independiente por parte de verificadores certificados, y **tengo dudas de que en Bruselas me certifiquen**.

El documento del esquema de la emisión lo está elaborando una microempresa de publicidad (así contribuiré al ODS número 8, de trabajo decente y crecimiento económico), para que quede muy bonito y la gente se impresione con las fotos y no se moleste en leer la letra pequeña (les envié el modelo de Coca-Cola FEMSA²). **Tendrá muchas fotos** del coche, de mis *stakeholders* (mis niet@s, que son precios@s), del cargador en el garaje de mi casa y de cargadores de carretera y estacionamientos, cielos azules, plantas solares y molinos de generación. No será impreso, solo estará disponible de forma electrónica, y con ello contribuiré más todavía a evitar emisiones y ahorrar dinero.

1. *Qué fácil es usar los ODS para el greenwashing*, capítulo III.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

2. Ver el **esquema de la emisión de Coca-Cola FEMSA**.

Yo mismo gestionaré la emisión y su colocación, porque si lo hacen corredores, correrán detrás de sus comisiones, ignorando el impacto sobre el planeta. Me asesoré con un abogado amigo mío, que es mi vecino, pero que tiene residencia legal en la Islas Caimán, y así evitaremos problemas fiscales (no sé si los hay, pero es mejor curarse en salud). Y como todo lo haremos verbalmente, no habrá riesgo de **que periodistas (ir) responsables nos puedan abrir la caja de Pandora**³. **Le recuerdo al lector preocupado que el bono está ligado a la sostenibilidad, concepto que por ahora no cubre la elusión fiscal** (no es lo mismo elusión que evasión⁴). Además de que solo está ligado a las emisiones, y que los principios me permiten ser irresponsable en todo lo demás⁵. Y para los suspicaces... ¡no hay lavado de dinero!

Y para mayores créditos, **los recursos del bono se dedicarán, al 100%, a la reducción de emisiones**, no como muchos emisores, que los dedican a actividades tradicionales⁶ o solo a una pequeña parte de sus actividades de sostenibilidad.

En la próxima reunión de la asociación de vecinos, **que se celebrará en el club del vecindario, voy a hacer el road show correspondiente para presentar la emisión**. Espero transmitirla por internet para los que no puedan venir en persona (se requerirá el uso de mascarilla). Estoy ansioso de ver la demanda que tendrá el bono. Estoy seguro de que habrá una gran demanda, ya que **los vecinos están muy preocupados por las emisiones de CO₂ de mi coche cuando me paseo por el vecindario**. En función de esa sobredemanda, cada vecino solo podrá adquirir un máximo de US\$2000.

Reservaré un número de bonos para mis lectores, por si están interesados en comprar alguno, y así poder decir, además, que es el “primer bono ligado a la sostenibilidad comprado por lectores”.

Y todos mis inversores podrán decir que invierten en valores ASG (legítimos, sin greenwashing) y que han contribuido al logro de los ODS, inclusive a uno que no está entre los 17.

P. S.: Y si alguno se me adelanta y emite un “bono personal, de vecindario, ligado a la sostenibilidad”, por favor, denominarlo “segundo” y darme crédito por la idea.

3. ¿Recuerdan la diseminación de los “Papeles de Pandora”?

4. Ver *Eludir y evadir impuestos: ¿hasta dónde llega la irresponsabilidad empresarial?*, capítulo II.7 del **volumen III** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

5. Para ver cómo se emite un bono ligado a la sostenibilidad con mucho *greenwashing* e irresponsabilidad, ver *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, capítulo VII.1 de este volumen.

6. Ver nota al pie número 1.

**Octava parte:
Inversiones
responsables**

08

Octava parte: Inversiones responsables

Esta octava parte es la más extensa del libro y consta de doce capítulos sobre inversiones responsables, que, con los cinco capítulos de la parte anterior, sobre financiamiento sostenible, completan el papel de los mercados financieros y de capitales en el logro de la sostenibilidad empresarial. Los capítulos de esta sección cubren una gran variedad de temas, pero con un objetivo común: la mejora del impacto de los recursos financieros. Contiene tres mensajes, que se repiten en varios de los capítulos: (1) las deficiencias de las calificaciones de sostenibilidad para guiar las operaciones en estos mercados; (2) las deficiencias en el uso de criterios ASG para conformar fondos de inversión responsables, y (3) la necesidad de distinguir entre recursos financieros disponibles directamente para las empresas y proyectos para mejorar la sostenibilidad de los recursos que se transan en estos mercados entre participantes, que tienen, como mucho, un impacto indirecto.

El primer capítulo, *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*, analiza el caso de la remoción del presidente del consejo y consejero delegado (presidente) de la empresa, constituida como *enterprise a mission* (sociedad de beneficio e interés común), como resultado de las presiones de un grupo de inversionistas activistas, los cuales alegan que las prioridades de la empresa en temas de sostenibilidad empresarial atentaban contra su rentabilidad. Hace un análisis de los conflictos entre responsabilidad y rentabilidad, y las dificultades de cotizar en bolsas de valores como empresas responsables.

El segundo capítulo, *¿Y si el greenwashing fuera un crimen?*, analiza el caso de la gestora de fondos de inversión DSW, que fue acusada de *greenwashing* por las autoridades de regulación de los mercados de capitales de Alemania y EE. UU., en sus informaciones sobre el análisis que efectuaban para la inclusión de valores sostenibles y acerca de las características de sostenibilidad de los fondos que se ofrecían al público. Es un caso que demuestra que es posible combatir el *greenwashing*, en este caso apelando a violaciones en las regulaciones sobre informaciones a los clientes, que es lo que por ahora está regulado sobre el *greenwashing*.

El tercer capítulo, *¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?*, analiza el impacto de las decisiones de desinversión en valores de empresa que son consideradas irresponsables, en particular las de combustibles fósiles. Sostiene que la estrategia puede hacer sentir bien a los gestores de los fondos, pero que tiene poco impacto en mejorar la sostenibilidad de esas empresas, ya que los valores vendidos son comprados por otros inversionistas, posiblemente menos interesados en la sostenibilidad de esas empresas. Propone que el involucramiento en promover el cambio desde dentro, como inversionista, puede ser más efectivo.

El cuarto capítulo, *Irresponsabilidad por omisión y comisión: combustibles fósiles*, complementa el caso del capítulo anterior, al analizar el uso que se les da a los beneficios extraordinarios de las empresas de combustibles fósiles. Sostiene que la estrategia de las empresas, de recomprar sus acciones y pagar dividendos extraordinarios, es una estrategia miope y de irresponsabilidad a un nivel superior, que contribuir a las emisiones. Sería más responsable, y una buena estrategia a largo plazo, invertir esos recursos en la transición a energías más limpias, que es inevitable para la continuidad de estas empresas en el largo plazo.

El quinto capítulo, *El índice IBEX Gender Equality: ¿igualdad de género o falacia ASG?*, analiza el índice que fue creado en las bolsas y mercados españoles, con 33 empresas que supuestamente promueven la igualdad de género. El análisis revela que el índice es muy simplista e inefectivo en la promoción de esa igualdad, ya que tiene, como único criterio de inclusión, una proporción mínima (25 %, relativamente baja) de mujeres en el consejo, lo cual puede lograrse de manera artificial. Ignora las demás acciones que son necesarias para la igualdad, como, por ejemplo, políticas y procesos para fomentar el desarrollo profesional de la mujer, la participación en altos niveles de la administración y la brecha de remuneración por género. No promueve la adopción de prácticas de igualdad de género y no es útil como índice para ser usado como modelo en la confección de fondos de inversión.

El sexto capítulo, *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, es el núcleo de esta octava parte, y resume en gran medida la problemática de la inversión socialmente responsable. Analiza la formación de fondos y carteras de inversión usando la selección de valores sostenibles con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG), que son mecanicistas, en contraposición con la selección basada en análisis detallado de las políticas, prácticas, impactos de las actividades de las empresas, en un análisis particularizado, a la medida, lo que debe ser la Inversión Socialmente Responsable (ISR). La selección con criterios ASG, que usa la gran mayoría, se basa sobre todo en indicadores y calificaciones de terceros, y puede producir fondos de inversión con valores de baja contribución a la sostenibilidad.

El séptimo capítulo, *Evidencia de greenwashing en fondos ASG*, comenta un estudio académico donde se compara la composición de fondos calificados como sostenibles con la de fondos tradicionales, para el caso de aspectos medioambientales. Concluye que la composición es muy similar, lo cual es evidencia de *greenwashing* por parte de aquellos fondos al usar la etiqueta con muy poco valor agregado. El capítulo analiza, además, la posibilidad de constituir fondos de inversión que sean legítimamente calificados como sostenibles, cuando en realidad no hacen contribución alguna, como consecuencia de las deficiencias en la calificación de los valores.

El octavo capítulo, *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, es otro de carácter central para el mensaje de esta octava parte. Presenta un extenso análisis del impacto que pueden tener sobre la sostenibilidad los mercados financieros y de capitales. Separa este impacto en dos mercados: los secundarios, de la inversión responsable, y los primarios, de capitales. El primero se refiere a las transacciones y volúmenes de recursos invertidos en valores calificados como sostenibles, donde los medios se transan entre compradores y vendedores, sin que las empresas reciban los recursos invertidos. En este caso, el impacto sobre la sostenibilidad es indirecto. En el asunto de los mercados primarios, los recursos obtenidos por las emisiones de los valores van directamente a las empresas y proyectos para sus inversiones y gastos en sostenibilidad, con lo que el impacto es más directo. El artículo propone un instrumento para aumentar ese impacto, y concluye con una tabla, donde se resume el potencial impacto de las diferentes modalidades de gestión de los recursos en esos mercados.

El noveno capítulo, *Inversión responsable o responsabilidad de la inversión*, analiza en detalle las modalidades de selección y gestión de recursos de los fondos de inversión, enfatizando los potenciales impactos sobre la sostenibilidad de cada una de ellas. Crítica

que las instituciones de promoción de las inversiones responsables se preocupan más de los intereses del lado de la oferta, de los gestores de fondos y de las instituciones que giran a su alrededor, de los volúmenes que se gestionan, que del lado de la demanda, de los inversionistas responsables, del impacto que pueden tener, de la responsabilidad de las inversiones.

El décimo capítulo, *¿Los valores y fondos sostenibles son sostenibles?: el inversionista tiene que hacer sus deberes*, analiza las propuestas a nivel de reguladores en la Unión Europea, EE. UU. y el Reino Unido, con el fin de clarificar las características que deben tener los valores y fondos de inversión para ser calificados en varios niveles propuestos de sostenibilidad. En ese contexto, analiza las deficiencias de las calificaciones que se usan para mostrar las dificultades, aun con las propuestas precisiones en asegurar que los valores seleccionados tienen un alto grado de sostenibilidad. Advierte sobre la dependencia en estas calificaciones mecanicistas. Los inversionistas responsables, los ISR, deben hacer sus propios análisis para poder discernir la verdadera sostenibilidad de estos valores y no sacrificar relevancia por conveniencia.

El undécimo capítulo, *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, presenta un análisis de las deficiencias en la conformación de los fondos de inversión, utilizando criterios ASG, demostrando que, a pesar de que los valores sean calificados como sostenibles, su verdadera sostenibilidad puede ser muy baja, y su conformación en fondos de inversión, todavía menor. Propone la creación del grado de sostenibilidad para los fondos, donde, para optar al grado, los valores incluidos deben tener un mínimo de calificación en cada uno de los criterios A, S y G, y en el agregado, no como en la actualidad, cuando se incluyen valores con tal de que tengan alguna virtud en uno de los componentes.

El duodécimo capítulo, *Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos*, incluye un análisis de la rentabilidad en las bolsas de valores de fondos calificados como sostenibles versus los convencionales, y se concluye que no se pueden sacar conclusiones, por la complejidad de las variables involucradas y por ignorar otras particularidades de los valores incluidos, más allá de sus características de sostenibilidad. Muestra que el rendimiento superior de los fondos sostenibles en la segunda década, y el rendimiento inferior en el periodo inflacionario reciente, se explica en gran parte por la mayor inclusión de valores que rinden más en tiempos de bonanza económica y menor en periodos de contracción (tecnología, por ejemplo), y por la mayor exclusión de valores que tienen un comportamiento contrario (combustibles fósiles, por ejemplo). Los análisis de la rentabilidad comparativa no controlan estas diferencias.

Capítulo VIII.1

¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone

El 15 de marzo del 2021, el presidente del Consejo y Consejero Delegado (*Chairman* y *CEO*) de Danone fue obligado a renunciar, como resultado de una maniobra de un grupo de accionistas activistas, *Artisan Partners*, alegando que los rendimientos financieros eran insuficientes.

Esto podría ser un caso más de activismo accionarial normal, **pero es especial, por cuanto Danone es la primera empresa constituida en Francia bajo la figura jurídica de “*Entreprise à Mission*”, entidad con fines de beneficios financieros y sociales** (no confundir con B-corp)¹. Esta conversión fue respaldada por accionistas que controlaban el 99% de las acciones, pero no por los accionistas activistas *Artisan Partners* y *BlueBell Capital*.

Pero para que no parezca que están en contra de la responsabilidad ante la sociedad, al lograr el cambio declararon que “...respaldamos la búsqueda de un nuevo CEO de alto nivel, que combine la creación de valor para los accionistas con el compromiso de Danone a los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza”. **Habrà que ver si mantienen la figura jurídica, y en caso de mantenerla, cuánta atención prestarán a los beneficios a la sociedad. Es de suponer que bajará su prioridad.**

Para justificar el cambio, estos accionistas argumentaron que el rendimiento financiero de Danone estaba por debajo de lo que lograron empresas comparables, como Unilever y Nestlé. El precio de la acción en el mercado era el mismo que hace cinco años, cuando para empresas como Nestlé había aumentado en más del 40 % (el gráfico siguiente es un índice base 100 en el 2014, no los precios de las acciones, lo que facilita la comparación).

1. Ver nuestro análisis de esta figura jurídica en *¿Se puede ser responsable por estatutos?: empresas con fines de beneficios y empresas B*, capítulo II.2 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y en el artículo **Cuarto Sector: Hacia una mayor Responsabilidad Social Empresarial**.



Y es de destacar que si bien Unilever no es una empresa con fines de beneficios, es reconocida como una de las más responsables del mundo. **Y esta había sido objeto también de ataques por accionistas activistas que querían cambios en la estrategia operativa**². El caso de Danone es muy parecido al de Etsy, aunque esta solo era certificada como B-corp, sin cambios en su figura jurídica, y que también fue objeto de ataques, exitosos, por parte de accionistas activistas³.

También habíamos analizado el caso de la filial de Danone en EE. UU., que se había convertido a empresa con fines de beneficio⁴. Ya en ese artículo del 2017 preguntábamos:

¿Permitirán los accionistas de Danone que esta “inversión” de la empresa produzca resultados financieros por debajo de los esperados como si fuera una empresa responsable, pero con fines de lucro? ¿Cuánto durará en la modalidad de empresas con fines de beneficios?

En el caso de la matriz de Danone, las preguntas claves son: ¿El dirigente fue destituido por resultados insatisfactorios derivados de incompetencia o se derivaron de perseguir objetivos duales de beneficios para los accionistas y para el resto de la sociedad? ¿Cuánto del bajo rendimiento es atribuible a ser una empresa con fines de beneficios y cuánto a una gestión y/o estrategia comercial inferior? ¿El hecho de que el precio en bolsa no subió es consecuencia de que las perspectivas financieras de la empresa no se percibían como favorables, por ser una empresa que persigue beneficios duales? ¿Basta con una comparación del rendimiento en bolsa con otras empresas?

2. Lo habíamos analizado en el artículo *¿Las empresas responsables pueden resistir los embates de los activistas financieros?*, capítulo VI.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

3. ...que analizamos en los artículos *¿Las empresas certificadas como responsables pueden cotizar en bolsa?*, capítulo VI.6 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*, y el artículo *¿Quién gana cuando la responsabilidad compite contra la rentabilidad?*

4. Danone North America (ex-DanoneWave) es la mayor empresa por beneficios del mundo y la mayor B-corp. Ver *Se crea DanoneWave como empresa con fines de beneficios: Buena noticia para la RSE... por ahora*.

Resulta lamentable que es prácticamente imposible responder a las tres primeras preguntas, ya que **no hay manera de medir los beneficios que ha aportado Danone a la sociedad de manera confiable, salvo con algunos indicadores indirectos, no comparables al aumento de valor para los accionistas**. En cuanto a la cuarta pregunta, la comparación es poco confiable, ya que si bien opera en algunos mercados comunes, las diferencias de productos, mercados, tamaño y circunstancias son muy grandes como para hacer comparaciones simplistas. No hay otro “Danone” que no sea empresa con fines de beneficios para hacer la comparación.

En estos casos, la clave está en que el indicador del valor creado para los accionistas, aumento del precio en bolsa y los dividendos, son números duros, confiables. No pueden competir con indicadores indirectos, discutibles y difusos de “contribución a la sociedad”. Si se lleva la discusión a los números puros y duros, el rendimiento financiero gana. Cuando se presenta el conflicto, la balanza se inclina a favor del rendimiento financiero. **Para apreciar el valor de la contribución a la sociedad se requiere apelar a valores (los otros valores).** Y aun cuando se pudieran hacer comparaciones, siempre quedaría la pregunta de cuál es el intercambio, cuánto rendimiento financiero se puede sacrificar por el rendimiento social. **Es cuestión de juicio.**

Es posible que el rendimiento de Danone estuviera por debajo de su potencial y no tuviera nada que ver con el hecho de ser empresa con fines de beneficio. Nótese en el gráfico anterior que el problema se agudiza con el impacto de la pandemia, que afectó más a Danone y que, aparentemente, no tuvo la capacidad de reacción de Nestlé y Unilever: ¿su cartera de productos?, ¿sus mercados?, ¿su gerencia? A lo mejor los accionistas activistas lo demostraron a los demás accionistas, que estuvieron de acuerdo con la remoción del presidente y consejero delegado. No tenemos acceso a esa información. Y parece que el mercado de valores, por lo menos a corto plazo, les dio la razón a los accionistas activistas. El día siguiente al anuncio de la renuncia, el precio de Danone en bolsa subió más de un 4 %. **¿Qué quiere la bolsa, beneficios financieros o beneficios sociales?**

Y hay que recordar que si bien los accionistas, al momento de la transformación, pueden estar de acuerdo con los fines de beneficios, las acciones siguen cambiando de dueño diariamente en la bolsa y los precios son determinados por las expectativas de los compradores, que pueden no valorizar las supuestas contribuciones a la sociedad (ver el caso de Etsy, mencionado antes). Algunos, al ver que los precios no suben lo que esperaban, toman cartas en el asunto, como los nombrados anteriormente, y tratan de forzar cambios en la estrategia.

Un reciente artículo sobre el caso, *[Danone's CEO has been ousted for being progressive - blame society not activist shareholders](#)*, **alega que el problema es que la sociedad no valora los beneficios a esa asociación que hace Danone, y que es culpa de esa sociedad, no de los accionistas activistas.** El argumento en principio parece válido, pero en el fondo es una falacia, ya que bastan pocos accionistas para hacer caer el precio, no tiene por qué ser toda la sociedad. Sí, **sería deseable que todo el ecosistema de valoración de las empresas estuviera de acuerdo con que los precios de las acciones incorporaran el valor creado para la sociedad**, pero por ahora es una ilusión. Ni siquiera podemos saber, confiablemente, si lo crean, y mucho

menos cuánto vale para la sociedad. Haría falta una armonización de creencias, que en la práctica es imposible.

De este análisis y el de los artículos relacionados, mencionados antes, se puede concluir que **es y será muy difícil para una empresa certificada como responsable (B-corp) o responsable por estatutos (empresa por beneficios)⁵ resistir los embates de los accionistas activistas en busca de mayores rendimientos financieros... a menos que logren simultáneamente los beneficios financieros esperados por esos accionistas y los beneficios sociales y ambientales deseados por la sociedad.**

¿Quién sabe qué quiere “la sociedad”?

5. Etsy, que analizamos en un artículo anterior, cotizada en la Bolsa de Nueva York, dejó expirar su certificación de B-corp, después de la intervención de accionistas activistas. Hay solo una empresa por beneficios cotizada en EE. UU., Veeva, empresa de servicios médicos. Y una en la Bolsa de Sao Paulo, Natura, productora de cosméticos.

Capítulo VIII.2

¿Y si el *greenwashing* fuera un crimen?

Buenas noticias para los escépticos de la ASG (suscrito incluido), malas noticias para los abusadores de la imprecisión. **Las oficinas de la gestora de fondos de inversión DWS fueron registradas por las autoridades policiales y de los reguladores financieros alemanes, para obtener más evidencias sobre un denunciado *greenwashing* en la comercialización de esos fondos.**

En este artículo analizaremos el caso y comentaremos sus **implicaciones para la reducción del *greenwashing* en general: buen ejemplo, pero insuficiente.**

I. Este *greenwashing*

DWS es una gestora de fondos de inversión, poseída en el 80% por Deutsche Bank, con sede en Frankfurt. Tiene 930 000 millones de euros en fondos bajo administración.

La gestora había declarado en sus prospectos de emisión que **se integraban criterios ASG en la selección de los valores que se iban a incluir**. La responsable de sostenibilidad en DWS, Desiree Fixler, había denunciado ante el Consejo las **exageraciones en cuanto a la integración que se reportaba en el informe del 2020, la cual decía que aplicaba a más de la mitad del total de fondos bajo administración**. Al ser despedida por la gestora (trabajó allí solo ocho meses), hizo las denuncias públicamente, lo que alertó al regulador de los mercados de EE. UU., la Comisión de Valores y Mercados, la SEC y al regulador alemán, la Autoridad Federal de Supervisión del Mercado Financiero, BaFin, que decidieron abrir sus investigaciones en el año 2021.

Con el objeto de completar la información que ya habían recibido de la empresa, el 31 de mayo del 2022 **se realizó una redada por parte de las autoridades alemanas de DWS y del Deutsche Bank**, sobre todo en sus sistemas de información.

En reacción a las denuncias y a la entrada en vigor, en marzo del 2021, de la [Sustainable Finance Disclosure Regulation](#) (SFDR) en Europa, que incluye requerimientos informativos sobre los fondos dirigidos a inversiones sostenibles, DWS revisó la calificación de sus fondos, y **en su informe anual del 2021, publicado en marzo del 2022, informó que tenía 175 000 millones de euros en fondos bajo gestión usando criterios ASG, un 75 % menos de los 459 000 millones reportados en el informe del 2020. Buen impacto inmediato de la regulación.**

Pero esta “revisión” no elimina el engaño a los inversionistas de haber ofrecido fondos al público inversionista con integración ASG cuando no era

cierto. De hecho, es una admisión indirecta de culpabilidad, presumiblemente esperando un tratamiento menos severo por parte de los reguladores.

El CEO de DWS renunció con efectividad el 7 de junio, aunque se alega que no se debe a la redada, sino que era algo que se había gestado con anterioridad (muy probablemente como consecuencia de las investigaciones originales).

II. ¿Este *greenwashing* es un crimen?

En este caso se trata de un “**fraude informativo**” a los inversionistas. **Es una violación de las regulaciones en cuanto a la veracidad de la información suministrada en los prospectos, no es un juicio sobre si los fondos eran responsables o no**, lo cual sería más difícil de probar. En efecto, es muy posible que los valores en fondos que integran los criterios ASG y los que no los integran sean muy similares, como algunos estudios empíricos han demostrado, y que DWS pudiera alegar, *a posteriori*, que todos tienen **algunas prácticas responsables**¹. Pero, *a priori*, no los seleccionaron con estos criterios.

Precisamente, la regulación de los contenidos de los prospectos y de la información que se ofrece en los sitios de los gestores de fondos es foco de las regulaciones en proceso, tanto en Europa como en EE. UU. En el [reglamento sobre divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros \(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR\)](#), en Europa, se establece, entre otras cosas, una tipificación de los fondos en los artículos 6, 8 y 9, dependiendo de si no están dirigidos a inversiones sostenibles, si tienen algún efecto, aunque no sea su objetivo, **y si están seleccionados, de manera específica, con base en objetivos de sostenibilidad, respectivamente. DWS violaría la regulación sobre información de fondos, artículo 9** (no conocemos si hay regulaciones más específicas en la legislación alemana)².

El regulador de los mercados de valores de la Unión Europea, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), ha identificado el *greenwashing* como **área de preocupación prioritaria**, en su reciente programa de actividades [Sustainable Finance Roadmap 2022-2024](#)³, para lo cual propone buscar acuerdo sobre la **tipificación del *greenwashing***, mejorar su conocimiento de casos y asegurar la aplicación consistente de las regulaciones europeas y nacionales. **Lamentablemente, para la ESMA, *greenwashing* es solo en la E, el verde, no incluye S y G.**

El borrador de la regulación recientemente emitida para comentarios de la SEC, sobre la información que va a ser divulgada en las ofertas de inversiones sostenibles ([Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices](#))⁴, **va en esta misma dirección, pero es menos taxativa. De hecho, enfatiza que no ofrecerán una definición de lo que es o no es ASG o conceptos similares** (pág. 24).

1. Ver, por ejemplo, *Evidencia de greenwashing en fondos ASG*, capítulo VIII.7 de este volumen.

2. Ver *¿Los valores y fondos sostenibles son sostenibles?: el inversionista tiene que hacer sus deberes*, capítulo VIII.10 de este volumen.

3. ¡Este documento menciona la palabra *greenwashing* 108 veces en 36 páginas!

4. Este texto del documento, de 262 páginas, ¡contiene la palabra ASG 1977 veces!, y *greenwashing*, solo 23 veces.

La SEC, basándose en los principios de derecho anglosajón (permitir lo que no está prohibido), prefiere **dejar las decisiones a los inversionistas, pero asegurarse de que tienen suficiente información confiable para hacerlo**. A lo mejor hubiera sido más expedito definir qué es ASG, al menos una taxonomía, como es el caso de las inversiones en proyectos de la Comisión Europea, pero ello no sería efectivo en el caso de las inversiones financieras, ya que es imposible abarcar todas las posibilidades y coartaría la innovación de productos financieros y las acciones en sostenibilidad por parte de las empresas.

III. ¿Disminuirá el *greenwashing*?

Buenas noticias de que los reguladores tomen acciones legales, pero contra el *greenwashing* es una gota en un vaso de agua... y no lo rebosa.

El *greenwashing* masivo no ocurre en los procesos de conformación de los fondos de inversión o en los esquemas de emisiones de endeudamiento supuestamente sostenible, sucede dentro de las empresas, en el ecosistema de evaluación de la sostenibilidad (calificadoras, consultores, proveedores y agregadores de información, esquemas de reporte, etc.). Ello como consecuencia de **(1) la complejidad y amplitud de la sostenibilidad; (2) la diversidad de criterios ASG, y (3) sus deficiencias en representar la verdadera sostenibilidad empresarial⁵. No se puede encapsular la sostenibilidad empresarial en criterios ASG, y mucho menos en un número o letra**, como es el caso de las calificaciones (*rankings, ratings*), que tienen una gran influencia en la conformación de las carteras de inversión responsable⁶.

Aun la integración de los criterios ASG en la selección de valores se presta al *greenwashing*. ¿Qué incluyen esos criterios ASG? Supongamos que el fondo usa como criterio A, ambiental, de selección, la reducción en el consumo de agua; como criterios S y G, simultáneos, de que tienen un 30 % de representación femenina en el Consejo. **Un poquito de A y un poquito de S y G. ¿Podría un fondo como este decir que “ha integrado criterios ASG en su conformación”?** Sí, los ha integrado, ¿pero puede darles la etiqueta de fondos ASG? Legalmente sí, ¿pero ese es un fondo que contribuye a la sostenibilidad? Es algo, pero muy poco. El “ASGismo” del fondo es cuestión de grado, de intensidad, no de sí o no. Hay que ser un inversionista muy aguzado y muy conocedor para entender estas diferencias, que cumplen con las regulaciones, pero que **dejan mucho que desear en cuanto a la sostenibilidad⁷.**

Y esto se refleja también en los esquemas de remuneraciones ligadas a la sostenibilidad, con los que se pretende que los dirigentes promuevan la sostenibilidad empresarial otorgándoles bonificaciones financieras si se logran ciertas metas. **La inmensa mayoría de los esquemas utilizan de tres a seis criterios ASG para encapsular la sostenibilidad empresarial**. En general, algo de A, muchas veces relacionado con emisiones o reciclaje; algo de S, asociado con no discriminación, y algo de

5. Ver *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3 de este volumen.

6. Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

7. Ver *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

G, relacionado con composición del consejo⁸. **¿Es esto “sostenibilidad empresarial”?**

Y aun la integración de un mayor número de criterios ASG no garantiza que los valores sean responsables. En el capítulo VIII.6 de este volumen, *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, analizamos con más detalle la brecha entre criterios ASG y la sostenibilidad empresarial, tanto en términos de **cobertura como en los de efectividad e impacto.**

¿Y dónde está en todo esto el *greenwashing*? En la extrapolación, implícita o explícita, por gran parte de la industria de inversiones “responsables”, de algo muy incompleto y deficiente, a una **calificación generalizada y supuestamente rigurosa de fondo responsable.** Muchos inversionistas no tienen la capacidad de entender la diferencia⁹, o **se hacen la vista gorda** para cumplir con sus objetivos de tener “fondos responsables” en sus carteras y **no complicarse la vida con “precisiones”.**

Y como parte de esta extrapolación, muchos fondos siguen las composiciones de índices de sostenibilidad, que incluyen empresas calificadas como responsables. Pero cada uno de estos índices tiene sus propias concepciones de qué quiere decir ser responsable, y **hay una gran variedad en las calificaciones de una misma empresa por parte de los diferentes índices, lo que confirma la idea de la “imprecisión” y subjetividad de esas calificaciones y de su (ab)uso para el *greenwashing***¹⁰.

En parte para paliar estos problemas, en el capítulo VIII.11 de este volumen, *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, **proponíamos la creación de la calificación de “grado de sostenibilidad”,** de forma análoga al grado de inversión, que califica a las empresas por su riesgo crediticio. Proponíamos que:

“Para calificar con el fin de ser incluido en una cartera ASG, un instrumento financiero debe tener una calificación ASG promedio, calculada sobre, digamos, 10 calificadoras seleccionadas, de no menos de 7 sobre 10, y no menos de, digamos, 5 sobre 10 en cada uno de los componentes A, S y G”.

Con esto se podrían **paliar las diferencias entre las calificaciones de diferentes calificadoras, y, lo más importante, los valores que se incluyan deben tener una contribución potencial sustancial,** en todos los aspectos de su evaluación. No bastaría con cumplir algunos criterios de forma marginal. **No resuelve el problema de que los criterios ASG son indicadores muy parciales** de lo que es, en realidad, la sostenibilidad de la empresa.

IV. Implicaciones del caso DWS

Siendo uno de los primeros casos, y sobre una institución de gran visibilidad y volumen de negocios, el caso **estimulará la revisión de las políticas y procesos de selección**

8. Ver los tres capítulos de la cuarta parte de este volumen: *Remuneraciones ligadas a responsabilidad.*

9. En España se podrán ofrecer fondos de inversión “responsable” a inversionistas particulares que no tienen la capacidad de distinguir. Ver **Fondos sostenibles para particulares: ¿tienen algún impacto en la sostenibilidad?**

10. Ver **Seven myths of ESG** y **Rankings de RSE/Sostenibilidad: cualquier coincidencia es pura coincidencia**, capítulo V.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica.*

de los valores para incluir en las carteras, y sobre todo el lenguaje que se usa en los prospectos y otras fuentes de información, para ofrecer y comercializar los fondos de inversión. Los **departamentos legales** participarán aún más en la revisión de la información que se difundirá al público¹¹, que posiblemente será menos precisa.

Los gestores de fondos se basarán todavía más en la información proporcionada por terceros, con el objeto de minimizar su exposición al riesgo regulatorio. Ello debería **acelerar el interés de los reguladores en las calificaciones de sostenibilidad**, que al fin y al cabo son la base para la selección de los valores, con el objeto de paliar la variabilidad de las calificaciones para una misma empresa y su baja correlación con la verdadera sostenibilidad de la empresa.

De hecho, la ESMA consultó [un documento](#) sobre **el funcionamiento del mercado de las calificaciones ASG** y su consideración en las calificaciones del riesgo crediticio, con el objetivo de mejorar la confiabilidad, confianza y comparabilidad de las calificaciones ASG a partir del 2023¹².

Siguiendo esta iniciativa, la Autoridad del Mercado Financiero de Francia ha **recomendado que la regulación vaya más allá de las calificaciones e incluya todo el espectro** de información, calificaciones y servicios, con regulaciones que incluyan la transparencia en sus metodologías y fuentes de información, y que la supervisión sea centralizada a nivel europeo en la ESMA.

Las regulaciones vigentes y en proceso de aprobación en Europa y EE. UU. tendrán una contribución muy significativa en este sentido, y es posible que se extiendan a otros países, y que, con la experiencia adquirida, se expandan y refinen. Hay que recordar que se está regulando información, e indirectamente, comportamiento, que **no es susceptible de definición precisa.**

Pero ello no reducirá el grueso del *greenwashing*, ya que no ataca sus **tres problemas principales en las inversiones sostenibles**: (1) que los **criterios ASG no recogen adecuadamente** la sostenibilidad empresarial; (2) aun dentro de esta parcialidad que reflejan los criterios ASG, **no hay consenso, ni lo habrá**, sobre cuáles son y cuál es su **importancia relativa** (la materialidad depende de la empresa y su contexto), y (3) que la **cantidad, calidad e impacto de las prácticas responsables no son determinantes en las calificaciones.**

Todo esto descansa mayormente en la información suministrada por la empresa, que también debe mejorar, tanto en términos de su difusión como en su cobertura y confiabilidad. **Es aquí donde comienza el greenwashing.** Los estándares de reporte, actualmente en vigencia y en preparación a nivel mundial, de Europa y EE. UU., contribuirán a enfocar la información, pero no resolverán el problema subyacente: **no toda la información es cuantitativa, precisa y auditable.** Se tendrá que continuar descansando en la reputación de la empresa como ente responsable.

11. Ver *Abogados se interesan en la información sobre sostenibilidad: buenas y malas noticias*, capítulo VI.4 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

12. Nótese el contraste con algunos Estados en EE. UU., que quieren penalizar a las instituciones de calificación de crédito que consideren la calificación de sostenibilidad en sus evaluaciones. Ver *Politización de la sostenibilidad: ¡alucinante!*

Y no hablemos **del bajo impacto que las inversiones en los mercados financieros** tienen sobre la sostenibilidad empresarial, lo que, por desgracia, es implícitamente supuesto¹³. Aquí hay un **greenwashing implícito por parte de los gestores y comercializadores de inversiones “responsables”, y es que hacen suponer que la adquisición de estos fondos contribuye a la sostenibilidad de las empresas y, por ende, del planeta**, cuando su efecto es muy pequeño e indirecto.

En las transacciones en los mercados financieros secundarios, **ellas son entre un comprador y un vendedor, donde la empresa no recibe recurso alguno para mejorar su sostenibilidad**. Solo a través de las emisiones en los mercados primarios es cuando las empresas reciben recursos y los alicientes necesarios para encarar esa sostenibilidad. Pero **las emisiones primarias son una muy pequeña fracción de las transacciones en los mercados secundarios**, que son las que se publicitan y se prestan al *greenwashing*¹⁴.

En resumen, es tal el grado de variación y extensión de lo que es la sostenibilidad empresarial, que resulta imposible erradicar el *greenwashing*¹⁵. La difusión de información confiable, verificable y verificada es un paso adelante, pero no pensemos que el problema está resuelto.

Y una de las armas más efectivas y poderosas contra el *greenwashing* es la difusión responsable de los abusos, y el caso DWS es un caso ejemplar.

13. Ver *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, capítulo VIII.8 de este volumen.

14. Ver la nota anterior.

15. Ver *Mis veintisiete artículos y un podcast sobre inversión responsable y financiamiento sostenible*.

Capítulo VIII.3

¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?

Una estrategia muy de moda por los fondos de inversión que se autocalifican como responsables, es **la desinversión en empresas consideradas como social y ambientalmente irresponsables**, en especial las que obtienen gran parte de sus ingresos en la producción o consumo de combustibles fósiles.

Esta tendencia es generalizada en todo tipo de fondos: ASG, ISR, de pensiones, soberanos (ide países no productores de hidrocarburos!), fondos de gestión de riquezas, de fundaciones, de dotación, etc. Algo similar ocurre con las instituciones financieras que las financian vía préstamos, líneas de crédito, adquisición de sus valores, etc.

A primera vista, pareciera que ello pusiera presión a aquellas empresas a cambiar sus estrategias de negocios, para disminuir sus contribuciones al cambio climático. Pero el impacto no es tan sencillo como parece.

En este capítulo consideramos el impacto que la desinversión en valores de aquellas empresas tiene sobre los inversionistas y otros financistas, y sobre las prácticas de las empresas. No consideramos otras estrategias para la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero.

I. Impacto sobre los fondos de (des)inversión

De entrada, es importante enfatizar que **la estrategia de desinversión es diferente de la de exclusión**. En el primer caso, el fondo posee valores de las empresas y decide deshacerse de ellos, muy posiblemente por cambios en sus políticas de inversión o presión de los dueños de los recursos. Es una reacción *ex post* (¿cínica?). **¿No sabían que estas empresas contribuían en forma desmesurada a las emisiones?** ¿O es que querían la rentabilidad? ¿O es que invirtieron en fondos pasivos, que imitan algunos índices de los mercados y no tienen capacidad de exclusión?

En el segundo caso, es la estrategia más común y facilista de los fondos que se designan como responsables, la estrategia de exclusión de valores de estas empresas y las de tabaco, apuestas, armamentos y alcohol, por ejemplo. **Su exclusión no promueve la sostenibilidad**, pero pueden decir que no contribuyen a financiar empresas irresponsables, lo que les permite usar la etiqueta de fondos responsables¹.

El impacto de la desinversión sobre los fondos es claro e inmediato. Dejan de poseer valores de estas empresas y sus carteras disminuyen su exposición a los causantes del

cambio climático. **Después de la desinversión pueden vanagloriarse y decir que han hecho algo por el cambio climático.** Y en algunos casos podrán decir que, a cambio, han aceptado una disminución de la rentabilidad de sus carteras, ya que en ciertas épocas aquellas empresas son más rentables que el mercado de valores en general². **¿Pero han logrado algo?**

Lo que han hecho es vender las acciones a otros compradores. Han cambiado los propietarios de los valores. La desinversión no reduce las actividades de las empresas, ni su financiamiento.

Es posible que la desinversión masiva reduzca el precio de los valores en los mercados, al aumentar la oferta de venta y con ello incrementar el costo del capital de esas empresas cuando quieran obtener recursos en los mercados primarios, vía nuevas emisiones de capital o deuda o endeudamiento bancario. Pero esta reducción del precio es poco probable, ya que los mismos fondos que desinvierten tienen mucho cuidado en hacer sus ventas de forma paulatina para no afectar los precios.

La idea de que la desinversión tiene impacto tangible sobre las prácticas de las empresas contiene una falacia y un supuesto implícito.

II. Una falacia y un supuesto implícito

La falacia es pensar como el avestruz, enterrar la cabeza en la tierra para no ver la realidad. **Con alta probabilidad, los valores serán comprados por inversionistas menos interesados en el cambio climático,** menos sujetos a presiones de los reguladores y de los mercados, menos interesados en el buenismo. Suelen ser fondos de inversiones privados, fondos de cobertura (*hedge funds*), etc., que persiguen maximización de beneficios, con poco a ningún interés en la sostenibilidad del planeta.

Y el supuesto implícito es que las empresas cambiarán sus estrategias para seguir contando con aquellos recursos. Mientras los mercados por sus productos continúen abiertos y los mercados financieros alternativos proporcionen los recursos necesarios, no tienen muchos incentivos para cambiar. **La descarbonización de la industria de combustible fósiles representa un cambio fundacional,** es algo que requiere muchos recursos y mucho tiempo.

Se transfieren los activos de mercados financieros regulados a mercados que operan en la sombra, muchas veces más eficientes, con menor condicionalidad. En los últimos dos años los fondos de capital privado han adquirido más de US\$60 000 millones en activos, basados en combustibles fósiles, un tercio más de lo que invirtieron en renovables. **Y hay empresas petroleras estatales que están adquiriendo activos de empresas privadas,** que no se tienen que preocupar de lo que piensan los inversionistas.

1. En realidad, solo financian empresa cuando compran sus valores en los mercados primarios. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

2. ABP, el fondo de pensiones más grande de Europa, y el fondo de dotación de la Universidad de Harvard, son ejemplos paradigmáticos de la desinversión.

Y la desinversión de activos no es solo por parte de los fondos. Las mismas empresas petroleras lo hacen, con el mismo propósito de mejorar su imagen. La empresa británica BP vendió sus activos en Alaska a inversionistas privados, con lo que redujo su porcentaje de ingresos relacionados con el petróleo... **pero la producción sigue igual.**

Para poner la efectividad de la desinversión y del activismo en contexto, es conveniente recordar que **el sector público controla más del 80 % de las reservas de petróleo.** Las empresas privadas que pueden ser objeto de desinversión o activismo controlan solo el 10% de la **producción** mundial de hidrocarburos. **Y los gobiernos y sus empresas controlan más del 60% de la producción y consumo de carbón. La solución al problema del cambio climático pasa más por los gobiernos** y sus empresas, que por la desinversión y el activismo en empresas privadas.

Pero si queremos hacer algo, aunque el impacto sea relativamente menor: **¿qué es más efectivo para luchar contra el cambio climático?, ¿luchar desde adentro por mejorar el impacto de las empresas o desentenderse? La respuesta no es obvia.**

Desinvertir tiene impactos reputacionales sobre aquellas empresas, y puede llegar a aumentar sus costos financieros y de recursos humanos. Pero esto dependerá de las fuentes alternativas de recursos que encuentren y de la demanda de los mercados por sus productos. Y muchas de las empresas de combustibles fósiles pueden trasladar estos aumentos de costos a sus clientes, mientras no tengan competencia firme de otras fuentes de menores emisiones.

Si la demanda por combustibles fósiles continúa como hasta ahora (el 2022 fue un año récord de beneficios para la industria, en el que el consumo de petróleo volvió a los niveles prepandemia, aun sin considerar la reactivación de la aviación), se seguirán produciendo, y las empresas continuarán obteniendo los recursos necesarios. **Mientras sea rentable, habrá recursos. Y recordemos que hay pocos sustitutos para algunos de los productos, por lo menos a corto plazo**³.

Podremos/deberemos cambiar nuestros vehículos de gasolina por unos eléctricos, pero el cambio es gradual y el impacto será a mediano o largo plazo. Las plantas de generación eléctrica de carbón y gas no se pueden sustituir por energías renovables a corto plazo. **Véase el aumento del costo de la energía en casi todo el mundo, y en especial en Europa. Y la decisión de la Comisión Europea de incluir el gas natural** (con menos emisiones que el carbón y el diésel) en la Taxonomía Verde, con acceso al financiamiento de las instituciones europeas.

Nótese la reciente **oposición a la desinversión** en estas empresas por el fondo de inversiones más grande del mundo, *BlackRock*, que en la carta anual de su CEO del 2022 expresaba⁴:

3. La revista *The Economist* ha publicado una serie de artículos muy incisivos sobre esta situación. Ver [*Who buys the dirty energy assets public companies no longer want?*](#) y [*The truth about dirty assets.*](#)

4. Ver mi análisis de la carta en [*El CEO de BlackRock como apóstol de la sostenibilidad: ¿en serio?*](#)

*La desinversión de enteros sectores industriales –o simplemente pasando los activos intensivos en carbono de los mercados financieros públicos a los privados– no nos llevará a la neutralidad en las emisiones. Y **BlackRock no tiene la desinversión como política en el sector de petróleo y gas**⁵. Tenemos clientes que prefieren desinvertir en estos activos, y otros que lo rechazan. En un amplio rango de sectores intensivos en carbono, hay empresas visionarias que están transformado sus negocios, y sus acciones son un componente crítico de la descarbonización. Creemos que **las empresas que lideran la transición** presentan una oportunidad vital de inversión para nuestros clientes, y el financiar estas empresas fénix será esencial para un mundo neutro en emisiones (énfasis añadido).*

Conviene recordar que *BlackRock* no es un parangón de la inversión socialmente responsable. Si bien gestiona más de US\$500 000 millones bajo la denominación ASG, es solo el 5 % del total de los recursos que gestiona. **Y mucho de lo calificado como ASG tiene poco ASG (la etiqueta no es muy rigurosa)**⁶.

III. ¿Activismo y/o desinversión?

Para algunos inversionistas no hay opción, sus políticas de inversión les impiden invertir en este tipo de empresas. Pero para la gran mayoría es una cuestión opcional, tienen la posibilidad de desinvertir, ser activistas o ser indiferentes.

Como hemos visto antes, la opción de desinversión, si bien produce una buena imagen en los inversionistas, **no es necesariamente efectiva en la reducción de las emisiones, ya que ello depende de la existencia y actitudes de los inversionistas o financieristas que los reemplazan.** Y la indiferencia de los fondos, por ahora relativamente generalizada, no debería ser aceptable. Es responsabilidad básica de los inversionistas e instituciones financieras hacer algo al respecto.

La opción a la desinversión es el activismo⁷, como dice el CEO de *BlackRock*, aunque su actuación en la práctica deja mucho que desear. Los inversionistas activistas continúan siendo accionistas, pero pretenden **lograr el cambio desde dentro, ya sea vía resoluciones en las asambleas generales de accionistas, ya sea nombrando miembros del consejo** que sean favorables a la transición hacia la descarbonización. Su participación en la gestión es muy poco probable.

Un par de buenos ejemplos de este activismo. Durante la segunda mitad del 2021, dos fondos han “atacado” a empresas petroleras, con el objeto de cambiar su modelo de negocio y reducir sus contribuciones a las emisiones de gases de efecto invernadero. **Engine No.1**

5. Su oposición a la desinversión en estas empresas está influenciada por la **presión que recibe de los fondos de pensiones de Texas**, el Estado petrolero por excelencia, si quiere seguir gestionando sus recursos. Lo cual siembra dudas sobre la honestidad de la aseveración de *BlackRock* de que su activismo (¿es activo o pasivo?) es más efectivo que la desinversión.

6. Ver **¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?**, capítulo VIII.11 de este volumen.

7. Ver **¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?**, capítulo VIII.8 de este volumen.

lo hizo con Exxon Mobil y **Third Point** lo hizo (en noviembre del 2021) con Shell. En el primer caso, el fondo adquirió solo el 0,02 % del capital con US\$12,5 millones, con el objeto de promover la reducción de emisiones vía cambios en los miembros del Consejo. **Tuvo éxito en lograr el apoyo de otros inversionistas, y con una mínima inversión lograron nombrar tres nuevos consejeros.** Y en enero del 2022, anunció una estrategia para lograr neutralidad en las emisiones netas (*Net Zero*) para el 2050⁸.

En el segundo caso, el fondo ha adquirido más de US\$700 millones en acciones (lo que lo coloca dentro los 30 mayores accionistas de la empresa), **con el objeto de promover la escisión de Shell en dos partes, combustibles fósiles y energías renovables, lo que aceleraría su transición a energías más limpias.** En su momento, Shell rechazó categóricamente tal propuesta, argumentando que los intereses de la empresa y sus accionistas estarán mejor servidos con el esquema tradicional, y que las operaciones de **combustibles fósiles son necesarias para financiar la transición**⁹. Este segundo ejemplo es ilustrativo de la reacción de la empresa que pretende usar sus propios instrumentos para lograr la transición, pero ello depende de la credibilidad de la empresa. Pero es un buen comienzo, ya que si no lo hace, los inversionistas activistas podrán volver a presionar, ahora con mayores argumentos y a lo mejor con mayores apoyos.

Pero estos son solo dos ejemplos en un mar de indiferencia y *greenwashing*. Por ejemplo, el activismo de los tres grandes gestores (*BlackRock, Vanguard y State Street*) en las asambleas generales de accionistas ha sido muy criticado, son los que menos votan a favor de resoluciones calificadas como ASG¹⁰. Y esto es más grave si recordamos que **entre los tres son los mayores accionistas en el 42 % por número y el 78 % por capitalización** de las empresas que cotizan en la Bolsa de Nueva York. Posiblemente tengan también porcentajes elevados en otras bolsas internacionales.

Y en defensa de estas omisiones, han alegado que **prefieren el involucramiento directo con los dirigentes a la confrontación pública en asambleas.** Pero en el caso de *BlackRock*, con inversiones en más de 5500 empresas, parece complicado el involucramiento directo. Obviamente que se pueden seleccionar las más relevantes y hacer que ellas den el ejemplo.

Y en Europa, uno de los peores es el *Santander Asset Management*, filial del Banco Santander, que no ha votado a favor en el 99 % de las resoluciones ambientales, sociales o de gobernanza propuestas por otros accionistas de las empresas en que invierte (calificada en la posición 63 de 65 en *Voting Matters 2021*, por su activismo en las resoluciones ASG). **Indiferencia total.**

8. Ver un análisis de esta estrategia en *What is ExxonMobil's new climate strategy worth?*

9. Una corte de los Países Bajos, donde tiene su sede, ordenó a la empresa reducir sus emisiones en un 45 % a finales del 2030, sobre el nivel del 2019. Shell apeló la decisión. El 15 de noviembre anunció que dejaba la estructura dual de accionariado británico/neerlandés y de sede en ambos países, para concentrarse en el Reino Unido, presumiblemente para mejorar la gestión, pero también para evitar la jurisdicción de las cortes de los Países Bajos.

10. Ver *Voting Matters 2021: Are asset managers using their proxy votes for action on environmental and social issues?* En su defensa debemos decir que a principios del 2022, los tres grandes, *BlackRock, Vanguard y State Street*, anunciaron una **actualización de sus políticas de votación** en las asambleas generales de accionistas, que va por buen camino, pero habrá que ver su implementación en la práctica.

El activismo de las instituciones financieras tiene los mismos objetivos, pero con diferente implementación. En este caso, la principal herramienta es inclusión de **condicionalidades en las empresas y proyectos que financia**, que lleven a una reducción del impacto negativo y una transición hacia la sostenibilidad. La desinversión (en este caso retirar el financiamiento) no es una opción, salvo que hayan violado las cláusulas contractuales, y con el riesgo del impago de las grandes sumas adeudadas.

Y este argumento se está extendiendo a empresas privadas que prestan servicios a estos grandes emisores de gases de efecto invernadero. **Algunas están bajo presión de sus accionistas, clientes y empleados para que dejen de tenerlas como clientes.** *Edelman*, la mayor empresa de relaciones públicas del mundo, argumenta lo mismo que *BlackRock*, que es mejor seguirlos teniendo de clientes, para estimularlos a cambiar. **El argumento de Edelman es mucho más débil, tiene más visos de cinismo.** ¿Qué poder puede ejercer con sus clientes? ¿“Gestionar” la reputación?

Un [estudio](#), publicado en febrero del 2022, demuestra que son estas empresas las que gestionan proactivamente las estrategias de las petroleras, para aparecer que están tomando medidas para la descarbonización, sin tomar acciones relevantes¹¹. Parece ser que su objetivo no es cambiar su impacto, sino su imagen. **Gestión del greenwashing.**

El activismo es una opción, pero su implementación requiere de coordinación entre muchos inversionistas y perseverancia. Pero puede ser más efectivo que la desinversión.

IV. ¿Qué podemos hacer?

La clave está en la reducción de la demanda por los combustibles fósiles y el aumento de la oferta de fuentes energéticas alternativas, no en la desinversión por parte de los fondos, aunque ello pueda ayudar, muy indirectamente, a largo plazo. No se puede ir del punto A, actual, al punto B deseado, de forma instantánea; **hay un abismo que cubrir, y para ello la estrategia de transición** de los mercados financieros y la industria de los combustibles fósiles no puede dejarse al azar. **El activismo puede contribuir a desarrollar e implementar estrategias para la transición, aunque tampoco es la panacea.**

Y por supuesto que hay que incluir en esta estrategia otras medidas para la descarbonización, que no estamos considerando, para concentrarnos en la desinversión y el activismo. Esta acción vía los mercados financieros tiene un impacto limitado. **Serán más efectivos los cambios en los patrones de producción y consumo de energía, y de la gestión de la agricultura.**

El ideal es el *Net Zero*, neutralidad en emisiones, objetivo que se ha puesto de moda con mucho bombo, pero con pocos detalles y muchas compensaciones, en vez de reducciones netas. La mayoría de las ofertas son para su logro en el 2050, cuando el mundo habrá cambiado mucho.

11. Ver un resumen en [The great greenwashing scam: PR firms face reckoning after spinning for big oil.](#)

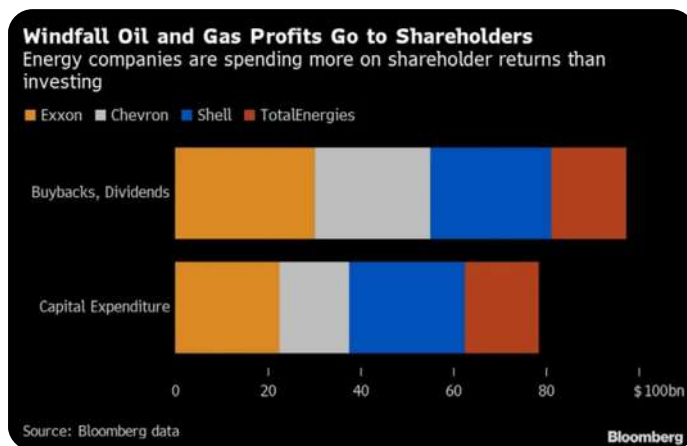
Capítulo VIII.4

Irresponsabilidad por omisión y comisión: combustibles fósiles

No, no nos referimos a la contribución de sus actividades y productos al cambio climático. Ese es su nivel normal de irresponsabilidad, derivado de su negocio, de impacto negativo no mitigado. Nos referimos a un nivel superior¹¹.

La respuesta del CEO de *ExxonMobil* a las críticas de que en esta época de crisis no está compartiendo con la sociedad parte de las ganancias extraordinarias, es ilustrativa: **“Claro que lo hacemos, pagamos dividendos extraordinarios a los que poseen nuestras extraordinarias acciones”**.

Pero muchas de las empresas van más allá. Las cuatro mayores del mundo **distribuyeron más dinero a sus accionistas de lo que reinvertieron en el negocio**. Es algo que las empresas suelen hacer cuando no tienen oportunidades alternativas de inversión, o no quieren hacerlo: devolver los beneficios a sus accionistas, muchos de los cuales están contentos con ello.



Fuente: [Oil and gas giants face backlash for handing record profits to investors](#)

11. En otro artículo (mayo del 2022) comentábamos la ironía de la calificadora S&P Global, que cambió en su índice de sostenibilidad S&P 500 ESG a la empresa productora de vehículos eléctricos, Tesla, por ExxonMobil. En la puntuación (arbitraria) que hacen le dieron más importancia a que para ExxonMobil su contribución a las emisiones (negativo) era compensado por un **plan de neutralidad** cero al 2050 (positivo), en tanto que para Tesla costó más el hecho de que tienen algunos problemas laborales (negativo), que el acto concreto de su contribución a la reducción de las emisiones (positivo). Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

Lo que esto demuestra es que estas petroleras son miopes y estrechas de mente. Saben muy bien que el futuro de las fuentes de energía no estará dominado por el petróleo y el gas, como ya lo dejó de ser por el carbón, ya sea porque los consumidores **reducirán su consumo**, ya sea porque la disponibilidad de **petróleo y gas no es infinita** (pero como dijo Einstein, “solo son infinitas la estupidez humana y el universo, pero sobre este último no estoy tan seguro”).

¿Por qué no reinvertir en fuentes alternativas de energía que tendrán demanda en el futuro? ¿Por qué no aprovechar estas ganancias extraordinarias para diversificar su negocio y prepararse para ese futuro? Porque son estratégicamente incompetentes. No hace falta ser un genio estratégico, ni experto en sostenibilidad empresarial, para darse cuenta de **que esta es una estrategia superior**. Pero parece que solo saben hacer una cosa: extraer y refinar petróleo y gas... o, mejor dicho, dos; la otra: invertir grandes sumas en **cabildeo** contra lo que la sociedad quiere y necesita, la reducción y mitigación de los impactos del cambio climático, usando estas ganancias extraordinarias.

Y hay una manera de devolverle a la sociedad lo que ella le ha dado sin “regalar o malgastar el dinero”: ¡inviertan en energías limpias! Usen los beneficios extraordinarios para financiar la transición.

Pero optan por una manera de ser todavía más irresponsable: desentenderse y rehusar asumir su responsabilidad de invertir, repartiendo las ganancias a sus accionistas, y que ellos hagan lo que quieran con su dinero... que siendo accionistas de estas empresas deben tener poco interés en invertir responsablemente. Y esto tienta a algunos gobiernos a imponer impuestos extraordinarios para hacer la redistribución que estas empresas rechazan.

Un nuevo nivel de irresponsabilidad para las empresas de combustibles fósiles.

Propuesta: Los gobiernos gravan al 100 % los beneficios que se consideren extraordinarios, y hacen deducibles de los impuestos el 100 % de las inversiones en energías renovables. Libres de impuestos los beneficios extraordinarios que se inviertan en renovables. Nada fácil de calcular, pero no es utópico.

Capítulo VIII.5

El índice IBEX *Gender Equality*: ¿igualdad de género o falacia ASG?

¿Qué tienen de ASG los índices ASG? ¿Estimulan la sostenibilidad? Se lanzó un índice de sostenibilidad basado en los mercados de valores de España, que pretende capturar los valores de empresas del IBEX (índice general) que se destaquen por la igualdad de género. Si cumpliera con ese objetivo, ¿se podría considerar como un índice ASG? Analicemos.

I. ¿Para qué se crea un índice de sostenibilidad?

Un índice de las bolsas de valores es un promedio ponderado de los precios de ciertos valores. Los valores y los pesos relativos que se incluyen en el índice dependen del uso que se quiere dar. Un índice como el *Dow Jones* solo incluye los valores de las acciones de 30 grandes empresas, sin ponderación alguna; es un promedio simple de precios (las de más alto precio tienen más peso). Sin bien es muy popular, es muy poco representativo de la evolución de los precios en la Bolsa de Valores de Nueva York, por la poca cantidad de acciones y por el sesgo en darle más peso a los valores con mayores precios. El índice *Standards and Poor 500* (S&P 500) contiene aproximadamente 500 de las más grandes acciones ponderadas por su capitalización (el valor total de sus acciones), por lo que es más representativo. El IBEX 35 de la Bolsa de Madrid contiene 35 valores ponderados por su capitalización total (como el S&P 500).

Hay, además, índices específicos, que incluyen valores sobre algunos sectores, temas o geografías, como cambio climático, agricultura, Europa, etc., y acerca de sostenibilidad en general y sobre algunos aspectos muy específicos en particular. Solo MSCI, la empresa de información financiera, produce 1500 índices relacionados con sostenibilidad. **Todos estos, ahora, son considerados como ASG, índices cuyos componentes han sido seleccionados con base en alguna de las características medioambientales, sociales y de gobernanza.**

Hay índices generales, como el *Dow Jones Sustainability Index*, que contiene el 10 % de las mayores 2500 acciones (según S&P) en 17 supersectores y 5 sectores, seleccionadas en función de ser las mejores de su grupo industrial (*best in class*), de acuerdo con la definición de sostenibilidad que ha creado S&P Global para estos propósitos. Incluye las mejores empresas de energía renovable, bancos, tabacaleras, cementeras, aerolíneas, alimentos, etc., producido en versiones a nivel mundial y en el ámbito de áreas geográficas. **Dow Jones lo llama de sostenibilidad, ¿pero qué quiere decir en este caso sostenibilidad? ¿Se pueden considerar las empresas incluidas como sostenibles? No, porque quiere incluir empresas de todos los sectores.** Es un

índice muy complicado: una empresa responsable en un sector responsable puede tener que dejar el paso a la menos irresponsable de un sector irresponsable¹.

Otros índices generales de sostenibilidad, como la serie de 172 índices del FTSE4Good, tienen una versión española, [IBEX FTSE4Good](#), que contiene acciones de su índice *FTSE Spain All Cap Index* y del IBEX 35, seleccionadas de acuerdo con **sus criterios de sostenibilidad, que tengan un rating de más de 3.1 sobre 5 (¡que no es mucho!)**. Entran las mejores empresas, independientemente del sector industrial al que pertenecen. El índice global contiene más de 2000 empresas, y el español, cerca de 30².

Estos índices se crean con varios propósitos. Uno es para **resaltar las empresas que se consideran sostenibles**, aunque para esto bastaría una lista, pero las ponderaciones pueden establecerse para reflejar importancias relativas. **Otro uso es para crear fondos de inversión en empresas sostenibles**, invirtiendo en los valores de algún índice (general, sectorial, geográfico, industrial, por característica de sostenibilidad [emisiones, género], etc., y combinaciones y permutaciones de ellas). Sirven de base para la creación de fondos de inversión socialmente responsables. **Otro uso es como métrica (benchmark) para evaluar el rendimiento** de los fondos o carteras con características semejantes.

¿Le interesa a una empresa pertenecer a un índice de sostenibilidad? En general sí, ya que ello se interpreta como un **reconocimiento de la sostenibilidad de la empresa** (aunque no todos los índices tienen la misma reputación).

El pertenecer a un índice también puede **estimular la demanda por las acciones de la empresa**, cuando los inversionistas institucionales (fondos de inversión, soberanos, pensión, mutuales, etc.) usan el índice como ejemplo para crear sus carteras. También tiene otros beneficios y costos que no vale la pena detallar aquí³.

Y algunos llegan a usar la pertenencia en un índice de sostenibilidad, como **métrica para la remuneración de los directores**, a pesar de los incentivos perversos que ello conlleva⁴.

II. El índice IBEX *Gender Equality*

a. ¿Qué es el índice?

El índice fue creado por la [gestora SIX](#), que controla la institución Bolsas y Mercados Españoles (BME), y que gestiona la Bolsa de Suiza. El índice es una [réplica del que SIX](#) había creado para esta bolsa ocho meses antes.

Las condiciones para entrar en el índice son que las empresas tengan entre 25 % y un 75 % de mujeres consejeras (qué pena que las que tengan más de

1. Ver [Inclusiones y exclusiones del Dow Jones Sustainability Index: no apto para aficionados](#).

2. El estudio [El índice ético FTSE4Good Ibex como alternativa para la gestión pasiva de carteras de inversión en España](#) hizo una comparación entre la composición y el valor agregado del IBEX 35 y el IBEX FTSE4Good.

3. Ver [¿Para qué sirven los índices de sostenibilidad?](#), capítulo V.11 del volumen I de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

4. Ver la primera parte de [Greenwashing a lo grande](#), capítulo VII.2 de este volumen.

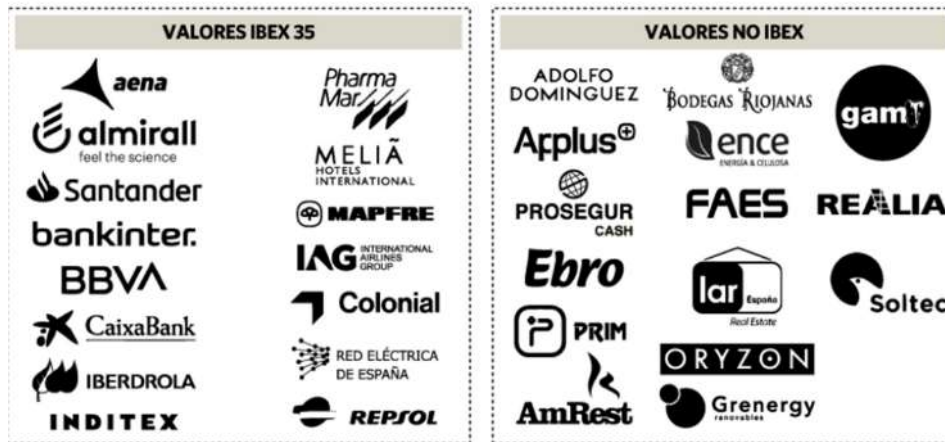
75 % no puedan entrar) y entre un 15 % y un 85 % en la alta dirección. Son uno de los criterios más simples de todos los índices que cubren aspectos de sostenibilidad. Es un índice perezoso, no analiza, selecciona por números.

No obstante, los bajos límites todavía constituyen un reto, ya que solo 16 empresas del IBEX 35 forman parte del índice, y solamente 4 llegan a un porcentaje del 40 %. Solo 30 de las 120 compañías que opera BME las cumplen. También es de notar que, de las 80 empresas con capitalización superior a los 500 millones de euros, analizadas en un reciente estudio de la CNMV, 20 no tienen ninguna mujer en el consejo.

Cierto es que hace falta mucho esfuerzo, pero un índice como este no es efectivo.

Las tres empresas con mayor participación en los consejos son Red Eléctrica, con 6 de 12 (50 %, única empresa con **igualdad**, pero con solo una mujer en la alta dirección!); CaixaBank, 6 de 14 consejeros (43 %), e IAG, con 5 de 12 (42 %). Telefónica es la tercera con menor representación, con 5 mujeres de 17 en su consejo (29 %) ⁵, seguida de Meliá e Inmobiliaria Colonial, con 3 mujeres sobre 11 consejeros (27 %) ⁶.

Quiénes son los 30 integrantes del nuevo indicador



Fuente: BME.

elEconomista

Además de estas 30 empresas originales, se añadieron a finales del 2021 otras tres: Telefónica, Logista y Dominión.

Para apreciar el contexto de estas condiciones, recordemos que la **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) tiene como recomendación no vinculante**

5. A finales del 2021, Telefónica **redujo el número de consejeros de 17 a 15**, en cargos ocupados por dos hombres, con lo que el porcentaje de mujeres subió al 38 %.

6. Colonial no lista los primeros nombres en sus consejos, de aquí que por su sitio no se puede conocer este porcentaje.

un mínimo del 30 %, ya que pospuso la aplicación de la buena práctica del 40 %, incluida en el vigente Código de Buen Gobierno. La Unión Europea logró establecer una cuota del 40 %. Noruega, que sí tiene la cuota, posee el 40,5 % de miembros no ejecutivos de los consejos de las empresas que cotizan en bolsa, pero solo el 6,4 % de los ejecutivos son mujeres, y ninguna de las grandes empresas tiene presidente que sea mujer.

b. ¿Cuál es la contribución del índice? Lo bueno

Sin duda que la constitución del índice ha contribuido a **llamar la atención sobre el problema**. Basta ver la muy extensa cobertura mediática, aun en medios no especializados. **Es posible que algunos gestores de activos creen fondos que reproduzcan el índice**, para ofrecérselos a los inversionistas institucionales y financieros. Con ello podría aumentar la demanda por los valores que lo constituyen. El mismo nombre en inglés es un factor de comercialización al exterior de país.

Si se crean fondos de inversión basados en el índice, los poseedores podrán decir que tienen recursos “invertidos responsablemente”, o de acuerdo con criterios ASG, aun cuando ello no afecte a las empresas que los constituyen. Pero, como comentamos más adelante, es una **perversión de la inversión responsable. Pero lo dirán.**

Sin embargo, es un índice muy poco diversificado, con solo 33 empresas, lo que reduce su utilidad tanto para la creación de fondos como para la evaluación de su rendimiento (*benchmarking*), y tiene criterios de sostenibilidad muy, muy simplistas.

No hay que descartar que algunas empresas, por razones reputacionales, quieran pertenecer al índice, y por ello **es posible que aumenten la proporción de mujeres en el consejo** (los límites sobre alta dirección son tan bajos, que no deberían ser limitantes), lo que tendría un efecto positivo. Pero **¿se hace por convicción de los beneficios de la participación de la mujer en las decisiones o se hace por la imagen?**

c. ¿Qué inconvenientes trae el índice?

Una empresa con un 25 % de mujeres consejeras y con un 15 % de mujeres en la alta dirección puede ser parte del índice. ¿Es esta una empresa destacable en igualdad de género?

¿Dónde está la “igualdad” del nombre del índice en los criterios? ¿Igualdad no es 50-50? Pero así no habría índice. Gender Equity sería más apropiado, significando que las empresas le dan igualdad de oportunidades a las mujeres, aunque no garanticen los resultados. Ello requeriría de un análisis de las políticas y prácticas de las empresas, que lo harían más riguroso, más activista, **podrían considerar las causas de la desigualdad.**

¿Y un índice con el nombre Gender Equality no debería incluir “equality” en la remuneración en la alta dirección y en el consejo como criterio de inclusión? Presumiblemente reduciría el número de empresas elegibles. ¡Como debe ser!

No se le puede atribuir al índice la virtud de la promoción de la participación de la mujer en los consejos, ni en la alta dirección, ya que por su naturaleza es

una selección de empresas sobre las que no tiene influencia alguna (califican o no califican), y es un mero cálculo de un índice de precios bursátiles para un conjunto de empresas. Es un ente pasivo, un espectador.

Lo que puede cambiar las cosas son las **regulaciones o las voluntades de las empresas**. Es cierto que las organizaciones de la sociedad civil monitorean y hacen cabildeo en este sentido, pero este índice no les ofrece bases para hacerlo más efectivo.

El titular de *El País* sobre la noticia es paradigmático. Dice: *Un índice para empoderar a las mujeres en Bolsa*. De la discusión precedente debe quedar claro que el índice no hace nada para **empoderar a las mujeres**, solo llama la atención sobre el problema. **Ni siquiera incluye todos los aspectos relevantes, ya que se desentiende de un factor crítico como lo es la brecha salarial de género**. Ojalá estemos equivocados.

d. ¿Cómo hacer más efectiva la participación de la mujer?

El problema de la participación de la mujer en la alta dirección y en los consejos se ha estudiado mucho, y hay mucha experiencia acumulada. Y una de estas experiencias es que el tema es mucho más complejo de lo que parece a simple vista. Lo más probado, las cuotas, son un paliativo, no resuelven el problema. En otros escritos hemos analizado las experiencias de los países escandinavos con las cuotas, los esfuerzos de regular, de la Unión Europea, estudios académicos con análisis de los obstáculos y sus posibles remociones, los problemas con las revisiones del Código de Buen Gobierno, de la CNMV, y hemos resumido las lecciones aprendidas y hecho algunas sugerencias⁷.

En uno de esos escritos comentábamos una oportunidad perdida en la revisión del Código de Buen Gobierno, de España, y hacíamos una recomendación para mejorar esa participación⁸:

Una parte de la remuneración variable de los consejeros debe estar determinada por avances en la participación de las mujeres en los consejos y en la alta dirección.

Las empresas deberán reportar en sus estados de información no financiera, de acuerdo con lo establecido en la Ley 11/2018, los porcentajes de mujeres en los consejos y en la alta dirección, las políticas y estrategias vigentes para el aumento de esa participación, las medidas adoptadas en el periodo de reporte, los indicadores que utilizan para medirlo, el nexo entre la remuneración variable de los consejeros con el progreso en estos indicadores y los valores monetarios y porcentuales de las remuneraciones, a nivel agregado de todos los consejeros, resultantes de las medidas adoptadas.

Y un índice podría incluir las empresas que cumplen con esta recomendación de un código (icon coraje!) de buen gobierno.

7. En la serie **Mis catorce artículos sobre el liderazgo de mujeres en las empresas** (con Helena Ancos).

8. Ver *Revisión del Código del Buen Gobierno de España: modernización fallida*, sección III del capítulo V.6 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

III. ¿El IBEX Gender Equality es un índice para fondos ASG?

¿Se creó el índice para “empoderar a la mujer” o para aprovechar que el tema es de interés de la sociedad en general y de algunos inversionistas responsables en particular, y de la gestora de BME? Creemos que es lo segundo, pero aún en ello presenta inconvenientes.

La industria de la inversión responsable está compuesta por millares de empresas e instituciones en la recopilación, agregación y distribución de información básica, productoras de estándares de reporte, empresas calificadoras, productoras de índices de sostenibilidad, consultoras en producción de informes, consultoras en agregación de información, consultoras en el uso de la información y medios de difusión, instituciones que producen premios y distintivos, entre otras instituciones, **todas con fines de lucro, todas con objetivos de que crezca el mercado, un gran número con conflicto de intereses con la sostenibilidad.**

Algunos inversionistas responsables sí se preocupan de que sus fondos sean canalizados a empresas responsables, en el sentido más amplio de la palabra, con el objeto de abaratar su costo de capital o de **facilitarles recursos para emprender proyectos, productos, procesos y servicios responsables.**

Pero no todos los recursos de la inversión responsable se destinan a inversiones reales, que contribuyan a la sostenibilidad. La inmensa mayoría de los fondos se destinan a los mercados financieros, donde unos compran y otros venden valores, sin que haya inversiones reales. Es el entorno en el que se mueven los índices de sostenibilidad⁹.

Y aun esto se está degenerando más todavía. Se está pasando de la “inversión socialmente responsable” (ISR), donde los inversionistas seleccionan los valores de acuerdo con criterios muy específicos, para promover la responsabilidad de las empresas, a la “inversión ASG”, de compraventa de valores **que alguien ha etiquetado como tales,** con base, supuestamente, en algunos criterios ambientales (A), sociales (S) y de buen gobierno corporativo (G). **Se está pasando de invertir en valores que se sabe lo que son, a valores etiquetados por terceros, para promover la circulación del dinero**¹⁰.

Si bien hay fondos y valores etiquetados de acuerdo con criterios estrictos, lo más común son **criterios muy parciales, muy vagos y a veces dudosos. Es el greenwashing de la industria ASG.**

El índice *IBEX Gender Equality* es ilustrativo. Su objeto son los valores de empresas que tienen ciertos porcentajes de mujeres en los consejos y en la alta administración. Pero ello es **un mínimo aspecto de la G de Gobernanza, pero se le imputaría, consciente o inconscientemente, toda la G,** y de paso habrá quienes lo incluyan en la lista de índices ASG, dando la impresión de que tienen toda la A, toda la S y toda la G, aun cuando

9. Ver *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, capítulo VIII.8 de este volumen.

10. Ver *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

solo tenga una mínima parte de G. **El efecto aureola en operación**¹¹.

Tal y como está conceptualizado, el índice puede incluir una empresa con 25 % de mujeres en el consejo, 15 % en la alta dirección, con una gran brecha de género, ser un gran emisor de gases de efecto invernadero y producir productos irresponsables (tabaco, armas, apuestas, etc.). **Pero estará incluida en un “índice de sostenibilidad”**. Y ya verán el boletín de prensa de la empresa y de la gestora anunciando su incorporación al índice.

El índice podrá usar el nombre sostenibilidad o el acrónimo ASG para valores que tienen una mínima o nula contribución a la sostenibilidad.

Y muy probablemente se reporte de manera extensiva sobre el **rendimiento en bolsa del índice**, en comparación con índices más generales, como el IBEX 35, para demostrar que “la responsabilidad rinde”. Veremos el titular “*la inversión en empresas con más mujeres en el consejo rinde más*” (habrá que seleccionar cuidadosamente el periodo para el análisis). **Pero la comparación es superflua, porque el índice no es representativo de “responsabilidad”, y es también muy probable que la correlación entre ambos sea muy alta, por la superposición de sus componentes**¹².

Pero lo importante no es si carteras basadas en el índice rinden más o menos (preocupación de los “maximizadores” de beneficios), sino qué contribución hicieron a la igualdad de género, como su nombre lo indica. ¿Alguna?

Las transacciones en esas empresas o en fondos basados en el índice pasarán a engrosar las estadísticas del avance exponencial de las inversiones ASG, **sin que estos números indiquen una mejora en la sostenibilidad del planeta, solo en las transacciones en los mercados financieros.**

Y es muy poco probable que la constitución del índice estimule el activismo de la industria de la inversión responsable para lograr cambios, ya que se trata de una pequeña parte de la sostenibilidad empresarial. Si hay activistas preocupados por el tema, es muy posible que se preocupen por toda la S de social, y no solo por estos números.

¿Para qué sirven índices tan parciales y de tan mínimos requisitos de pertenencia? **¿Compensan sus virtudes los inconvenientes que acarrear para la reputación de la sostenibilidad empresarial, tal golpeada por el *greenwashing*?**

11. Ver *¿Se puede manipular la reputación?: el efecto aureola*, capítulo III.10 del **volumen II** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

12. El estudio mencionado anteriormente concluyó que la correlación entre aquellos dos índices era del 0,99 sobre el periodo analizado.

Capítulo VIII.6

¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?

*No es oro todo lo que reluce.
El diablo está en los detalles.*

Proverbios populares

No, no es un problema de semántica, del uso de términos equivalentes, todo lo contrario, es el empleo de términos diferentes como si fueran equivalentes. El uso generalizado de términos sin saber qué quieren decir, el montarse en el tren (moda) que pasa sin saber a dónde va. **Es uno de los enemigos de la responsabilidad (sostenibilidad) empresarial y todo lo que la rodea. ¿Y por qué esta discusión es relevante? Porque si no sabes qué es lo que gestionas, mal lo puedes gestionar.**

I. Calificación de responsabilidad/sostenibilidad corporativa

Ahora que se ha puesto tanto de moda el término ASG¹, abreviación de medio Ambiente, Social y Gobernanza, es oportuno recordar que representa criterios en estos tres temas, para la calificación de valores y fondos de inversión en los mercados financieros. Pero que, **lamentablemente, se ha tergiversado al usarlo para etiquetar esos valores y fondos, en el entendido implícito de que la etiqueta los define como de comportamiento responsable en todas manifestaciones de estos tres temas.**

Hay miles de indicadores ASG que pretenden medir/indicar las características de las empresas individuales o los fondos de valores colectivamente, en esos temas. Por ejemplo, emisiones de gases de efecto invernadero (A), brecha salarial por género (S) o porcentaje de consejeros independientes en el consejo (G). Estos indicadores se recopilan para empresas y fondos, y, en general, son agregados en algún modelo de lo que quiere decir sostenibilidad (decenas de indicadores para cada tema), escalados a alguna base (por ejemplo, 100 para lo mejor), agregados en promedios ponderados por tema, A, S, G y sus múltiples variantes, y luego los temas ponderados otra vez para una calificación o clasificación agregada. A veces la empresa calificador (ratings o productoras de índices de inversión) decide números de corte para poder ser parte de sus índices.

1. Ver *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3 de este volumen.

En principio esto parece razonable, **el problema viene de la interpretación. Cada productora de calificaciones o índices tiene su propio modelo de lo que constituye responsabilidad, tiene sus propios indicadores, sus propios pesos**, o sea, la importancia relativa de cada indicador en la evaluación final. ¿Cómo se determina la importancia relativa de emisiones de carbono versus consumo de agua, versus porcentaje de mujeres en el consejo, versus medidas anticorrupción, versus desarrollo profesional? ¿Se puede decir que uno es diez, cinco, tres veces más importante que el otro? **¿No depende de cada empresa y su contexto? ¿No depende de la materialidad de sus impactos?**

Además, hay muchos aspectos que no se consideran o cuyos indicadores no son representativos. Elusión fiscal y prácticas anticompetitivas no se consideran (¿no existen?), responsabilidad del producto solo si hay efectos tangibles en la salud, sueldos injustos, corrupción solo si hay litigaciones de por medio, el desarrollo del personal en términos de número de horas-persona dictadas de cursos (¿aprendieron?, ¿podrán hacer carrera?), la ética con la existencia del código y/o el número de casos que consideró el comité (pocos casos puede querer decir que la empresa es un modelo de comportamiento ético o que no se aplica el código).

No es de sorprender que hay grandes divergencias entre las calificaciones de una misma empresa para diferentes calificadores, por lo que se pierde credibilidad². Algunos índices se construyen con las empresas mejor calificadas en su respectivo sector industrial, **pero sin tomar en cuenta la responsabilidad de su producto.** El *Dow Jones Sustainability Index* incluye las mejores empresas tabacaleras, las mejores de combustibles fósiles y las mejores de apuestas, por ejemplo. **Si un fondo de inversión toma la composición de este índice de “sostenibilidad” como modelo para elaborar su cartera, termina invirtiendo en tabaco, petróleo y casinos.**

Y además de calificaciones e índices globales se producen para todo tipo de sectores (p. ej., energía) y subsectores (p. ej., energía solar), para todo tipo de temas (p. ej., social) y subtemas (p. e., participación de la mujer), para todo tipo de áreas geográficas (p. ej., Europa)³. **Y siempre habrá una empresa que sea la mejor, aun cuando sea muy irresponsable en los aspectos no incluidos, o los incluidos con baja ponderación. El problema estará en la generalización de las interpretaciones de estas calificaciones.**

Con el objetivo de favorecer a las empresas responsables y estimular sus prácticas, algunos inversionistas seleccionan esas empresas para sus carteras o fondos, lo cual es laudable. Aunque **ello no quiere decir que los recursos de las inversiones lleguen a las empresas para hacer sus inversiones, ello solo ocurre en el mercado primario**, donde se compran los valores (acciones y bonos, por ejemplo) a las empresas. La gran mayoría de las inversiones suceden en el mercado secundario, donde esos valores

2. Ver *Rankings de RSE/Sostenibilidad: cualquier coincidencia es pura coincidencia*, capítulo V.4 del volumen VI de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*. Para análisis rigurosos ver *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, por Florian Berg, Julian F. Kölbl y Roberto Rigobon, agosto del 2019, y el *Apéndice V de Seven Myths of ESG*.

3. MSCI, una de las mayores calificadoras ASG del mundo, produce 1500 índices diferentes.

se compran a otros tenedores, compraventa: por cada comprador un vendedor⁴.

El problema está en la selección de los valores que se van a incluir, y es aquí donde se diferencian las inversiones ASG de las Inversiones Socialmente Responsables (ISR). El objetivo es el mismo, el proceso y el resultado, muy diferentes.

II. Inversiones Socialmente Responsables (ISR)

Es la denominación tradicional de la inversión en empresas responsables. En general, está basada en la selección individualizada de las empresas en las que se va a invertir, utilizando criterios de responsabilidad desarrollados por los propios inversionistas, normalmente fondos de inversión especializados (de pensiones, soberanos, institucionales, de gestores de riquezas, fundaciones, aseguradoras, etc.). Pueden usar calificaciones desarrolladas por terceros, pero suelen ser rigurosos en su selección.

Sin embargo, si bien esta industria suele usar criterios o fuentes de información relativamente rigurosos, **ante la demanda del mercado y la presión de generar comisiones, también se degeneran.** En términos un tanto simplistas, podemos decir que hay dos grandes modalidades de selección: negativa y positiva.

En la primera, selección negativa, se usan criterios muy generales de exclusión, no se invierte en sectores industriales que se consideran dañinos, como tabaco, armamentos, alcohol, apuestas y similares. Todo lo demás es aceptable, sean empresas responsables o no. Es una posición extremadamente cómoda y perversa. No contribuye en nada a la sostenibilidad empresarial, solo a la financiera de sus gestores y a la reputación (¡!) de algunos inversionistas, que así pueden decir que favorecen la sostenibilidad empresarial, aun cuando sea una falacia. Lamentablemente, constituyen un elevado, aunque decreciente, porcentaje en las estadísticas de la ISR⁵.

En la segunda, la selección por inclusión, las empresas se seleccionan explícitamente de acuerdo con sus características de sostenibilidad. Es la modalidad usada por fondos en realidad interesados en la sostenibilidad empresarial.

Y hay un caso más específico, que es el de la inversión de impacto, cuya selección es todavía más individualizada, e incluye no solo las características de sostenibilidad, sino, además, un análisis, seguimiento y reporte de sus impactos. Estos inversionistas suelen ser mucho más activistas y acostumbran participar, directa o indirectamente, en la gestión de las empresas o proyectos. Suele ser usada en empresas emergentes y en fondos parcialmente concentrados, y para clientes predeterminados (por ejemplo, fundaciones u fondos de riqueza)⁶.

4. Ver *¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?*, capítulo VIII.8 de este volumen.

5. Para un análisis detallado de lo que incluyen las diferentes modalidades de selección, ver *Inversión responsable o responsabilidad de la inversión*, capítulo VIII.9 de este volumen.

6. Un autor propone el nombre de Inversión Responsable y Sostenible de Impacto (SRII en su acrónimo en inglés). Ver *SRI and ESG are Not Interchangeable. Here's Why We Choose SRI*.

III. Inversiones ASG

a. Qué son, qué no son

Las inversiones ASG tienen características semejantes a la ISR; sin embargo, el proceso de selección tiene deficiencias. Los valores se seleccionan de acuerdo con el etiquetado ASG que hayan recibido. Es una posición intermedia entre la selección por exclusión y la de inclusión de la ISR. Es más rigurosa que la exclusión, ya que selecciona valores que tienen características de sostenibilidad positivas; no solo excluye las negativas (aunque hay que recordar el caso del *Dow Jones Sustainability Index*, mencionado antes, que sí las incluye), pero la parte de selección positiva puede dejar mucho que desear.

El uso del nombre de los criterios ASG para hacer las calificaciones se ha extendido a la denominación de las empresas y fondos de inversiones. Como comentábamos antes, la etiqueta se asigna a valores que tienen alguna característica positiva, sin tomar en cuenta los múltiples impactos negativos que pueda tener. No hay un mínimo de positividad requerido, de aquí que el uso de la etiqueta ASG es engañosa en el mejor de los casos, perversa en otros.

En el capítulo VIII.11, *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, analizamos el problema con mayor detalle y decimos:

Podemos resumir el problema en cuatro cuestiones:

- *¿Qué es A?, ¿qué es S?, ¿qué es G?, ¿qué es ASG?;*
- *¿Cuánta contribución (bondad) en cada uno?;*
- *¿Cuáles son las compensaciones (tradeoffs) de comportamiento dentro de cada uno de los aspectos de los componentes A, S, G y entre los componentes (no se espera que ninguna empresa sea buena en todos ellos)?, y*
- *¿Se cuentan como contribuciones negativas los efectos dañinos no mitigados?*

Y ofrecemos una propuesta para que la calificación ASG tuviera credibilidad:

“Con el fin de calificar para ser incluido en una cartera ASG, un instrumento financiero debe tener una calificación ASG promedio, calculada sobre, digamos, 10 calificadoras seleccionadas, de no menos de 7 sobre 10, y no menos de, digamos, 5 sobre 10 en cada uno de los componentes A, S y G”. Las calificadoras serán seleccionadas a través de validaciones de sus calificaciones, con base en la concordancia con la opinión de un grupo de expertos en cuanto a la responsabilidad de las firmas calificadas (las que tengan mayor correlación).

La inversión ASG puede seleccionar valores con algo bueno en A, mucho malo en A, algo en S y malo en G. No todos lo hacen, pero la presión para producir conduce a simplificaciones perversas. Este es el caso de la mayor comercializadora de carne del mundo, cuyos bonos fueron etiquetados ASG⁷. La reacción de [muchas carnicerías en](#)

7. Ver *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, capítulo VII.1 de este volumen.

[Europa](#) es ejemplar, ya que al hacer la diligencia debida y no dejarse llevar por el etiquetado, dejaron de comprarle.

El uso de etiquetas ASG para la selección de inversiones es una tarea cómoda y, por ende, popular, ya que evita tener que hacer la diligencia debida sobre la sostenibilidad de los valores que se van a incluir.

b. Rentabilidad versus sostenibilidad

Y la selección de los valores que se van a invertir no se basa exclusivamente en sus calificaciones de sostenibilidad. Incluye, aunque no se quiere reconocer, su rentabilidad en bolsa. En teoría, se seleccionan los valores con base en criterios ASG, pero siendo estos muy flexibles, se pueden seleccionar los valores que se crea que tienen mayores potenciales de rentabilidad. **La rentabilidad es medible con certeza, en tanto que la sostenibilidad es borrosa, hasta es cuestión de opinión.**

Esto es particularmente importante para fondos que se comercializan al público inversionista, ya que los puede diferenciar de los demás con la etiqueta ASG. **En general, no se clasifican estos fondos por su sostenibilidad, no hay un número para ello, basta con decir que se usaron criterios ASG** en su configuración, por lo que, para su competitividad en el mercado, la rentabilidad es determinante. Si hay un valor que se estima que será muy rentable, se incluye en el fondo; basta con que no sea manifiestamente irresponsable.

Esta es la razón por la que la gran mayoría de los fondos ASG incluyen valores de empresas tecnológicas, casi independientemente de su responsabilidad⁸. **En ASG, ¿qué son valores responsables? ¿Cuánta A, cuánta S, cuánta G tienen?; cuánta irresponsabilidad tienen no es factor de inclusión o eliminación.** Basta con poder demostrar que se usan criterios ASG; o como se dice en la industria, “integran ASG” en las decisiones. Y esto es lo que explica el gran interés de los reguladores nacionales y supranacionales en la tipificación de estas inversiones ASG, en combatir el *greenwashing*⁹.

Solo si los fondos siguen exactamente algún índice de sostenibilidad, deben modificar los valores de empresas que sean cambiadas del índice, pero, en general, los fondos solo usan el rendimiento de los índices como referente (*benchmark*) para su evaluación, no como criterio de inclusión o exclusión.

Algunos suelen decir que los inversionistas responsables están dispuestos a sacrificar rentabilidad para obtener responsabilidad. En la práctica, lo que se hace es buscar la máxima rentabilidad, siempre que se pueda decir que el fondo invierte en valores responsables. Y si los hay, no suelen estar en el mercado de la inversión con criterios ASG, están en el de la ISR.

Este problema, si bien afecta también las inversiones ISR con inclusión proactiva, **el efecto es mucho menor**, ya que suelen tener criterios definidos, más estrictos. Tienen

8. Ver [Apple. Un gigante de tres billones líder en controversias](#) (accesible por suscripción, pero gratuita).

9. Ver [Mis diez artículos sobre la tensión entre responsabilidad y rentabilidad](#).

mucha menos flexibilidad en lo que denominan como responsable. **Y son inversionistas más comprometidos.**

IV. Resumen

Las inversiones ISR y la selección de valores con calificaciones ASG **tienen en común el objetivo de invertir en empresas y proyectos que sean social y ambientalmente responsables (y, por ende, bien “gobernados”, la G), pero difieren en la implementación y en sus resultados.**

El término ASG se ha extrapolado de la calificación en algún aspecto en una empresa, a una etiqueta que se supone que representa una responsabilidad amplia. Con su creciente popularidad, es todavía más abusada, y se están relajando hasta los bajos estándares del etiquetado. Es una selección basada en calificaciones de terceros, que hemos analizado en anteriores artículos, que son poco confiables y menos extrapolables a toda la empresa o fondo.

El término ISR es más preciso, aunque también tiene abusos en su implementación: no todo lo que brilla es oro. **El uso de criterios de exclusión no merece el nombre de inversión responsable, es *greenwashing* en estado puro.** Lo único bueno que se puede decir es que es un *greenwashing* transparente, es obvio.

Pero la inversión ISR por inclusión proactiva es más rigurosa, es inversión basada en una selección caso por caso, con un análisis más integral de los aspectos de responsabilidad empresarial. Y en el caso de las inversiones de impacto, son aún más proactivas y pueden llegar hasta participar en la gestión de la empresa o proyecto, aunque su prevalencia sea mucho menor y restringida a empresas/proyectos e inversionistas selectivos.

Y tiene menos problemas de conflicto entre responsabilidad y rentabilidad, al ser sus criterios de inclusión más estrictos, más rigurosos, operando en un mercado de inversionistas comprometidos. Podríamos decir que, en ISR, las prioridades relativas son responsabilidad primero y rentabilidad después, al revés que la inversión ASG.

En forma relativamente simple, podríamos decir que el rigor va a ISR por exclusión a selección con criterios ASG; en ambos casos no merecen el nombre de inversión responsable, a ISR por inclusión explícita a inversión activista de impacto.

No, no es semántica.

Capítulo VIII.7

Evidencia de *greenwashing* en fondos ASG

En capítulo anterior analizábamos algunas de las deficiencias en el uso de criterios ASG para representar la sostenibilidad de valores y fondos de inversión, y el potencial abuso para el *greenwashing*. En este capítulo analizamos un estudio académico que muestra evidencia de estos aspectos.

La escuela **para** negocios (como se autodenominan para enfatizar su enfoque pragmático) *École des Hautes Etudes Commerciales du Nord* (EDHEC), especializada en finanzas, presentó los resultados de su estudio [*Doing Good or Feeling Good? Detecting Greenwashing in Climate Investing*](#), en el webinar *The Climate Deserves Better than 12 %!* ([presentación](#)). El estudio corrobora, con evidencia tangible, que muchas de las inversiones calificadas como A, “ambientalmente responsables” (el estudio se concentra solo en el tema del cambio climático), dejan mucho que desear en cuanto a impacto en el cambio climático.

En el capítulo anterior preguntábamos: ¿Cuánta A, o cuánta S, o cuánta G deben tener las empresas que emiten valores o piden préstamos? ¿Cuál es el mínimo necesario para calificar? Este estudio analiza la primera de estas preguntas, y concluye que muchos valores calificados como A tienen muy poca A y mucho de *greenwashing*, pero son calificados como tales, con la implicación (no explícita) de que son “completamente A”. En este capítulo consideramos los resultados del estudio en el contexto de nuestras observaciones.

En el capítulo final de este volumen analizamos también el argumento de que los fondos calificados como ASG rinden más que los fondos tradicionales, y lo atribuimos (sin hacer un análisis estadístico riguroso) a que tienen una mayor proporción de valores que son considerados como ASG, pero que lo son poco; sin embargo, siendo valores de elevada capitalización en el mercado, se incluyen en los fondos para no desviarse mucho del rendimiento de los índices que se usan como *benchmark* para la evaluación de sus rendimientos. **En efecto, estos valores tienden a ser incluidos en mayores proporciones que en los índices *benchmark*, lo cual ha dado lugar a un mayor rendimiento de los fondos ASG, en épocas de crecimiento económico.**

En el estudio citado, para mostrar el efecto del *greenwashing*, se hace también un análisis comparativo de las proporciones de los diferentes valores, con supuesto impacto en el cambio climático (A) en fondos comercializados como de ese impacto, con los de los *benchmarks*. Pero en este caso se concluye con una observación sobre el potencial *greenwashing* en la composición de los fondos. Si en el capítulo atribuimos las diferencias de proporciones a la búsqueda de un

argumento de mayor rentabilidad, en este estudio es **la similitud de proporciones la que sugiere el argumento de *greenwashing***.

Concluye, por ejemplo, que:

*“las estrategias de los fondos que alegan combatir el cambio climático son muy parecidas a las de los fondos tradicionales... Por ejemplo, **los diez valores con mayor proporción en el fondo ASG de MSCI (US\$22500 millones en inversiones: iShares ESG Aware) son los mismos que los de mayor proporción en el índice general S&P 500**”.*

O sea, que **no se enfatizan** los valores (acciones y bonos) de las empresas con impacto en el cambio climático. De hecho, la principal conclusión del estudio es que **la diferencia global agregada entre las proporciones en los fondos de cambio climático y los tradicionales es de solo el 12%**.

*Como tal, el estudio del *greenwashing* en la construcción de los fondos de inversión muestra que las calificaciones sobre cambio climático solo corresponden, en promedio, **a un 12% de la diferencia en las proporciones de los valores en los fondos**, con todas las estrategias de inversión con las que tienen como objetivo primario el impacto sobre el rendimiento climático.*

¿Se puede justificar la etiqueta ASG, o, en este caso de A, a fondos que en promedio se diferencian de los tradicionales en un 12%? O sea, **un caso de etiquetado, más que de impacto, como denunciábamos en el capítulo anterior**.

Y no vale la pena entrar en argumentaciones metodológicas sobre el valor del 12% de diferencias. Lo que sí es cierto es que **la correlación entre la composición de un fondo tradicional y uno dedicado al cambio climático es muy alta, y ello indica que hay poca diferencia de estrategia entre ambos, poco valor añadido por los fondos dedicados a valores de empresas que, se supone, son ambientalmente responsables**. Los autores del estudio llaman a esto *greenwashing*, en el sentido de que “venden” un fondo como ambientalmente responsable, cuando se diferencia muy poco de los fondos tradicionales. En el lenguaje de nuestro artículo, podríamos decir que **con muy poca “A”, estos fondos se denominan “A”**.

No se puede esperar que los componentes de los fondos ASG sean 100% ASG, pero, como proponemos con la calificación de “grado de sostenibilidad” del capítulo VIII.11, se debe exigir que **cada uno de los valores que se incluyen en esos fondos, y los mismos fondos resultantes (no compensar irresponsables con responsables), deban superar un umbral de impacto positivo en sus respectivas especializaciones, en este caso en A**.

El estudio también destaca una conclusión colateral, pero que es relevante para la construcción de estos fondos de inversión. **Es la estrategia que usan algunos, de evitar invertir en empresas que tienen alta contribución a las emisiones, lo cual en principio parece que debe ser la estrategia que seguir, pero que tiene efectos secundarios importantes en la economía real**.

Por ejemplo, evitar inversiones en generación de energía eléctrica con fuentes no renovables

parece ser razonable, pero ello implica que los fondos afectan la asignación de recursos financieros a ciertos sectores que son (todavía) necesarios para hacer la transición de una economía baja en emisiones de carbono. No se puede vivir sin la electricidad, y no toda puede ser generada por fuentes 100% renovables a corto y mediano plazo.

Lo razonable sería lo de no excluir aquella actividad, pero enfatizando su transición a energía limpia. Debería ser aceptable incluir inversiones en función de su mejora, y no solo por su condición actual. Significativamente, el estudio también concluye que los fondos siguen invirtiendo en empresas que empeoran su contribución al cambio climático.

Pero esto requeriría de un activismo proactivo de los fondos de inversión, no solo favoreciendo a las empresas responsables, sino, además, exigiendo la mejora de ese comportamiento. Recordemos que la responsabilidad empresarial, en la mayoría de los casos, se aleja mucho de ser inmejorable. En general, los fondos de inversión ESG son relativamente pasivos en este sentido¹ (con algunas excepciones, como el fondo de pensiones más grande del mundo, el de los empleados públicos del Estado de California, CalPERS). **¿Debería esto ser parte de la responsabilidad social de los fondos de inversión?**².

En aquel capítulo comentamos que se pueden construir con facilidad fondos ambientalmente responsables, aumentando las proporciones en empresas de consultoría (bajas emisiones) y, según el análisis del estudio, reduciendo las proporciones en generación eléctrica. **Pero ¿qué es más importante para la transición a la economía limpia y el desarrollo económico, que es lo que la sociedad necesita?, ¿más capital para la consultoría y menos para la electricidad?, ¿o más recursos para las empresas de electricidad, y con ello estimular el cambio? Mientras tanto, ¿podemos vivir sin combustibles fósiles? No, pero se puede estimular a esas empresas a que inviertan los beneficios que obtienen con esas fuentes, para diversificarse a fuentes renovables.**

En este sentido, es de destacar **el impacto que puede ejercer la demanda**, como es el caso de las empresas de mayor consumo energético del mundo, como Google y Amazon. Google, desde hace 15 años, es neutro en sus emisiones de GEI utilizando energía renovable y compensando emisiones con inversiones en proyectos que evitan o reducen emisiones. **Es el mayor comprador del mundo de energía renovable.** Amazon también es un gran comprador de energía renovable, y se comprometió a usar exclusivamente energía renovable para el 2030, y ser neutros en emisiones netas para el 2040.

Ejercer el poder de compra es un cabildeo muy efectivo. Al contrario del cabildeo, es *greenwashing* lo que hace el mayor fondo de inversión del mundo, BlackRock, cuyo CEO se ha hecho todavía más famoso al pontificar sobre la responsabilidad de las empresas ante la sociedad, aun cuando sus fondos no actúan en consecuencia. Se defienden diciendo que consideran más efectivo el involucramiento

1. Ver el artículo ***Mucho ruido, pocas nueces: activismo de fondos de inversión.***

2. Ver ***¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?***, capítulo VIII.8 de este volumen.

directo con los dirigentes de las empresas en que invierten. **Mientras tanto, no votan a favor de resoluciones, por ejemplo, sobre cambio climático, en las asambleas generales de accionistas.**

Y ha habido denuncias públicas de este *greenwashing* por parte de expleados. Tariq Fancy, el ex jefe de inversiones sostenibles de *BlackRock*, ha denunciado en tres artículos (*Secret Diary*) la hipocresía de su empleador, **alegando que sus políticas y esquemas de incentivos conspiran contra sus acciones en sostenibilidad.** La ex jefe de inversiones sostenibles del mayor gestor de inversiones bursátiles de Europa, DWS (*Deutsche Bank* tiene el 80 % de las acciones), Desiree Fixler, [denunció](#) que su empleador **no incorporaba criterios de sostenibilidad en la composición de gran parte de los fondos comercializados como ASG³.**

En resumen, *greenwashing* en la selección de los valores que se van a incluir en los fondos, en sus proporciones, en su calificación y aun en el cabildeo a favor de la sostenibilidad.

3. Ver *¿Y si el greenwashing fuera un crimen?*, capítulo VIII.2 de este volumen.

Capítulo VIII.8

¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?

Hay una concepción prevaeciente en el mundo de las finanzas sostenibles, y es que las actividades de esa industria contribuyen a la sostenibilidad. En este artículo analizaremos este supuesto implícito con más detalle, para demostrar que **pueden hacerlo A VECES, no siempre, y las condiciones bajo las cuales serían más esas veces.**

En el análisis tomamos el **punto de vista de la sociedad y del planeta**, no los intereses de los emisores o de los inversionistas y acreedores, como es el caso en la gran mayoría de los artículos y publicaciones sobre este tema.

I. Introducción

La industria de las finanzas sostenibles y de la inversión responsable se encuentra en plena expansión; algunos dirían que en explosión. La presión de las instituciones asociadas con los **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)**, para la canalización de recursos financieros a su logro; las presiones para financiar medidas que contribuyan a paliar el **cambio climático** y alcanzar los objetivos del Acuerdo de París, y las necesidades de la **pandemia**, han estimulado todavía más el interés en que se implementen actividades que contribuyan a la sostenibilidad del planeta y la sociedad, y con ello la asignación de recursos financieros. Adicionalmente, se ha estimulado el **interés de las instituciones financieras y de los inversionistas en contribuir a esos logros**, para algunos aprovechando una oportunidad de hacer dinero, y para otros, la oportunidad de contribuir con sus recursos a lograr un mundo mejor.

En la discusión de estos temas **se suelen mezclar dos grandes áreas, que para nuestros objetivos es importante distinguir.** Una es el flujo de recursos destinados a **transacciones financieras** en valores de empresas (calificadas) como responsables en los mercados, y la otra son los recursos destinados a empresas y proyectos para **inversiones reales** en actividades que tienen un impacto directo sobre dicha sostenibilidad.

Este conjunto de instituciones y recursos ha tenido diferentes nombres, y recientemente se está generalizando la denominación de la “industria de la ASG”, Ambiental, Social y de Gobernanza, aunque estrictamente hablando, ASG se refiere a los **criterios usados en el análisis de las actividades.** También, para nuestros propósitos, es importante destacar dos grandes componentes de esta industria: **los facilitadores y los mercados financieros, por una parte, y los inversores en activos físicos, por otra.**

La industria de los facilitadores está integrada por empresas dedicadas a la recopilación, agregación y distribución de información básica, las productoras de estándares de reporte, empresas calificadoras, las productoras de índices de sostenibilidad, las consultoras en producción de informes, las consultoras en agregación de información, los corredores, los gestores de fondos ASG, entre otras instituciones, y mueve miles de millones de dólares en comisiones y cargos¹. **Su interés se mueve alrededor de las transacciones y de la información correspondiente. Este segmento y el de las transacciones financieras tienen intereses en que el mercado se mueva y crezca.** Salvo algunos inversionistas, activistas social y ambientalmente responsables, aquellos **no tienen incentivos en el impacto social y ambiental, sino en la movilización de los recursos financieros**, en que las actividades de las empresas conduzcan a la sostenibilidad.

Las remuneraciones de muchos de los integrantes de esta industria no están ligadas a la efectividad en el logro de los supuestos objetivos ASG de las empresas. Solamente algunos inversionistas responsables tienen el incentivo no monetario de lograr la sostenibilidad, pero aun estos se enfrentan a un mercado dominado por la oferta de información y de valores para la inversión por parte de aquellos integrantes.

Y esto se añade a la **gran confusión existente en cuanto a qué constituye ASG², qué actividades, qué amplitud, qué intensidad, qué impacto real deben tener en la práctica. Gran número de los fondos autocalificados como ASG tienen inversiones en empresas que contribuyen a la sostenibilidad de forma marginal.** Prácticamente cualquier actividad que lleven a cabo estas empresas se califica ASG. Basta con tener un poco de A (por ejemplo, reciclar) o un poco de S (políticas antidiscriminación) o un poco de G (algunas mujeres en el Consejo) para que **se les atribuya el calificativo ASG, en su totalidad³.**

La parte financiera de la industria de la inversión socialmente responsable se desarrolla en este entorno de intereses creados en su expansión y en la indefinición del objeto de su actividad. De aquí que sea necesario estudiar si tienen impactos sobre la sostenibilidad, y qué se puede hacer para lo tengan o lo mejoren.

II. ¿Qué impactos tienen los fondos ASG sobre la sostenibilidad del planeta?

Se habla mucho del impacto de los fondos de valores ASG de forma **muy superficial, sin considerar a fondo el impacto** de las empresas que emiten esos valores (capital y deuda). Esto lo pretendemos analizar en esta sección.

1. La hemos descrito en detalle en los enemigos 2 y 3 en el artículo *Los trece enemigos de la responsabilidad empresarial*, capítulo II.1 de este volumen.

2. Ver la sección III de *¿Cuántos esquemas/estándares de información sobre sostenibilidad se necesitan? Primera parte: ¿cuántos hay?*, capítulo VI.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

3. Ver la discusión de esto con mayor detalle en *¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

1. Fondos ASG “pasivistas”

Sí, la palabra “pasivista” no existe en la lengua española, pero la necesito para mi explicación, como espero demostrar. En esta sección consideraremos el impacto potencial en la sostenibilidad de la empresa de los **fondos ASG con carteras gestionadas activa o pasivamente en su involucramiento en transacciones en los mercados financieros, pero sin involucramiento en la dirección estratégica de las empresas**. Estos fondos son “pasivistas”, como antónimo de “activistas”, de los que sí se involucran, directa o indirectamente, en la dirección estratégica. Hay fondos pasivos y activos (en la gestión financiera de sus carteras), y “pasivistas” y activistas (en su involucramiento en la gestión de las empresas emisoras).

Gestión financiera y de sostenibilidad de los fondos ASG



En términos generales, un fondo ASG “pasivista” invierte los recursos de los inversionistas en los valores de empresas, calificadas por alguien como responsables, en los mercados financieros, generalmente en las bolsas de valores. Compran y venden valores ya existentes en el mercado, a otros fondos o inversionistas que los poseen. Si cambian los valores incluidos en sus carteras (gestión financiera activa), suele ser para aprovechar cambios en los mercados financieros. Muchos fondos mantienen la composición relativamente constante (gestión financiera pasiva).

Las empresas no reciben recursos financieros como consecuencia de las inversiones de los fondos ASG, los recursos los obtienen los vendedores de los valores. Las empresas no se enteran, excepto porque en sus registros se ha cambiado el nombre del propietario de algunas acciones y, salvo en contadas excepciones, ni lo miran. Solo recibirían los recursos de los fondos ASG si los valores fueran el resultado de nuevas emisiones, para aumentar el capital o la deuda para financiar inversiones (y en este caso suelen ser fondos activistas, como veremos más adelante).

Los fondos ASG “pasivistas”, financieramente activos o pasivos, no suelen influenciar la sostenibilidad de las empresas en las que invierten, ya que no se involucran en la gestión, salvo en los casos que consideramos más adelante. Su influencia se limita a comprar los valores de las empresas calificadas como responsables, lo que, **en teoría**, podría aumentar la demanda por esos valores, hacerles subir su precio en los mercados y, por ende, disminuir su costo de capital. En la práctica, el impacto es muy poco notable. ¿Las empresas quieren ser más responsables para poder acceder a estos fondos? Es posible en el caso de fondos muy especializados y empresas especiales (ver más adelante). **Los fondos ASG genéricos no tienen impacto perceptible en la sostenibilidad.**

En el mercado de EE. UU., los tres fondos de inversión, con gran volumen de recursos bajo gestión de sostenibilidad pasiva, [BlackRock](#), [Vanguard](#) y [State Street](#), son el primero, segundo o tercer mayor accionista en el 42%, 8 % y 8 %, respectivamente, del número de empresas cotizadas en la Bolsa de Nueva York; son uno de los tres primeros accionistas en el 93 % de esas empresas. Y son el primero, segundo o tercer accionista en el 78 %, 10 % y 5 %, respectivamente, de las empresas medidas por capitalización. **Controlan la bolsa. Deberían poder usar ese poder para promover la sostenibilidad de las empresas, el capitalismo de los stakeholders, pero hay que recordar que en realidad representan a los shareholders⁴.**

El caso de BlackRock es paradigmático. **Su CEO fomenta la inversión responsable en sus discursos y cartas a sus colegas⁵, pero es muy poco lo que hacen en la práctica**, son pocas las decisiones sobre aspectos ASG que cuentan con su voto favorable en las Asambleas Generales de Accionistas (AGA), alegando que prefieren el involucramiento con los consejos para influenciarlos de manera directa. **Podría ser una buena estrategia... si fuera efectiva.** Resulta lamentable que es una actividad netamente privada y secreta, sobre la cual no se tiene información.

2. Fondos de pensiones

Y en este mismo grupo de fondos “pasivistas” hay algunos que **ejercen un nivel superior de activismo, aun cuando ello no sea su objeto**. Es el caso de fondos de pensiones, que si bien no son explícitamente ASG, sí persiguen objetivos de sostenibilidad en sus inversiones, ya que tienen una mayor preocupación por sus *stakeholders*, en este caso los futuros pensionados, que necesitan un planeta y una sociedad más sostenibles.

Los fondos de pensiones, a diferencia los que son ASG, no los gestionan directamente los “dueños”, los futuros pensionados, sino la organización que los representa, y delegan la gestión de las inversiones a gestores especializados en los diferentes segmentos de activos que les interesan (acciones, deuda, bienes raíces, infraestructura, valores internacionales, fondos de cobertura o *hedge funds*, etc.). La organización establece las políticas de inversión (objetivos de riesgo-rendimiento,

4. **Capitalismo de los stakeholders: cómo se implementa?**, capítulo II.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

5. Ver **Activismo de los fondos de inversión: mucho ruido, pocas nueces**, capítulo IV.5 del volumen V de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

categorías de activos en los cuales invertir, tipos de gestores, etc.), y gestionan a esos gestores. Son un fondo de fondos, con una gestión indirecta de los recursos financieros.

Pero no delegan el activismo, que lo hace la organización central, aunque los más activistas también dan instrucciones a los gestores de sus segmentos. Los fondos más grandes tienen gran poder ante los gestores de fondos propios y externos, y de persuasión en los mercados financieros, y suelen ser muy activos en las AGA, en el cabildeo con los consejos y en su participación en las políticas y discusiones sobre ASG a nivel nacional o internacional.

Los mejores ejemplos de este activismo son los fondos de pensiones CalPERS y CalSTRS, de los empleados públicos (más de 1,6 millones de miembros, casi US\$400 000 millones) y educadores (casi un millón de miembros, US\$310 000 millones), respectivamente, del Estado de California, dos de los mayores del mundo, y el fondo ABP, el mayor del mundo, de los empleados públicos y educadores de los Países Bajos (más de US\$620 000 millones y más de 3 millones de miembros).

El activismo de estos grandes fondos se suele concentrar en grandes temas de interés para la inversión responsable, tanto **en sus carteras como a nivel agregado en sus países y en el ámbito internacional**, como, por ejemplo, el cambio climático, involucramiento de los *stakeholders* en la gobernanza, remuneración de los consejeros y dirigentes, y sus nexos con metas de sostenibilidad, responsabilidad en la cadena de valor y temas sociales, como la discriminación por género y raza/etnia, y los sueldos justos, entre otros.

3. ¿Qué impacto tiene sobre la sostenibilidad del planeta la desinversión por parte de un fondo ASG?⁶

Si un fondo de inversiones responsable decide desinvertir en empresas de combustibles fósiles, ¿caerán las inversiones en combustibles fósiles? Puede ser, pero no es un impacto directo. Las acciones que vende el fondo las compran otros inversionistas, posiblemente irresponsables o indiferentes al tema ambiental. Pero la empresa no recibe menos fondos para invertir. Lo que puede suceder es que el precio de todas sus acciones baje, como resultado de la oferta adicional de acciones al mercado, y ello puede tener la consecuencia, en el caso de las empresas de combustibles fósiles, de que quieran acudir al mercado a obtener capital para sus inversiones, y tendrán que emitir más acciones para lograr el mismo monto, o sea, **ha subido su costo de capital**. Pero esto solo ocurrirá en el caso de que, en efecto, baje el precio de sus acciones, y que requiere de mayor capital. **El costo de la deuda también puede aumentar**, pero ello será como consecuencia de la mayor percepción del riesgo de ese tipo de empresas que tengan los bancos e inversionistas en instrumentos de deuda, y **no necesariamente porque aquel fondo haya vendido sus acciones**.

Sin embargo, para que la desinversión tenga un efecto sobre el precio de las acciones en las bolsas, tendría que vender un gran volumen a cortos plazos, y/o hacerlo de forma coordinada con otros fondos para que sea una cantidad significativa. Pero es muy posible que el fondo no lo haga así, porque perdería valor de su cartera, o que, si lo hace, lo haga paulatinamente, para no afectar el precio de venta⁷.

6. Ver el capítulo VIII.3 de este volumen.

Hay que recordar que, en los casos de gestión financiera pasiva, la desinversión tiene limitaciones, y en algunos casos no es una opción. Gran parte de los recursos que gestionan los gestores de fondos son pasivos, tienen un objetivo de riesgo-rendimiento que los liga a algún índice o determinado criterio, que luego se usa para evaluar su rendimiento. Los que siguen un índice invierten en sus componentes, en las mismas proporciones. Si quieren desinvertir en una empresa, se desviarían del índice. Para algunos fondos, ello es permisible siempre y cuando el riesgo-rendimiento se mantenga, o se desvíe ligeramente, dependiendo de la política de inversiones del fondo. En algunos casos la composición es muy rígida y no se puede cambiar, al punto de que el fondo se debe “rebalancear” en forma periódica y comprar y vender acciones para adaptarse a los cambios en los precios y volumen de acciones en circulación. **Pero no “rebalancea” por razones de sostenibilidad, se “rebalancea” en forma financiera.**

Un gran volumen de activos se gestiona de manera financieramente pasiva, por lo que la estrategia de desinversión tiene limitaciones. A nivel mundial hay US\$15 billones de activos en fondos pasivos en su gestión financiera, y en EE. UU. constituyen el 50 % y en Europa el 20 % de los fondos.

Pero esto no quiere decir que la desinversión por parte de fondos prominentes no afecte el acceso a los mercados de las empresas excluidas, pero el efecto es indirecto. No es la desinversión, es el mensaje, que refuerza lo que con mucha probabilidad ya prevalezca en los mercados, que esas industrias no deben ser apoyadas financieramente, ya sea por las instituciones de crédito, como por los mercados de capitales o, en el mejor de los casos, lo harían a costos superiores.

Actualmente, el caso más paradigmático son las empresas de combustibles fósiles, por cuanto su **impacto sobre el cambio climático es más reconocido**, y ello constituye una preocupación generalizada. La relación riesgo-rendimiento es más clara. **En caso de irresponsabilidades sociales, es menos clara, y las preocupaciones más difusas.** Pero podría serlo, cuando la demanda por sostenibilidad se profundice, por ejemplo, en empresas con violaciones probadas en el respeto a los derechos humanos. Por ahora, el cambio climático, la A, es la variable más visible y más urgente que la S y la G.

De hecho, hay muchas voces que atribuyen parte de la crisis energética en Europa y algunos otros países a la desinversión en combustible fósiles. Alegan que **la presión por la sostenibilidad ha sido contraproducente**, que se está implementando demasiado deprisa.

Pero es muy difícil concluir sobre el impacto relativo de actuar desde dentro de la empresa a desentenderse vía la desinversión. La primera tiene un potencial impacto, siempre y cuando tenga suficiente poder como para que se pueda influenciar a los dirigentes, y que sean persistentes y consistentes. La segunda tiene un impacto mayormente indirecto, a través del mensaje que se envía a los mercados financieros. Es el argumento usado por algunas grandes empresas de consultoría para defender su trabajo con estas empresas.

7. ABP anunció, en octubre del 2021, que dejará de invertir en combustibles fósiles, y que su cartera, de más de €15 000 millones (US\$17 000 millones), que representa el 3 % de sus activos, será vendida antes del primer trimestre del 2023.

Alegan que tendrán más influencia como consultores que como exconsultores. Puede haber algo de hipocresía en este argumento. Negocio es negocio.

Y los ambientalistas alegan, con mucha razón, que desinvertir no reduce emisiones, son las actividades de las empresas las que lo pueden lograr. Que con ello algunos se “lavan las manos”.

Visto el limitado impacto de la desinversión y del activismo de los fondos “pasivistas”, hay que ir a un nivel superior en la inversión socialmente responsable, y tener un involucramiento más directo en las decisiones estratégicas de inversión en actividades sostenibles.

III. Impacto de las inversiones reales

Los temas tratados en la discusión precedente son los que inducen a **muchos críticos del uso de los criterios ASG en las inversiones, a alegar que son una farsa, greenwashing o, en el mejor de los casos, que son inefectivos**⁸. Y como pudimos apreciar, algunas de estas críticas están justificadas. Pero lo importante es “no tirar el bebé con el agua sucia”, no desechar de plano las inversiones responsables, sino **ver de qué manera se puede mejorar su efectividad.**

De esta discusión puede intuirse que **para que la industria ASG tenga impacto, debe haber una relación más directa entre los recursos financieros y la inversión real en actividades sociales, ambientales y de gobernanza.** En esta sección analizamos algunas modalidades de fondos creados para tener impacto, y el financiamiento directo de actividades y proyectos a través de instrumentos de deuda y capital.

1. Fondos ASG activistas: fondos de inversión con impacto y fondos de cobertura

En esta sección consideraremos **dos casos especiales de fondos ASG activistas en sostenibilidad:** los fondos de inversión con impacto y los fondos de cobertura (*hedge funds*), aun cuando hay muchos fondos ASG convencionales que ejercen su activismo, que no analizaremos porque no añade mucho a la amplia discusión precedente.

Los **fondos de inversión con impacto** se constituyen especialmente para invertir en empresas y proyectos que tienen como objetivo tener impacto en la sostenibilidad, los cuales, a su vez, se han creado con ese fin⁹. **Los fondos son activistas por definición** y no invierten en empresas tradicionales, que tienen “algunas actividades” consideradas como responsables, que cotizan en bolsa, como es el caso de los fondos ASG.

En la mayoría de los casos, su inversión es de tal magnitud que les permite tener una participación en la gestión de la sostenibilidad de la empresa o

8. Ver, por ejemplo, *The ‘sustainable’ investing fad is based on a Wall Street-created myth.*

9. Ver *The Top 75 Global Impact Investing Funds* y todo lo que necesitas saber sobre inversión de impacto en *What you need to know about Impact Investing.*

proyecto. Estos suelen ser del tipo del cuarto sector¹⁰ y empresas y emprendimientos sociales. **Su activismo es interno, directo.**

Los fondos no se comercializan al público inversionista, y sus inversores suelen ser relativamente grandes, sofisticados y muy ambiciosos con los objetivos de lograr impacto. Algunos inversionistas típicos son los fondos que gestionan fortunas familiares. En general, no son fondos diversificados. **Son fondos constituidos para hacer el bien. Por otra parte, algunos de los fondos de cobertura tratan de evitar el mal.**

Los **fondos de cobertura** son activistas, que adquieren participaciones en el capital de empresas en las que ven **oportunidades de aumentar considerablemente los rendimientos financieros**, cambiando el modelo de negocio o bien explotando lo que perciben que son imperfecciones de los mercados, activismo financiero. No son fondos diversificados, y sus clientes son grandes inversionistas (las comisiones son muy elevadas). **Algunos pocos se constituyen con el propósito de mejorar la sostenibilidad de algunas empresas, pero la mayoría lo hacen para hacer dinero, mucho dinero.**

Durante la segunda mitad del 2021, dos de estos fondos han “atacado” a empresas petroleras, con el objeto de cambiar su modelo de negocio y reducir sus contribuciones a las emisiones de gases de efecto invernadero. **Engine No. 1** lo hizo con ExxonMobil y **Third Point** lo está haciendo (en noviembre del 2021) con Shell. En el primer caso, el fondo adquirió solo el 0,02 % del capital con US\$12,5 millones, con el objeto de promover la reducción de emisiones vía cambios en los miembros del Consejo. **Tuvo éxito en lograr el apoyo de otros inversionistas, y con una mínima inversión lograron nombrar tres nuevos consejeros.**

En el segundo caso, el fondo ha adquirido más de US\$700 millones en acciones (lo que lo coloca dentro los 30 mayores accionistas de la empresa), **con el objeto de promover la escisión de Shell en dos partes, combustibles fósiles y energías renovables, lo que aceleraría su transición a energías más limpias.** Al momento de escribir este artículo, Shell ha rechazado categóricamente tal propuesta, argumentando que los intereses de la empresa y sus accionistas estarán mejor servidos con el esquema tradicional, y que las operaciones de combustibles fósiles son necesarias para financiar la transición¹¹.

2. Financiamiento de inversiones y proyectos en las empresas

En esta categoría están los financiamientos directos a las empresas, que reciben los recursos, y en cuyos contratos se pueden especificar condiciones relacionadas con metas de sostenibilidad. A diferencia de los fondos ASG, donde la relación está intermediada por los mercados financieros, en este caso hay un compromiso entre la empresa y los potenciales acreedores, o bien una relación contractual directa entre el financiador y la empresa. Es un mercado en amplia expansión, tanto en volumen como en diversidad de instrumentos. **El grueso está constituido actualmente por**

10. Ver **Cuarto sector: Hacia una mayor Responsabilidad Social Empresarial.**

11. Una corte de los Países Bajos, donde tiene su sede, ordenó a la empresa reducir sus emisiones en un 45 % a finales del 2030, sobre el nivel del 2019. Shell apeló la decisión. El 15 de noviembre anunció que dejaba la estructura dual de accionariado británico/neerlandés y de sede en ambos países, para concentrarse en el Reino Unido, presumiblemente para mejorar la gestión, pero también para evitar la jurisdicción de las cortes de los Países Bajos.

instrumentos de crédito: bonos, notas, préstamos y líneas de crédito, verdes, sociales, sostenibles o ligadas a la sostenibilidad, pero también puede incluir emisiones de capital, todo el espectro del financiamiento.

En el caso de los **préstamos y líneas de crédito**, el financiador suele ser un conjunto de bancos comerciales o de inversión, o de otras instituciones financieras, las que establecen sus condiciones contractuales. **En el caso de los bonos y notas**, que son **instrumentos negociables en los mercados financieros**, los financiadores pueden ser cualquier variación y combinación de instituciones financieras, incluyendo los fondos ASG, los de pensiones, fondos familiares y el público en general.

Al igual que el caso de las acciones e instrumentos de deuda tradicionales, estos son emitidos en los mercados, pero a diferencia de aquellos, **estos se emiten de acuerdo con principios desarrollados por instituciones especializadas de los mercados**, como la *International Capital Markets Association* (ICMA), y otros, como la Unión Europea o países como China. Se rigen por los **esquemas de emisión** que produce la empresa, de acuerdo con esos principios, y cualesquiera condiciones contractuales que la empresa incluya en su **prospecto de emisión**. Y es en estos documentos donde se incluyen los compromisos de sostenibilidad. Las emisiones de estos valores también son **reguladas** por las comisiones de valores y bolsas de los mercados respectivos¹².

El caso de **emisiones de capital** está en sus comienzos, pero podría incluir compromisos de asignación de los recursos, en parte o en su totalidad, al logro de metas de sostenibilidad específicas. El caso de **las empresas con fines de beneficios (Public Benefit Corporation)** o del cuarto sector¹³ es más común, y en este caso la emisión de capital es para **cubrir los objetivos generales de la empresa o emprendimiento, que ya han sido constituidas con la sostenibilidad como uno de sus objetivos**, junto con el del rendimiento financiero. Este caso todavía no se considera dentro de la taxonomía tradicional del financiamiento sostenible.

Estas empresas existen ya en países de América Latina, pero todavía con un mínimo impacto relativo, con diferentes nombres, incluyendo el de *empresa con propósito* (como si todas no tuvieran algún propósito)¹⁴. En España, la Ley 18/2022, de creación y crecimiento de empresas, prevé el reconocimiento de las *Sociedades de Beneficio e Interés Común*, pero todavía está pendiente de definición y regulación.

En ambos grandes grupos, líneas de crédito y préstamos (contratos directos) y bonos y notas (contratos indirectos), existen modalidades que dependen del objeto del financiamiento, y en general se califican como verdes (medioambiente), sociales (fines sociales) y sostenibles (ambos). **En estos casos se especifican, con mayor o menor especificidad, el destino de los recursos en las actividades y proyectos, y las metas que se van a lograr.**

12. Para mayores detalles sobre las características y ejemplos de estos instrumentos, ver **Mis treinta y dos artículos y un podcast sobre inversión responsable y financiamiento sostenible**.

13. Ver el caso de Danone, *¿Los accionistas valoran los beneficios a la sociedad? El caso Danone*, capítulo VIII.1 de este volumen, y *¿Se puede ser responsable por estatutos?: empresas con fines de beneficios y empresas B*, capítulo II.2 del **volumen IV** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

14. Ver el estudio de la Secretaría General Iberoamericana, **Las empresas con propósito y la regulación del cuarto sector en Iberoamérica**.

En el caso de los instrumentos “ligados a la sostenibilidad” (que pueden incluir nexos con los ODS), no se especifica el destino de los recursos; de hecho, son de libre disposición, para financiar las actividades generales de las empresas emisoras, pero sí se especifican algunas metas que deben cumplir a cambio. En determinados casos se incluyen incentivos o castigos monetarios por no lograrlas.

Estos financiamientos tienen **un mayor potencial de impacto** sobre la sostenibilidad de las empresas, por las condiciones incluidas. Sin embargo, **no son la panacea**; en la actualidad adolecen de **serias deficiencias**, por la flexibilidad que se les otorga (se emiten de acuerdo con “principios”, no reglas), aunque hay esfuerzos por incluir más rigor (sobre todo por parte de la Unión Europea).

En el primer grupo de financiamiento, **préstamos y líneas de crédito, el impacto sobre la sostenibilidad es a través de un contrato privado entre las partes, empresa/acreedor, que puede ser o no efectivo, dependiendo del compromiso de ambas partes**¹⁵. En el caso de los bonos verdes, sociales y sostenibles, los mayores problemas están en la **discreción con que la empresa puede gestionar los recursos**, la poca especificidad en su destino y sobre el impacto real que deben tener, aun cumpliendo con los principios de la emisión. El compromiso es de **colocar la mayoría de los fondos en proyectos y actividades establecidos de antemano, que en principio son verdes, sociales o sostenibles, pero no se suele especificar el impacto que deben tener, ni el logro de metas específicas, solo montos para invertir en qué actividades**.

En el caso de los bonos ligados a la sostenibilidad, los recursos son de libre disposición por parte de la empresa o proyecto en todas sus actividades, ligadas o no a la sostenibilidad. En este caso, el mayor problema está en que no se exige relación entre los recursos obtenidos y el logro de las metas a las que se comprometen, las cuales pueden ser de muy poco impacto.

Algunas empresas las utilizan para refinanciar su deuda a un menor costo, donde ni siquiera hay inversión real de los recursos obtenidos¹⁶. **Las etiquetas de bonos ligados a la sostenibilidad son muy fáciles de adquirir**. Claro está que en la práctica hay un gran espectro en el rigor de estas emisiones de bonos, desde una de las más flagrantes^{17,18}, a una de las más rigurosas¹⁹. No se debería generalizar, pero, en general, gran número de ellas todavía dejan mucho que desear.

15. Ver *Financiamiento ligado a la sostenibilidad: un buen ejemplo*, capítulo VII.4 de este volumen.

16. Este es el caso de la farmacéutica Teva, en su emisión de US\$4000 millones para refinanciar su deuda. El nexo con la sostenibilidad es que se compromete a aumentar su penetración en países de menor desarrollo relativo y a algunas metas de reducción de emisiones.

17. Ver *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, capítulo VII.1 de este volumen, y *Qué fácil es usar los ODS para el greenwashing*, capítulo III.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

18. Ver el caso notable de recompra de acciones ligada a la sostenibilidad por parte de la distribuidora de electricidad Terna, en Italia, en *Greenwashing a lo grande*, capítulo VII.2 de este volumen.

19. Ver *Alphabet (Google) emite un bono sostenible: ¿cuán sostenible?*, capítulo V.8 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Y lo más crítico es que para obtener la calificación **solo se evalúa la meta propuesta, que puede ser de impacto muy pequeño en el contexto de las actividades de la empresa, y no se evalúa la responsabilidad de conjunto de la empresa, que puede ser relativamente irresponsable**²⁰.

3. Propuesta. Mayor impacto: financiamiento verde, social o sostenible Y ligado a la sostenibilidad

Vistas las virtudes y defectos de los nexos con la sostenibilidad de las dos modalidades precedentes, **se puede concebir una tercera, que mantenga las virtudes y modere los defectos. Sería el financiamiento verde, social o sostenible, que adicionalmente esté ligado a la sostenibilidad. Con esta modalidad, gran parte de los recursos obtenidos de los financistas deberían dedicarse, de manera directa, al logro de mejoras significativas en la sostenibilidad de las empresa y proyectos, fijadas en los acuerdos del financiamiento. Los recursos serían utilizados para el logro de las metas y habría proporcionalidad entre los montos y los logros.**

La siguiente tabla resume las características de las dos modalidades existentes y su comparación con la nueva propuesta.

Comparación de tres modalidades de financiamiento sostenible

Características	Financiamiento Verde, Social y Sostenible (VSS)	Financiamiento ligado a la sostenibilidad	Financiamiento VSS ligado a la sostenibilidad
Uso de los recursos	Específicos para el proyecto o actividad sostenible.	Uso general en la empresa.	Una (gran) parte dirigida al logro de las metas.
Compromisos	No suele haber metas de impacto, solo el compromiso voluntario de invertir los recursos don-de dicen que lo harán, verificado por el emisor. Recursos sin nexo a metas de sostenibilidad.	Compromiso contractual de lograr algunas metas en sostenibilidad ligadas a la empresa (no al uso de los recursos), verificadas por el acreedor. Metas de sostenibilidad sin nexo a los recursos.	Compromiso contractual de lograr metas significativas en sostenibilidad con los recursos asignados, verificadas por el acreedor. Metas significativas con nexo a recursos.
Responsabilidad de la empresa o promotores	Solo se verifica la elegibilidad de las actividades propuestas.	Solo se verifica la elegibilidad de la meta propuesta.	Verificar la elegibilidad de las actividades, de las metas y la responsabilidad de la empresa.
Impacto real	Dependerá de las actividades seleccionadas, su implementación y el compromiso de lograr impacto real.	Dependerá del impacto de las metas seleccionadas, que pueden ser sustanciales o triviales.	Dependerá del monto de los recursos asignados y de lo sustancial de las metas.

© Antonio Vives

²⁰. Este es el caso de una empresa comercializadora de carnes, que se analiza en *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, capítulo VII.1 de este volumen.

IV. En resumen: se necesita fortalecer el nexo entre recursos y sostenibilidad

De la discusión precedente el lector ya puede haber concluido que algunas de las modalidades de financiamiento sostenible **tienen poco impacto**, y cuáles serían las condiciones para que puedan tener una contribución más efectiva a la sostenibilidad de la sociedad y el planeta. En la siguiente tabla presentamos un resumen del potencial impacto. **El hecho de se hayan tipificado como sostenibles no quiere decir que lo sean, hay que analizar qué hay detrás de cada una.**

Calificación de instrumentos por impacto potencial

Instrumento	Impacto
Intermediación en mercados financieros	
Fondos diversificados, público inversionista	
Fondos ASG “pasivistas”	Impacto indirecto limitado
Fondos tradicionales activistas	Impacto indirecto potencial, vía temas genéricos
Fondos ASG activistas	Impacto directo potencial sobre temas seleccionados
Fondos de fondos, inversionistas cautivos	
Fondos de pensiones	Impacto indirecto potencial, vía temas genéricos
Fondos concentrados, inversionistas selectos	
Fondos de inversión de impacto	Impacto directo en función del objetivo de los fondos
Fondos de cobertura (<i>hedge funds</i>)	Por su concentración en alguna empresa o aspecto pueden tener mucho impacto
Inversión directa	
Instrumentos de crédito y capital, empresas y proyectos específicos	
Instrumentos de crédito y capital VSS	Al ser los fondos utilizados para proyectos y actividades específicas, pero sin metas de sostenibilidad, su impacto depende del compromiso, que en principio es voluntario.
Instrumentos de crédito y capital ligados a la sostenibilidad	Siendo los recursos para uso general en la empresa, por ahora su impacto es más simbólico que real. Dependerá de la magnitud de los compromisos contractuales que se adquieren y su implementación.
Instrumentos de crédito y capital, verdes, sociales y sostenibles Y ligados a sostenibilidad	El impacto puede ser extenso si se destinan montos significativos a metas de sostenibilidad significativas. Puede llenar los vacíos de los dos instrumentos precedentes (metas y recursos).

Capítulo VIII.9

Inversión responsable o responsabilidad de la inversión

*No es oro todo lo que reluce.
Proverbio popular*

El informe anual de Spainsif, *La inversión sostenible y responsable en España 2022*, presenta información sobre la tipificación de la inversión calificada como responsable en España, y ofrece una buena oportunidad no solo para analizar las preferencias de los inversionistas y las ofertas por parte de los gestores de fondos, sino, además, lo que es más importante para los propósitos de este libro, el permitir el **análisis de la contribución a la sostenibilidad empresarial de cada una de las categorías de inversión**.

Spainsif es una asociación cuya “...misión primordial es fomentar la integración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno en las políticas de inversión... así como concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora,...”. Está integrada por 108 miembros, mayormente por gestoras de fondos, otras instituciones financieras y empresas de consultoría asociadas con la sostenibilidad, **todas estas con fines de lucro**. Incluye, además, algunas organizaciones gremiales y académicas, sin ánimo de lucro, y un sindicato. **Su lema es “promoviendo la inversión sostenible”**.

El resultado que más se destaca del informe es que **“la Inversión Sostenible y Responsable ha alcanzado los 379 618 millones de euros, gestionados en España durante el 2021, lo que ha supuesto un incremento del 10 % respecto al 2020, con un peso del 51 % sobre el total”** (énfasis añadido).

Al poner en su sola frase las palabras **“Inversión Sostenible y Responsable”** y **“379.618 millones de euros”**, se presupone, sin pensarlo, que los casi 380 000 millones de euros están invertidos en valores de emisores responsables y que han contribuido a la sostenibilidad empresarial en España. **En este artículo diseccionaremos este supuesto implícito, analizando si representan, en efecto, inversiones en valores de emisores responsables y si contribuyen a la sostenibilidad empresarial**.

I. Inversión sostenible y responsable en España, según el informe de *Spainsif*

El informe desglosa la inversión total en los valores por cada una de las modalidades de selección que cubre¹:

Inversión “responsable” en España

- **Integración ASG**: 170.370 millones de euros, la más usada (45%). +/-
- **Involucramiento**: 111.717 millones de euros (29%). +/-
- **Exclusión simple**: Baja hasta los 31.410 millones de euros. -----
- **Inversión de impacto**: 29.257 millones de euros. ++
- **Screening basado en normas**: 16.589 millones. +/-
- **Best-in-class**¹: disminuye hasta los 11.528 millones de euros. +/-
- **Inversión temática**: 8.753 millones. +/-



spainsif
LA INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE EN ESPAÑA 2022

ESTUDIO DE MERCADO

Asesinado por
DWS

©Antonio Vives All rights reserved

Estas modalidades de selección se pueden definir, de manera general, como:

- **Integración ASG: Utilización de criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza** en la selección de las inversiones que se van a incluir, basadas en evaluaciones y calificaciones, generalmente llevadas a cabo por calificadoras independientes, con multiplicidad de indicadores y criterios. **Es la metodología más usada por los gestores de fondos abiertos al público.**
- **Involucramiento**: Más que un criterio de selección, es una **metodología de gestión de las inversiones**, a través de la cual la gestora, sus representantes o los mismos inversionistas en los fondos, ejercen su poder de voto en las Asambleas Generales de Accionistas y a través de contactos directos con los consejeros/dirigentes o de manera indirecta por otros medios. **Es la metodología generalmente usada por gestoras de fondos privados**, como grandes fondos de pensiones, fondos patrimoniales o por instituciones financieras que gestionan sus carteras de inversión por cuenta propia.

1. De la presentación del suscrito, *¿Pueden los mercados financieros contribuir a la sostenibilidad?*, realizada en la Universitat de les Illes Balears, el 2 de noviembre del 2022.

- **Exclusión simple: Selección de valores que no pertenecen a sectores industriales considerados irresponsables.** Generalmente se refiere a tabaco, alcohol, armamentos, apuestas, combustibles fósiles y pornografía. Esta metodología es usada por gestores de fondos abiertos al público, que no quieren invertir esfuerzos en hacer selecciones rigurosas.
- **Inversión de impacto: Inversiones en valores seleccionados por el impacto tangible de la empresa o proyecto.** Es la metodología usada por **fondos de inversión privados**, generalmente muy concentrados en términos de inversionistas y sectores, por lo que suelen incluir la participación en la gestión de la empresa o proyecto. Es una variante diversificada y responsable de lo que son los fondos de inversión de riesgo y fondos de capital privado tradicionales (*venture capital, private equity*)².
- **Screening basado en normas:** Selección de valores basados en normas de organizaciones internacionales, como, por ejemplo, la Organización de las Naciones Unidas (contribución al logro de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible) o de los *Principles of Responsible Investment*, PRI (contribución al logro de los 10 Principios), entre otros.
- **Best-in-class: Inversiones en valores de empresas que están calificadas como las más sostenibles de su sector industrial** por alguna calificadora. Es una metodología usada por gestores de fondos abiertos al público, generalmente utilizando criterios ASG, que no quieren hacer su propia evaluación.
- **Inversión temática: Inversiones en valores que exploten las mejores oportunidades de las principales tendencias relacionadas con la sostenibilidad a largo plazo** (por ejemplo, empresas que combaten el cambio climático en general o inversiones en energías renovables en particular, o empresas que promueven la agricultura sostenible o la participación de la mujer, entre muchos otros temas). Suelen usar metodologías ASG y *best-in-class*, tercerizando la calificación o usando evaluaciones propias.

Y en esta clasificación del informe *Spainsif* falta la categoría con el mayor potencial de contribución a la sostenibilidad empresarial, que es la **Inversión Socialmente Responsable (ISR)**, donde los criterios de selección y su evaluación están basados en análisis internos sobre la totalidad de las actividades responsables de los emisores de valores, no solo aquellas que son cuantificables con criterios A, S o G, que son reportados por las empresas.

Es la metodología usada por fondos de inversión comprometidos en la promoción de la sostenibilidad empresarial y no solo en capturar inversionistas responsables. Muchos de los fondos privados usan esta metodología, así como los fondos públicos que atienden a un público inversionista selecto. Pueden incorporar metodologías de inversión de impacto y de involucramiento, pero ninguna de las demás listadas³.

2. DEL lector interesado puede consultar [Setting up an impact fund](#).

II. Objetivos de la industria de las inversiones responsables

Antes de analizar si las estrategias de selección mencionadas eligen valores responsables que son realmente responsables y contribuyen a la sostenibilidad empresarial, es conveniente **analizar el propósito de la industria de las inversiones responsables y las motivaciones de las partes para fomentar la responsabilidad. Es crítico para entender el grado de responsabilidad de los fondos y de los valores.**

En principio hay una demanda de inversiones responsables por **inversionistas que quieren utilizar sus recursos financieros para promover el bien común, para lo cual necesitan que existan valores y fondos de inversión con ese objetivo.** Son pocos los inversionistas que tienen la capacidad de hacer sus diligencias debidas para seleccionarlos y gestionarlos, por lo que la mayoría debe recurrir a la **oferta de intermediarios, como lo son las empresas gestoras de fondos.** Algunas de estas sí tienen la capacidad para hacer los análisis requeridos de cada uno de los valores en los cuales invertir y gestionarlos, pero son muchas las que se concentran en la gestión de los fondos, y **recurren a terceros para hacer la evaluación sobre la responsabilidad de los emisores, generalmente empresas calificadoras,** como vimos en las descripciones anteriores.

¿Coinciden los objetivos de la demanda y de la oferta? En general no, en algunos casos sí. La demanda tiene como objetivo fundamental favorecer, con los recursos financieros de los inversionistas, el avance de la sostenibilidad, pero **la oferta, constituida por instituciones con fines de lucro (gestoras, calificadoras, consultoras, etc.), en la mayoría de los casos persigue la maximización de beneficios, la reducción de costos, la eficiencia operativa, la mejora de su cuota de mercado, lo que no siempre coincide con el avance de la sostenibilidad. La industria de la oferta está interesada en la expansión del mercado,** lo que puede llevar a ligerezas y simplificaciones en la selección de las inversiones, con lo que terminan ofreciendo fondos como responsables, cuando la responsabilidad del fondo como un todo y la de sus componentes individuales no lo son, o dejan que desear.

En esta simplificación conviene distinguir dos grandes actores: las gestoras de fondos y las calificadoras. **Las primeras, en general, claman por información que simplifique el trabajo,** ya sea por información uniformada, ya sea por información procesada por terceros. Estos últimos, que recopilan, procesan y califican la responsabilidad de los emisores, son las calificadoras, de las cuales hay centenares en el mercado, aunque el grueso se esté concentrando en unas seis/ocho grandes.

Las calificadoras, si bien hacen análisis exhaustivos de la responsabilidad, **usan modelos simplificados,** que se prestan a la comparación entre los valores y la automatización de los análisis. En general, analizan miles de indicadores relacionados con los criterios A, S y G, **seleccionan algunas decenas** que consideran materiales para el sector industrial al que pertenecen los emisores de valores, **les asignan un valor y pesos relativos**

3. Para un análisis más completo de las diferencias entre inversiones con criterios ASG y con evaluaciones ISR, y su impacto sobre la sostenibilidad empresarial, ver el capítulo VIII.6 de este volumen, *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*

a cada uno y al componente al que corresponden, A, S o G, y **calculan un promedio ponderado global, que es la calificación del emisor**. Se alimenta la información en el computador y se producen las calificaciones.

Muchas de las metodologías de selección mencionadas se basan en las calificaciones de sostenibilidad por agencias calificadoras. En otro escrito analizamos con mayor detalle este proceso de calificación, y concluimos que tiene **seis** problemas en lo referente a la determinación de la responsabilidad de los emisores, y hacemos una propuesta para paliar algunos de estos problemas⁴. Decíamos:

*El principal problema (1) es que **califican algo que no está definido y que cada calificadora define y modela a su gusto. ¿Qué es sostenibilidad empresarial? Lo único que tienen en común es que todas le dan el nombre de calificaciones de sostenibilidad o algo parecido.** Adicionalmente, (2) siendo su principal mercado los inversionistas, las calificadoras usan **modelos con base en la materialidad financiera**, que pretenden indicar el potencial impacto sobre la situación financiera de las empresas, pero muchos de los participantes también están interesados en la **materialidad de impacto, el efecto de las actividades de la empresa en la sociedad y el medioambiente.***

Pero (3) ello es ignorado por las calificadoras. Se basan en los insumos asignados y las actividades llevadas a cabo, y con algunos criterios se basan en planes, en intenciones, pero no en sus resultados y el impacto logrado. Y lo que es peor, (4) se ignoran los impactos negativos, no restan puntos. Hay empresas con el máximo puntaje (best-in class), que tiene impactos negativos no mitigados y comportamientos irresponsables.

Pero (5) se utilizan como si indicaran la sostenibilidad empresarial, o sea, como indicadores del bien que supuestamente hacen para la sociedad. ¿De manera inconsciente, por ignorancia, por complicidad o por comodidad? Sea como sea, no solamente tienen los problemas de conflictos de definición de algo no definido, sino, además, de usos que no se corresponden con su determinación.

Y (6) asignan clasificaciones a los diferentes criterios A, S y G, y calculan una calificación agregada, lo que **implícitamente permite compensar deficiencias en algunos aspectos, con elementos positivos en otros, y viceversa.**

Y muchas de las calificadoras **no consideran la responsabilidad del producto o servicio**. Lo dejan a estrategias de exclusión.

Si bien esta breve y simplificada descripción no hace justicia a las complejidades de los modelos de algunas de las calificadoras, es suficiente para los propósitos de nuestra discusión. Hay que recordar que la gran mayoría de las calificadoras

4. Ver *¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?*, capítulo VI.3 de este volumen.

no divulgan sus metodologías⁵. **Se puede constatar que difícilmente ese gran promedio ponderado de números incompletos refleja la responsabilidad del emisor.** Cada una tiene sus ideas de lo que quiere decir ser responsable (sobre lo que no hay, ni habrá, consenso, dependen del contexto en que opera la empresa, de sus prioridades, del bien que quiere hacer, etc.)⁶.

Al ser la evaluación un gran promedio ponderado, implícitamente se permite compensar defectos con alguna virtud (en la evaluación de ExxonMobil se compensó su contribución a las emisiones de gases de efecto invernadero, el mayor contribuidor del mundo a nivel de empresa, con sus **planes** para lograr cero emisiones netas en el 2050). La calificación es un neto, pero recordando que **no se asignan números negativos a comportamientos irresponsables**⁷.

En general, solo las gestoras de fondos que usan evaluaciones integrales ISR evitan muchas de estas deficiencias de las calificaciones, y además toman en cuenta otros factores pertinentes para la sostenibilidad empresarial, como la cultura, valores, estrategias, políticas y procesos y su implementación, organización, gobernanza, incentivos, relaciones con *stakeholders*, etc. Y pueden “restar puntos” por impactos negativos. **En este caso, la evaluación es a la medida;** evalúan al emisor, sus acciones, sus compromisos y sus circunstancias, y en la medida de lo posible su impacto, a diferencia de **la mayoría de las calificadoras cuya evaluación es más o menos genérica, automatizada, con prioridad en la comparabilidad, más que en la identificación de valores sostenibles**⁸⁻⁹. La sostenibilidad empresarial es mucho más que la suma de actividades en aspectos A, S y G¹⁰.

Teoría y práctica y las intenciones y el impacto se confunden en las evaluaciones. El código de conducta/ética y su implementación es un buen ejemplo de estas diferencias. Las calificadoras **valoran la existencia del código, pero los que hacen una evaluación integral ISR se preocupan, además, de la implementación del código,** de la cultura de ética, de la gobernanza del proceso, del funcionamiento del comité de ética, de las acciones de reparación tomadas. En sus informes de sostenibilidad, difícilmente las empresas reportan estos detalles.

III. ¿Pero esta inversión es reportada como “responsable”?

¿Son responsables los valores seleccionados como tales? De la discusión precedente se puede concluir que algo de sostenibilidad empresarial tienen, pero su intensidad depende del proceso de selección, lo que analizamos brevemente a continuación, en orden inverso.

5. Hay una presión creciente por parte de los reguladores de Europa y de EE. UU., para lograr mayor transparencia sobre estas metodologías.

6. Remitimos al lector a *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1 de este volumen, donde incluimos la tabla de puntuaciones que asigna una de las mayores calificadoras del mundo, *S&P Global*, a los bancos, donde podrá constatar estas aseveraciones.

7. Ver *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

8. *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

9. En el artículo *Fund managers rejecting a fifth of greenbonds as quality concerns continue* se reporta que los fondos con criterios ISR rechazan más del 20 % de los fondos de bonos verdes, por incluir irresponsabilidades en sostenibilidad ambiental.

10. Ver *Reduccionismo en la RSE: el total debe ser mayor que la suma de las partes*, capítulo II.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

1. **Exclusión simple.** No necesita comentarios, a lo sumo excluye emisores cuyos productos o servicios buena parte de la sociedad considera con grados de irresponsabilidad. **Pero es una metodología que no quiere aceptar su responsabilidad en la selección, se lava las manos. Debería ser excluida de estas estadísticas.**
2. **Integración ASG, Best-in-class y Screening basado en normas.** Están basados en calificaciones con criterios ASG, aunque la de “Screening basado en normas” puede usar criterios definidos con base en las normas de referencia, que suelen ser un subconjunto del total que consideran las calificadoras. La de *best-in-class* compara solo empresas dentro de un mismo sector industrial (*class*). Las tres tienen las deficiencias que mencionamos antes. La selección *best-in-class* trata de evitar la eliminación por completo de emisores de los sectores normalmente **excluidos, ya que hay empresas en estos sectores que tienen algunas prácticas calificables como responsables con criterios ASG.** Las tabacaleras pueden promover la agricultura sostenible y pagar precios justos por sus insumos. Las empresas de armamentos pueden hacer esfuerzos por limitar sus emisiones y tener excelentes beneficios laborales. De hecho, la calificadora *S&P Global*, que usa la metodología *best-in-class* para conformar sus índices de sostenibilidad, califica, por definición, a una empresa tabacalera, de armamentos, etc., como la más sostenible de su sector. Así selecciona las empresas más responsables de esta categoría de irresponsables. **Estos ejemplos son indicativos de las deficiencias de las calificaciones en representar, de forma agregada, la responsabilidad de los emisores.**
3. **Involucramiento. La sostenibilidad de los emisores incluidos dependerá de la metodología de selección que se haya utilizado.** Como comentábamos, es más una estrategia de gestión que criterios de selección. Si se ha seleccionado de acuerdo con criterios ASG, mecanicista, tiene los problemas mencionados. Si se han seleccionado con evaluaciones a la medida, ISR, la sostenibilidad de los emisores es muy posiblemente superior. **Los gestores que utilizan esta metodología, que implica involucrarse, es muy posible que hagan la selección con una evaluación más detallada.**
4. **Inversión temática. También depende de la metodología de selección.** Se trata de seleccionar emisores que tienen responsabilidad en algunos aspectos temáticos, pero ello puede hacerse vía los criterios ASG, usando las calificaciones particulares sobre el tema de interés (algún aspecto A, o alguno S, o alguno G) y no en el agregado o bien vía evaluaciones más detalladas sobre las empresas destacadas en el tema. En el primer caso, tiene algunos de los problemas mencionados, pero no todos, y en determinados casos se pueden obviar muchos de ellos. Es muy posible que los inversores que estén interesados en temas específicos **tiendan a preferir la metodología de análisis más detallado.**
5. **Inversión de impacto.** En este caso es casi por definición que la metodología de selección es tipo ISR, y hasta más rigurosa, ya que no solo busca resultados, sino además impacto tangible, cambios, vía involucramiento. **Es la metodología que mayor proporción de responsabilidad selecciona en los emisores¹¹.**
6. **Inversión ISR.** No está explícitamente considerada en el informe *Spainsif*, aunque

sí es posible que con la metodología de “*screening* con base en normas”, algunas gestoras que usen las normas que hemos destacado como ISR (comportamiento responsable, no solo el uso de indicadores A, S y G) pudieran ser consideradas como tal (pero las de la ONU o el PRI no lo son). Por la discusión precedente se debe concluir que ISR y la inversión de impacto son las que **incluyen el mayor grado de responsabilidad entre los emisores seleccionados y, por ende, los fondos así constituidos tienen mayor legitimidad en el uso del término “inversiones sostenibles y responsables”**.

IV. Mercados primarios versus mercados secundarios

Aun suponiendo que los fondos de inversión y sus componentes pudiesen ser considerados como responsables, digamos seleccionados a la medida, todavía queda la pregunta más importante sobre estas inversiones: **¿Contribuyen las inversiones responsables a la sostenibilidad empresarial? ¡Qué pregunta! Pues no es obvio¹²**.

Para responder a esta pregunta hay que distinguir entre los mercados primarios y secundarios de estos valores. **En los mercados primarios, las empresas emiten valores negociables (acciones, bonos, obligaciones, etc.) que son adquiridos en forma directa por los inversionistas, y cuyos recursos van directamente a las empresas para financiar sus actividades en la mejora de su sostenibilidad empresarial.** En este caso, las inversiones responsables tienen un alto potencial de contribuir a esa sostenibilidad, aunque ello **depende de la forma en la que las empresas utilicen esos recursos.** Pero el hecho de que, por ejemplo, emitan bonos verdes, sociales o sostenibles, para financiar actividades de sostenibilidad, **no quiere decir que automáticamente se contribuye, ni que el emisor sea responsable** (en estos casos, la calificación de sostenibilidad es del instrumento, no del emisor). De hecho, hay muchos ejemplos de abuso y *greenwashing*^{13 .14}.

Las inversiones en los mercados secundarios, que son las cubiertas por el informe *Spainsif*, son los fondos que han sido constituidos mayormente a través de la adquisición de los valores en los mercados bursátiles y de inversión privada, donde los recursos financieros intercambiados en la transacción van de un comprador a un vendedor, sin que las empresas emisoras reciban recurso alguno. En este caso, y en el de los bonos ligados a la sostenibilidad (donde los recursos son para uso general de la empresa, no directamente para una actividad de sostenibilidad), **no hay contribución directa a la sostenibilidad empresarial.**

Pero puede haber contribución indirecta vía el involucramiento de los gestores de fondos responsables en influenciar el comportamiento de las empresas. Este es el caso más común de los gestores de fondos privados, cerrados, los de la inversión de impacto, los de involucramiento y los fondos gestionados vía ISR, pero no para los fondos con criterios ASG.

11. Para un análisis de las diferencias entre inversiones ASG e inversiones de impacto, ver ***ESG Is Not Impact Investing and Impact Investing Is Not ESG***.

12. Ver ***¿El financiamiento sostenible y la inversión responsable tienen impacto sobre la sostenibilidad?***, capítulo VIII.8 de este volumen.

13. Ver ***Mis catorce artículos sobre bonos verdes, sociales o sostenibles y ligados a la sostenibilidad***.

14. Ver ***¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?***, capítulo VII.1 de este volumen.

También hay un efecto indirecto en el sentido de que **la calificación de la empresa como elegible para estos inversionistas, y la reputación que ello conlleva, puede estimular a las empresas a un comportamiento más responsable. Pero el impacto de los mercados secundarios en la sostenibilidad empresarial es secundario.** Y la desinversión en emisores irresponsables, contrario a lo que se suele creer, puede tener un impacto negativo¹⁵.

V. ¿Se puede mejorar la responsabilidad de los fondos?

Se puede y se debe. Las regulaciones en proceso, en el seno de la Unión Europea, **son prueba de que las deficiencias antes mencionadas existen, y las regulaciones pretenden subsanar algunas.** La Autoridad Europea del Mercado de Valores (*European Securities Markets Association, ESMA*) ha producido las regulaciones (MIFID II), y en agosto del 2022 entró en vigencia el [Reglamento Delegado \(UE\) 2021/1253](#), que aclara algunas disposiciones de la MIFID II¹⁶.

No consideraremos la regulación sobre la información que debe presentarse, reportarse, etc., acerca de los productos que ofrecen las gestoras de fondos al público. Para nuestros propósitos, baste con destacar que **las regulaciones ahora en Europa estipulan que antes de ofrecer productos al inversionista, se deben determinar sus preferencias en cuanto a las características de sostenibilidad empresarial de los valores que se van a incluir en sus carteras; se deben ofrecer asesorías para aquellos que no las conocen o no las tienen, ofrecer alternativas, y debe entrenarse al personal de la gestora para hacerlo.**

Deberán explicarles a los potenciales inversionistas precisamente lo que hemos discutido antes: las características de sostenibilidad de los valores, cómo las han determinado y su proceso de selección y gestión.

Esto solo ataca parte del problema de la transparencia de los fondos que se comercializan, pero **no ataca el problema del uso de las calificaciones como si representaran, en efecto, valoraciones sobre la sostenibilidad** de los emisores y/o sus instrumentos. Pero las regulaciones de la Comisión Europea, con su obsesión con el verde del medioambiente, decoloran la sostenibilidad empresarial que involucra mucho más que ello, desestimando los demás aspectos. **Pretende promover la sostenibilidad empresarial vía los mercados de valores, pero se concentra en la sostenibilidad ambiental**¹⁷.

El suscrito había hecho una **propuesta más sencilla y pragmática, menos rigurosa**, en particular para aquellos países que no están sujetos a las regulaciones de la Comisión Europea¹⁸.

15. Ver *¿La desinversión es una estrategia efectiva para promover la sostenibilidad?*, capítulo VIII.3 de este volumen.

16. Spainsif produjo un breve documento explicativo del [Informe Final de la ESMA sobre las Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II - Green MIFID](#), por lo que no nos extenderemos.

17. Habíamos considerado esto en detalle en el artículo [Crónica de una muerte anunciada: Taxonomía Social de la Comisión Europea](#).

18. Ver [Are your ESG investments 'sustainable grade'?](#) (traducción en *¿Tus inversiones ASG tienen "grado de sostenibilidad"?*, capítulo VIII.11 de este volumen).

Pero esperemos que las regulaciones de la Comisión y el desarrollo del conocimiento de los inversionistas responsables estimulen a las gestoras de fondos a hacerlo.

VI. ¿Los casi 380 000 millones de euros en “inversiones sostenibles y responsables” en España contienen emisores sostenibles y responsables? ¿Contribuyen esas inversiones a la sostenibilidad empresarial?

Esa es la impresión que producen titulares noticiosos, pero, como hemos analizado, esa impresión es solo verdadera de forma parcial. El uso de la etiqueta “sostenibles y responsables” tipifica **todo** lo que incluye como **totalmente** “sostenible y responsable”, como si el 100 % de los emisores fueran 100 % responsables, cuando en realidad **contiene de todo**. Es otra “extralimitación conceptual”¹⁹.

Los valores incluidos en los fondos de inversión tienen **algunas características de responsabilidad**, dependiendo de la metodología de selección, pero no se puede decir que son valores de emisores responsables, ni que los fondos representan carteras responsables. **La respuesta a la primera pregunta es: algo de responsabilidad tienen, pero muy lejos de lo que se pretende transmitir.**

En cuanto a la segunda pregunta, sobre su contribución a la sostenibilidad empresarial, la respuesta es: contribuyen muy poco e indirectamente, dependiendo del activismo de los fondos y del interés de las empresas en tomar acciones para ser percibidas como responsables. Pero la experiencia indica que en España las gestoras de fondos de inversión al público son muy poco activistas, y que las empresas saben gestionar bien la información para sus calificaciones de sostenibilidad²⁰⁻²¹.

En el contexto del Reglamento de Divulgación en materia de Finanzas Sostenibles (SFDR) de la Comisión Europea, la mayoría de estos fondos se calificarían entre artículos 6 y 8 (tipo exclusión y **ASG**), **desde verde traslúcido a verde claro**. Los inversionistas responsables necesitan fondos de artículo 9 (más cerca de **ISR**), **verde oscuro**. Y esta es la tendencia que se observa en Europa, donde los primeros nueve meses del 2022 vieron una salida de 173 000 millones de euros en fondos calificados artículo 8, y una entrada de 33 000 millones de euros en fondos calificados como artículo 9.

VII. Inversión responsable y responsabilidad de la inversión: doble materialidad

Spainsif o Eurosif (la gremial a nivel europeo) tienen como misión fundamental promover la inversión socialmente responsable, y han tenido mucho éxito en ello. Pero quizás **han enfatizado más la promoción de la inversión responsable que la responsabilidad de la inversión.**

En la primera estimulan la oferta (el mercado, el negocio de sus miembros),

¹⁹. Ver la definición, uso y abuso del término en *Un compendio de la sostenibilidad empresarial en dieciséis generalizaciones falsas*, capítulo II.2 de este volumen.

²⁰. Ver al análisis de la calificación del BBVA en *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1 de este volumen.

²¹. Del total de campañas puestas en marcha en Europa durante el 2022, sobre firmas cotizadas, tres afectaron a empresas españolas, y dos de ellas las llevó a cabo un fondo.

pero ha llegado la hora de que promuevan además la segunda, la que es la que le interesa a la demanda, a los inversionistas responsables.

Deben estimular la “*sinceración*” de la responsabilidad de los valores y fondos, no solo su expansión, que es condición necesaria pero no suficiente para contribuir a la sostenibilidad.

Spansif, *Eurosif* y similares deberían verse al servicio de la responsabilidad de la inversión, y sus *stakeholders* materiales deberían incluir no solo los gestores de fondos, sus miembros, sino además los inversionistas responsables.

Esto es análogo a la preocupación por doble materialidad: la promoción de la inversión responsable sería el espejo de la materialidad financiera (de vuelta), el impacto de la sostenibilidad sobre la situación financiera de la empresa, en tanto que la responsabilidad de la inversión sería el espejo de la materialidad de impacto (de ida), el impacto sobre la sociedad y el medioambiente de las inversiones responsables.

¿Y si las comisiones de los gestores de fondos responsables fueran proporcionales al grado de responsabilidad del total de los activos gestionados, y no solo al volumen en euros?

Capítulo VIII.10

¿Los valores y fondos sostenibles son sostenibles?: el inversionista tiene que hacer sus deberes

*Malas y engañosas ciencias es juzgar por las apariencias.
El hábito no hace al monje.
Proverbios populares*

La discusión sobre lo que representan las calificaciones de sostenibilidad, su interpretación y su (ab)uso en el etiquetado de fondos y carteras de inversión ha adquirido gran intensidad, en buena parte buscando reducir su proliferación, ambigüedad y abuso. En este capítulo pasamos revista a los intentos de regulación y a las dificultades de lograr una calificación representativa de la realidad. **¿Los valores y fondos etiquetados como sostenibles son sostenibles?**

El hecho de que la extensa recalificación a la baja en las categorizaciones de la sostenibilidad de los fondos en Europa y otros países alarme a los inversores, **es un buen indicador de que esos inversores no están al tanto de lo que representa en realidad la categorización y de su ambigüedad**¹. Si estuvieran informados, no se sorprenderían. Pero no todo es *greenwashing* de los gestores, es también **desidia de los inversores de hacer sus deberes**. Esto fue revelado, entre muchos otros medios², en la investigación de un consorcio de medios europeos, *The Great Green Investment Investigation*. El resumen en español fue publicado en El País: *Los agujeros legales de las finanzas sostenibles: así acaba el dinero de los fondos de inversión más verdes en empresas contaminantes*.

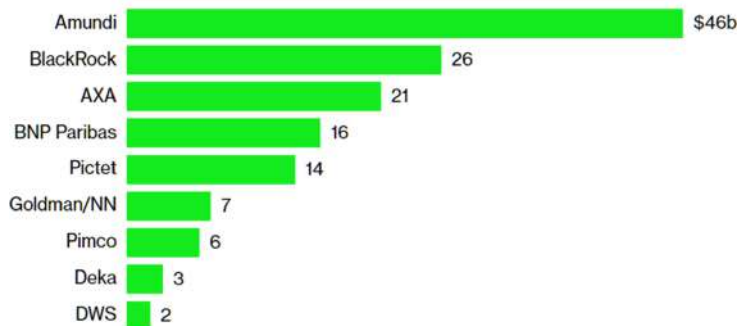
El siguiente gráfico muestra las recalificaciones voluntarias a la baja en el segundo semestre del 2022, como consecuencia de las propuestas (ver más adelante) de las instituciones de regulación de Europa.

1. Ver *La oleada de rebajas del rating ESG de los fondos alarma a los inversores*.

2. Ver *SFDR credibility 'at stake' as trickle of Article 9 downgrades grows to a flood*.

Big Reset

Fund managers have downgraded more than \$140bn in ESG assets



I. Directrices sobre las características de sostenibilidad de fondos de inversiones

La Unión Europea ha estado actualizando la [Directiva sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros](#) (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR, en inglés), en la que se mencionan las características de sostenibilidad de los productos de inversión que los gestores de fondos ofrecen al público inversionista y su etiquetado. A finales del 2022 todavía **no se habían definido las características específicas de lo que constituye un valor negociable sostenible, y las instituciones financieras solo tenían descripciones vagas en la directiva**, lo que ha llevado a los gestores de fondos a calificarlos con base en los artículos que las describen. Las calificadas bajo el **artículo 6: no persiguen objetivos de sostenibilidad; bajo el artículo 8: promueven inversiones con objetivos sociales y ambientales, y bajo el artículo 9: persiguen objetivos de sostenibilidad**. Esta falta de especificidad ha conducido a confusión en los mercados, lo que analizamos más adelante.

La Comisión de Valores y Bolsas de EE. UU. (SEC) emitió una propuesta, en la que se establecen tres categorías de fondos: “**Fondos de integración**”, en cuya selección de valores se consideran criterios ASG junto con otros criterios financieros; “**Fondos enfocados en la ASG**”, que seleccionan los valores con base en uno o más criterios ASG, como consideración significativa o primordial, y los “**Fondos de impacto**”, cuyo provincial objetivo es lograr impactos específicos en sostenibilidad.

En el Reino Unido el regulador, la *Financial Conduct Authority* (FCA), está discutiendo la normativa *Sustainability Disclosure Requirements* (SDR), donde se contemplan cinco categorías de fondos: “**No promovido como sostenible**”, que no considera específicamente criterios ASG; “**Responsable**”, que incluyen algunos criterios ASG en la selección de valores, pero que no tienen la sostenibilidad como objetivo; “**Transición a la sostenibilidad**”, que usan criterios ASG, pero sin ser su objetivo primario; “**Alineados con la sostenibilidad**”, que tienen una alta proporción de valores que persiguen objetivos de sostenibilidad específicos, y de “**Impacto**”, que buscan el logro de impactos específicos en aspectos de la sostenibilidad. **Esta categorización de la FCA es posiblemente la más específica y descriptiva.**

Lo que tienen en común estas tres categorizaciones es que no especifican qué es un valor sostenible o cómo se determina^{3,4}. De la discusión que sigue veremos que todas, quizá con la excepción de las categorizadas como de impacto, **pueden contener valores con algo o mucho de responsabilidad (¿cuánto?) y con algo o mucho de irresponsabilidad (¿cuánto?)**.

Los fondos calificados como sostenibles pueden tener una alta concentración de mediocres o una baja concentración de responsables, e inclusive **incluir valores de empresas con impactos negativos**. La versión europea sí especifica algunos criterios sobre los impactos negativos (*do not significant harm*, DNSH), que posiblemente elimina los casos más obvios, aunque pueden incluir empresas que causen daño, siempre que **no sea significativo**⁵.

II. ¿Cuándo se pueden considerar valores o fondos como sostenibles?

El artículo 2 (17) del *Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros* incluye criterios para la determinación de lo que se puede considerar como una inversión sostenible:

Inversión en una actividad económica que contribuya a un objetivo ambiental, medido, por ejemplo, por indicadores de eficiencia energética, energía renovable, consumo de insumos, agua y tierra, ...desechos ...emisiones de gases de efecto invernadero, biodiversidad, economía circular, o que contribuye a un objetivo social, ...reducción de desigualdad... integración social, condiciones laborales, capital humano, desarrollo de comunidades... siempre que no causen daños significativos y las empresas emisoras sigan buenos principios de gobernanza... estructura organizativa, relaciones laborales, remuneraciones... cumplimiento fiscal...

Para el etiquetado de los fondos que incluyen esos valores, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) propone que los **fondos que usen el término ESG** tengan al menos un 80 % de activos que “promocionen características ASG”, es decir, que favorezcan las cuestiones ambientales, sociales y de buen gobierno. Por su parte, **los fondos en cuya denominación incluyan la palabra sostenible o sostenibilidad** deberán tener al menos el 50 % de ese 80 % destinado a “inversiones sostenibles”^{6,7}.

Si se analiza con cuidado, se puede ver que un fondo comercializado como sostenible o de sostenibilidad, bajo estas reglas, puede contener una muy baja proporción de sostenibilidad, y no hablemos de impacto, que solo se considera en algunos fondos de impacto. Debe contener un mínimo del 50 % de **inversiones sostenibles** del 80 % que promocionen **características ASG**, o sea, un 20 % que no

3. La ambigüedad subyacente es la causa de la reclasificación de miles de millones de fondos de inversión, sobre todo en Europa, en los fondos originalmente calificados como de “artículo 9”. Ver el artículo citado en la nota anterior.

4. Para una comparación entre las categorías de Europa, el Reino Unido y EE. UU., ver *Comparing ESG disclosure rules for funds in the EU, UK and the US (SFDR, SDR and SEC) proposals*.

5. El artículo citado antes, *Los agujeros legales de las finanzas sostenibles: así acaba el dinero de los fondos de inversión más verdes en empresas contaminantes*, incorpora ejemplos de inclusión de empresa que causan daños.

6. Ver *Consultation Paper on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*.

7. La Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido ha establecido, a finales del 2022, un grupo de trabajo de expertos, para desarrollar un código de conducta voluntario para los proveedores de datos y calificaciones ASG.

importa lo que haga con tal de que no cause daños significativos, un 40 % de inversiones sostenibles y un 40 % de inversiones con características ASG, aunque no sean sostenibles. Y el 40 % de inversiones sostenibles puede contener valores calificados como sostenibles, que en realidad tienen solo un porcentaje de sostenibilidad, no deben ser 100 % sostenibles, que ninguno lo es. Si suponemos que del ideal de sostenibilidad en el promedio las empresas llegan a un 50 % (pensemos en la mala gestión del recurso humano de Tesla, la evasión fiscal de Facebook, la restricción a la competencia de Google, empresas que forman parte de una gran mayoría de fondos sostenibles), **el fondo sostenible tendría un 20 % de “sostenibilidad”**, 20 % que no lo es, y un 60 % de valores que tienen algunas características ASG, pero que no se puede calificar como sostenible. Véase el caso de ExxonMobil, que con su buena calificación en sus planes de neutralidad de emisiones y recursos humanos, pero gran contribución real a las emisiones de gases de efecto invernadero, está incluida en el índice ASG de S&P y, por ende, en muchos fondos que se basan en el índice.

Es de destacar, sin embargo, que en otro documento de guías, la ESMA sugería que los fondos calificados como de artículo 9 deberían ser lo más cercanos posible al 100 % sostenibles⁸.

Esta discusión no debe tomarse “al pie de la letra cuantitativa”, solo pretende ilustrar cómo se puede diluir el término “fondo sostenible”.

En un artículo anterior⁹ analizábamos esta problemática en **el caso del etiquetado de fondos que se utilizan en los informes sobre la inversión responsable en Europa**, y en particular en el caso de España, al analizar el informe anual de *Spainsif* sobre el avance de la inversión responsable. El informe tipifica los fondos por la metodología de selección de los valores, no por su sostenibilidad (salvo los de inversión de impacto), pero al descansar en buena parte en el uso de calificaciones de sostenibilidad por parte de calificadoras comerciales, **constituye un buen ejemplo de ambigüedad en la tipificación y la necesidad de mayores precisiones.**

III. Problemas en la producción de calificaciones de sostenibilidad y en su interpretación

Para entender estas regulaciones y su aplicación a la inversión responsable en los mercados de valores, **es indispensable un conocimiento sobre qué son y qué no son las calificaciones de sostenibilidad empresarial, qué representan y qué no representan, ya que suelen ser la base para la asignación del grado de sostenibilidad empresarial de los valores, carteras y fondos de inversión.**

En la discusión que sigue nos referiremos a **las calificaciones de sostenibilidad empresarial de los emisores de valores negociables**, que son usados para conformar las carteras y fondos de inversión etiquetados como responsables, por lo que **es importante distinguir entre las evaluaciones de la sostenibilidad empresarial de los de valores emitidos para financiar actividades generales de la empresa (acciones e instrumentos de deuda genéricos), de la evaluación**

8. Ver *Supervisory briefing sustainability risks and disclosures in the area of investment management*.

9. Ver *Inversión responsable o responsabilidad de la inversión*, capítulo VIII.9 de este volumen.

de instrumentos emitidos para financiar proyectos o actividades específicas, con el objetivo de promover la sostenibilidad vía, por ejemplo, bonos verdes, sociales y sostenibles.

En el primer caso se evalúa la sostenibilidad empresarial del emisor; en el segundo, la de los proyectos o actividades que se van a financiar. Un tercer caso, especial, son los bonos ligados a la sostenibilidad, que captan recursos de libre disposición para el emisor, por lo que es este, en su conjunto, el que debería ser calificado, **pero no lo es. En el primer caso, al cubrir la totalidad de las actividades del emisor, la ambigüedad de la calificación es mayor: muchas actividades, compensaciones entre lo malo y lo bueno, etc. En el segundo caso, la evaluación se restringe al destino acordado de los recursos, que es más acotado y definido. El tercer caso es el peor:** no se evalúa al emisor, solo a sus promesas de llevar a cabo algunas actividades ligadas a la sostenibilidad, que pueden ser significativas, pero también triviales, o inclusive referirse a logros que se perseguían sin mediar la emisión de los bonos ligados a la sostenibilidad, que, como recordamos, son recursos de libre disposición del emisor, no son para el logro de las promesas¹⁰. Sí es cierto que los bonos y préstamos ligados a la sostenibilidad tienen premios/penalizaciones por cumplimiento/incumplimiento, pero no suelen ser de gran magnitud en relación con los montos de las emisiones, y al final **su impacto depende del rigor en la supervisión de los logros.**

Muchas de las metodologías de selección de valores se basan en las calificaciones de sostenibilidad por agencias calificadoras. En otro escrito analizamos con mayor detalle este proceso de calificación, y concluimos que tienen **seis problemas** en lo referente a la determinación de la responsabilidad de los emisores, y hacemos una propuesta para paliar algunos de estos problemas¹¹. Decíamos:

*El principal problema (1) es que **califican algo que no está definido, y que cada calificadora define y modela a su gusto. ¿Qué es sostenibilidad empresarial? Lo único que tienen en común es que todas le dan el nombre de calificaciones de sostenibilidad o algo parecido. Adicionalmente, (2) siendo su principal mercado los inversionistas, las calificadoras usan modelos con base en la materialidad financiera, que pretenden indicar el potencial impacto sobre la situación financiera de las empresas, pero muchos de los participantes también están interesados en la materialidad de impacto, el efecto de las actividades de la empresa en la sociedad y el medioambiente.***

Pero (3) ello es ignorado por las calificadoras. Se basan en los insumos asignados y las actividades llevadas a cabo, y en el caso de algunos criterios se basan en planes, en intenciones, pero no en sus resultados y el impacto logrado. Y lo que es peor, (4) se ignoran los impactos negativos, no restan puntos. Hay empresas con el máximo puntaje (best-in class), que tienen impactos negativos no mitigados y comportamientos irresponsables.

10. Ver el caso, muy ilustrativo, de una de las empresas con mayor impacto negativo sobre el medioambiente y serias deficiencias en gobernanza, en *¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?*, capítulo VII.1 de este volumen.

11. Ver *¿Se puede mejorar la relevancia y efectividad de las calificaciones de la sostenibilidad empresarial?*, capítulo VI.3 de este volumen.

Pero (5) se utilizan como si indicaran la sostenibilidad empresarial, o sea, como indicadores del bien que se supone que hacen para la sociedad. ¿Inconscientemente, por ignorancia, por complicidad o por comodidad? Sea como sea, no solo tienen los problemas de conflictos de definición de algo no definido, sino, además de usos que no se corresponden con su determinación.

Y (6) asignan clasificaciones a los diferentes criterios A, S y G, y calculan una calificación agregada, lo que implícitamente permite compensar deficiencias en algunos aspectos, con elementos positivos en otros, y viceversa¹².

Y muchas de las calificadoras no consideran la responsabilidad del producto o servicio, lo que lleva a la potencial inclusión de valores cuyos emisores causan daños significativos a la sociedad.

En una entrevista, el profesor de finanzas en la escuela de negocios de la *George Mason University*, Brad Swanson, sobre las calificaciones de sostenibilidad (mi traducción), ponía ejemplos de estos problemas¹³:

*Las prácticas negativas, como la descarga de desechos en los ríos, **no reducen las calificaciones ASG** si ello no tiene un costo tangible para la empresa. De la misma manera, equidad en las remuneraciones por género **no suben las calificaciones** si no hay evidencia de que traerán beneficios adicionales a la empresa.*

*Una buena calificación ASG simplemente refleja que la empresa está gestionando, en efecto, los riesgos a los beneficios netos, **no que la empresa produce valor social.***

*Es por esto que, por ejemplo, una empresa tabacalera puede obtener una calificación razonable al tener buenas puntuaciones en aspectos como la conservación de suelos o el comercio justo, aun cuando sus productos matan a sus clientes. El tabaco causa daños sociales considerables, pero ninguno de esos daños se refleja en la calificación ASG, dado que las **ventas del tabaco son legales y no conllevan riesgos financieros a los productores.***

*...incluir en el índice a Caesars Entertainment, la mayor empresa de casinos de EE. UU. El daño social de las apuestas, especialmente las adictivas, es muy conocido. Pero la **destrucción de vidas a través de las apuestas no es ilegal** y no conlleva riesgos financieros a la empresa, de tal manera que no se penaliza la calificación ASG (énfasis añadidos).*

Al ser la evaluación un gran promedio ponderado, implícitamente se permite

12. Para paliar este problema, habíamos hecho la propuesta de la creación de un “grado de sostenibilidad” en *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

13. Estos argumentos los he expresado en algunos de mis artículos. Ver ***Mis ocho artículos sobre calificaciones de sostenibilidad empresarial.***

compensar defectos con alguna virtud (en la evaluación de ExxonMobil se compensó su contribución a las emisiones de gases de efecto invernadero, el mayor contribuidor del mundo a nivel de empresa, con sus **planes** para lograr cero emisiones netas en el 2050). La calificación es un neto, pero recordando que **no se asignan números negativos a comportamientos irresponsables. Se puede constatar que difícilmente ese gran promedio ponderado de números incompletos refleja la responsabilidad del emisor**¹⁴.

Si bien esta breve y simplificada descripción no hace justicia a las complejidades de los modelos de algunas de las calificadoras, es suficiente para los propósitos de nuestra discusión. Hay que recordar que la gran mayoría de las calificadoras no divulgan sus metodologías¹⁵.

Cada una tiene sus ideas de lo que quiere decir ser responsable (sobre lo que no hay ni habrá consenso, dependen del contexto en que opera la empresa, de sus prioridades, del bien que quiere hacer, etc.).

IV. Resumen

El problema subyacente en todos estos esfuerzos es la **tipificación de lo que es una empresa (o un emisor de valores) sostenible**. No pudiendo haber consensos sobre lo que se quiere calificar, no es posible lograr una calificación de valores o fondos sostenibles. ¿Qué es sostenibilidad de un emisor de valores? ¿Cuánta A, cuánta S, cuánta G? ¿Se pueden compensar unos con otros? ¿La sostenibilidad de la empresa está representada por estos tres criterios o es mucho más que eso?¹⁶. ¿Cómo incluimos el bien que el emisor quiere hacer? ¿Representa esto el valor social y ambiental que crean las empresas? ¿Solo importa la materialidad financiera? Sin pretender ser exhaustivo, estas preguntas permiten apreciar **lo imposible que es definir, y mucho menos cuantificar, la sostenibilidad de un emisor de valores**.

Lo que esto quiere decir es que **cualquier solución que se adopte para la calificación de los valores y de los fondos será imperfecta**. Lo será menos en la medida que la calificación se refiera a un aspecto específico de la sostenibilidad (por ejemplo, emisiones, o igualdad de género, o responsabilidad fiscal), pero se diluirá en la medida que quieran incluir más y más aspectos de la sostenibilidad. **Pero al enfocarse en solo una temática, se ignora la responsabilidad en todos los demás aspectos**. Ello no obsta para que algunas calificaciones sean menos malas que otras, y habrá que optar por alguna.

Sin embargo, ello debe ser una seria advertencia para los inversionistas responsables, de que no es suficiente con mirar la etiqueta, que el hábito no hace al monje.

14. Ver el análisis de este “número” en *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

15. Hay una presión creciente, por parte de los reguladores de Europa y de EE. UU., para lograr mayor transparencia sobre estas metodologías.

16. Ver *Reduccionismo en la RSE: el total debe ser mayor que la suma de las partes*, capítulo II.7 del **volumen V** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

Y en las regulaciones habrá que balancear su rigurosidad con la flexibilidad necesaria para seleccionar los valores “sostenibles”. Si las regulaciones son muy estrictas, no habrá valores con los cuales conformar los fondos, o solo se ofrecerán fondos de baja sostenibilidad o los calificados como de transición, que invierten en valores tradicionales, con la promesa de mejorar.

Las propuestas en consideración de mejorar la disponibilidad, calidad y confiabilidad de la información sobre sostenibilidad empresarial¹⁷, harán una gran contribución a mejorar la relevancia de estas calificaciones, pero **no resuelven muchos de los problemas mencionados anteriormente.**

Todo esto puede llevar a **establecer un mayor número de categorías**, como se hace en el caso de las calificaciones crediticias, que incluyen cerca de veinte categorías, que van de AAA hasta D (claro está que es mucho más fácil definir y cuantificar riesgo crediticio que riesgo de sostenibilidad). En este sentido, la propuesta del Reino Unido, citada antes, parece ofrecer mejores opciones que la de EE. UU. y la de la Comisión Europea.

Los inversionistas, lógicamente, quieren uniformidad de criterio, y la mayor representatividad posible, y los reguladores deben contribuir a ello en la medida de lo factible y lo deseable. Sin embargo, **los inversionistas responsables y sus agentes no pueden renunciar a su deber de analizar en lo que invierten.**

La inversión responsable, para que rinda sostenibilidad, requiere esfuerzo.

¿Eliminarán estas categorizaciones el *greenwashing*? No, lo harán más sutil y sofisticado.

17. Ver *¿Cómo será el estándar de reportes de sostenibilidad?: mi pronóstico*, capítulo V.2 de este volumen.

Capítulo VIII.11

¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?

Ha habido un crecimiento explosivo en los últimos años, en el volumen de activos en administración con la etiqueta ASG (ambiente, social y gobernanza, ESG en inglés), los volúmenes transados en los mercados de valores, emitidos por empresas calificadas como sostenibles, y en el volumen de nuevas emisiones de valores negociables, como lo son los bonos Verdes, Sociales y Sostenibles (VSS), y Ligados a la Sostenibilidad (LS), y préstamos para financiar proyectos y actividades etiquetadas como sostenibles.

En este artículo analizamos el nivel de sostenibilidad de los valores que se transan en estos mercados, y los fondos que con ellos se constituyen, para demostrar que el etiquetado o calificación de estos valores y fondos de inversión tiene un nivel que exagera su contribución a la sostenibilidad, y proponemos una solución alternativa para mejorarlo, mientras las autoridades regulan esas calificaciones.

I. La industria de la ASG

Existe una industria de gran envergadura, que promueve ambos lados de las finanzas, la oferta y la demanda, la cual incluye administradores de activos, propietarios de activos, inversores individuales, emisores, corredores, instituciones financieras, proveedores de información, agencias de calificación, proveedores de aseguramiento, productores de estándares de informes de sostenibilidad, consultores, reguladores nacionales e internacionales, instituciones y ONG, entre muchos otros.

La mayoría de los participantes en esta industria tienen un interés financiero en promover su desarrollo y crecimiento, y unos pocos están interesados en su legitimidad e impacto en el desarrollo económico sostenible. Existe competencia dentro del primer grupo, de la oferta por su cuota de mercado, y un conflicto de intereses entre este grupo, que aboga por crecimiento e ingresos, y el segundo, de la demanda, que aboga por legitimidad e impacto. Llamemos a esto la “industria ASG”.

Este crecimiento sustancial es el resultado de dos fuerzas: una es el crecimiento de las emisiones legítimas, responsables, de valores y préstamos, en respuesta a la demanda por parte de inversionistas responsables. Pero hay otra, que responde a esta demanda mediante el etiquetado irresponsable o descuidado de esas **actividades como si fueran legítimas, (ab)usando de la etiqueta ASG**. Se puede ganar dinero con las apariencias (*greenwashing*). Es imposible decir cuánto del crecimiento del mercado es atribuible a cada fuerza, pero la segunda no puede descartarse, y ha provocado la intervención de

reguladores de los grandes mercados de valores. Un indicador simple puede ilustrar el impacto del problema del etiquetado: **una revisión en Europa, que endureció las reglas para el uso de la etiqueta ASG, redujo el valor de la inversión ASG en US\$2 billones, entre el 2018 y el 2020, inclusive después de contar con el aumento debido a nuevas emisiones.**

Los reguladores interesados en el tema del etiquetado ASG, en el lado de las inversiones, están liderados por la Unión Europea y la *Financial Conduct Authority* del Reino Unido (FCA). El interés de la Comisión de Valores y Mercados (*Securities and Exchange Commission*, SEC) de Estados Unidos es muy reciente, como resultado del cambio en el gobierno (enero del 2021). **La mayoría de los reguladores están abordando el problema, principalmente, a través de requerimientos de divulgación y transparencia** por parte de los administradores de activos y de las agencias de calificación. Si bien esto puede ayudar, no aborda el problema real del etiquetado. Estos participantes tendrán que revelar los criterios y las metodologías que utilizan para llegar a su etiquetado, pero esto no les impedirá etiquetar como ASG algo que tiene poco o ningún impacto (competencia a la baja), como comentamos a continuación.

Esto simplemente traslada a los inversores la carga de evaluar la legitimidad de la etiqueta. Por desgracia, muchos administradores y propietarios de activos se contentan con tener la etiqueta en su cartera, cumplir con los requisitos y no analizar qué hay detrás. **La etiqueta es el fin, no el medio.** En ocasiones, después de que adopten definiciones claras y legalmente aplicables de lo que significa ASG, los proveedores de calificaciones y los administradores de activos **serán responsables por el uso de la etiqueta, de manera legal.**

La Unión Europea ha emitido una serie de regulaciones, comenzando con una [taxonomía ambiental](#) vinculante, que establece umbrales de desempeño para las actividades económicas que hacen una contribución sustancial a uno de sus seis objetivos ambientales, no causan daños significativos (DNSH) y cumplen con las salvaguardas mínimas. También ha elaborado una propuesta de [taxonomía social](#), pero que a finales del 2022 estaba suspendida. Sin embargo, no se refiere a la cantidad de la calidad, sino a cuán sostenibles deben ser.

Como parte de su Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR), ha elaborado un borrador de los [Estándares Técnicos Regulatorios](#), que incluyen responsabilidades de divulgación bastante completas para los administradores de activos, sobre sus políticas ASG, procedimientos, cualificación para su gestión, criterios de selección, divulgaciones y, una novedad, la presentación de informes sobre el impacto adverso principal (*Principal Adverse Impact*, es decir, el daño potencial), que entró en vigor a partir del 1 de enero del 2023. La *Financial Conduct Authority* del Reino Unido (FCA) ha elaborado requisitos similares en forma de [carta a los administradores de activos](#). La *Securities and Exchange Commission* de EE. UU. (SEC) también ha producido una [propuesta para la calificación](#) de los fondos de inversión, de acuerdo con sus objetivos de sostenibilidad. El *CFA Institute* (asociación profesional de analistas financieros, no un regulador) ha publicado un [Proyecto de norma para los estándares de divulgación de ASG para productos de inversión](#)¹.

1. Para mayores detalles, ver el capítulo VIII.10 de este volumen, *¿Los valores y fondos sostenibles son sostenibles?: el inversionista tiene que hacer sus deberes.*

II. ¿Cuál es el problema de la etiqueta ASG? ¿Todo es ASG?

Podemos resumir el problema en cuatro cuestiones:

1. ¿Qué es A?, ¿qué es S?, ¿qué es G?, ¿qué es ASG?
2. ¿Cuánta contribución (bondad) en cada uno?
3. ¿Cuáles son las compensaciones (*tradeoffs*) de comportamiento dentro de cada uno de los aspectos de los componentes A, S y G, y a nivel de componentes? (no se espera que ninguna empresa sea buena en todos ellos).
4. ¿Se cuentan como contribuciones negativas los efectos dañinos no mitigados? (por ejemplo, uno de los requisitos de la Unión Europea es “no dañar”).

Las etiquetas ASG, muy imperfectas, se otorgan sobre la base de políticas, procedimientos y desempeño pasado, no por impacto, no por cambios logrados, no por esfuerzo para mejorar. La falta de soluciones a estos problemas es lo que ha dado lugar al descontento generalizado con la etiqueta ASG y las acusaciones justificadas de lavado de cara (*greenwashing*).

La intervención de los reguladores del mercado de valores solo puede contribuir al primer problema: definición, divulgación y transparencia sobre cuáles son los componentes de A, S, G y ASG, pero no puede abordar los otros tres: cuánto es suficientemente bueno, compensaciones entre aspectos y valoraciones de aportaciones negativas. Y lo que es más importante para el inversionista responsable, cuál es el impacto real sobre la sociedad y el medioambiente, de lo que se ha calificado. Está fuera de su alcance.

Los evaluadores pueden ayudar, pero las metodologías actuales de la gran mayoría adoptan un modelo específico de lo que es la sostenibilidad y sus indicadores, los pesos relativos asignados a cada uno (que no es lo mismo que compensaciones, es decir, compensar el desempeño en uno con otro), pero no incluyen ni la calidad de la contribución, ni contabilizan las contribuciones negativas (si la empresa ha estado involucrada en sobornos, obtendrá una puntuación baja en G, pero no una puntuación negativa). Aunque algunos diferencian entre industrias, no son específicas del contexto en que opera cada empresa.

Una empresa de consultoría con una contribución muy baja para las emisiones podría etiquetarse como ASG, o al menos A, e incluirse en las carteras de ASG. ¿Pero qué bien hace para la sociedad y el medioambiente? Google es un gran consumidor de energía, por su naturaleza, pero hace los esfuerzos e invierte para lograr la neutralidad en sus emisiones; una empresa de consultoría tiene, por su naturaleza, bajas emisiones. Ambos son emisores **netos** bajos. ¿Cuál debería incluirse en, por ejemplo, un fondo “A”? **¿Es esto lo que debería valorar la industria de la inversión socialmente responsable, el negocio habitual o una contribución incremental positiva y/o una reducción del daño?**² Las calificaciones como “mejores en su clase” pueden ayudar a diferenciar entre las empresas de esa clase (consultoría, tabaco, etc.), ¿pero qué pasa entre las clases (por ejemplo, consultoría versus generación de energía)?

La evolución de las denominaciones en el ámbito de la responsabilidad/sostenibilidad ha sido perjudicial. Primero fue la Responsabilidad Social Empresarial, que a pesar de la falta de consensos y malentendidos tuvo, y tiene, la **connotación de “responsabilidad” por los impactos, y para algunos, una contribución positiva al mejoramiento de la sociedad**. La industria inversora lo traspuso a su actividad, y utilizó la etiqueta Inversión Socialmente Responsable (ISR), que se ha entendido como **inversión en empresas que hacen algo de bien y no causan daño significativo no compensado**. Finalmente, la industria ISR se expandió para incluir todas las actividades de apoyo (la industria ASG mencionada con anterioridad) y adoptó el **nombre genérico de ASG, que se refiere a los criterios de selección con base en las características sociales, ambientales y de gobernanza** de algunas de sus actividades, pero en el proceso perdió el sentido de contribución o responsabilidad, de impacto; se quedó en caracterización³.

Algunos ejemplos pueden ilustrar los cuatro problemas de ASG mencionados anteriormente y mostrar la necesidad de un cambio. **Un ejemplo extremo es el del bono ligado a la sostenibilidad, emitido en junio del 2021 por JBS, el procesador de carne más grande del mundo**. El “vínculo” es el objetivo de una reducción de alrededor del 30 % de sus emisiones de alcances 1 y 2, pero ningún compromiso en el alcance 3 (en su caso, uno de los principales emisores: la ganadería y el cambio de uso de la tierra), que representan más del 90 % de sus emisiones totales. Esta es una empresa que ha pagado [miles de millones de dólares en multas](#) en Brasil y Estados Unidos, relacionadas con el soborno de tres expresidentes de Brasil y de 1850 políticos, y por abusos de información privilegiada, han sido acusados de permitir el uso de mano de obra esclava en su cadena de suministro, de [contribuir y permitir la deforestación del Amazonas](#) y otras áreas del mundo (aunque se ha comprometido a [reducir su contribución](#)) y de ser uno de los [mayores contribuyentes a la contaminación del agua](#) en los EE. UU. Algunos de sus ejecutivos han sido [encarcelados en Brasil](#), el consejo está compuesto principalmente por miembros de la familia, ha estado involucrada en [sobornos en la compra](#) de la empresa *Pilgrim Pride* en los Estados Unidos y ha sido encontrada culpable [de colusión en la fijación de precios](#) en el mercado de la carne de cerdo y pollo. Los ingresos del bono vinculado a la sostenibilidad se utilizarán para refinanciar un bono más caro, no en inversiones para reducir las emisiones. **Mala G, mala S, mala A, una pequeña A. ¿Debería incluirse en una cartera de ASG? ¿La reducción del 30 % de las emisiones de alcances 1 y 2 es suficiente para calificarla como una empresa responsable, para superar todos esos otros problemas y para etiquetar ese vínculo como ASG? ¿Se contabilizan todas las contribuciones negativas?** Pero, aun así, estaba clasificada como 118 de 256 (50 % superior) en sostenibilidad en la industria de alimentos y bebidas por la calificadora ISS ESG (emisora de la “segunda opinión” sobre el bono)⁴.

Philip Morris, cuyo lema es “Por un futuro libre de humo” (*Delivering a smoke-free future*), vende 700 mil millones de cigarrillos al año y está clasificada como la mejor en su clase por la calificadora que produce el Índice de Sostenibilidad Dow Jones de América del Norte. **¿Hace algo bueno en la agricultura responsable (algo de A) o en los beneficios para los empleados (algo de S) o en la diversidad en el consejo**

2. Ver el contraste entre Tesla y ExxonMobil, analizado en el capítulo VI.2 de este volumen, ¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?

3. Ver el capítulo VIII.6 de este volumen, ¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?

4. Ver el capítulo VII.1 de este volumen, ¿Hace falta ser una empresa responsable para emitir un bono ligado a la sostenibilidad?

(algo de G), suficiente como para compensar el daño causado por su producto y que la empresa sea calificada como ASG? Es cierto que algunas carteras de ASG excluyen, por principio, el tabaco como parte de sus criterios de exclusión negativa, pero algunas pueden incluirlo, basándose en la mejor calificación de su clase en la calificadora del índice Dow Jones.

En un nivel menos dramático, pero con un gran impacto en el universo ASG, e igualmente ilustrativo, es el caso de empresas de tecnología como Alphabet, Amazon y Facebook, que tienden a estar entre las mayores tenencias de los fondos ASG. Amazon y Alphabet son los mayores compradores de energía renovable del mundo, lo que les daría, entonces, una **puntuación alta en la A**. Los tres han sido acusados de ejercer su poder de monopolio (**mala G**). Amazon ha sido acusada de prácticas laborales deplorables (Amazon Cloud se enfrenta a una denuncia legal por discriminación, acoso e intimidación) (**mala S**), precios predatorios y violación de las leyes de privacidad en Europa (**mala G**). En la [Asamblea General de Accionistas del 2019](#), Amazon [rechazó las 10 propuestas de ASG](#) hechas por empleados y accionistas minoritarios. **¿Cuál es la compensación entre su A, S y G? ¿Qué es lo suficientemente bueno para clasificar algo como ASG?** Por desgracia, debe de haber un sesgo a favor de estas acciones en las carteras ASG, ya que es su sobreponderación (incluyendo a Microsoft) lo que contribuye significativamente a la supuesta superior rentabilidad sobre las carteras “normales” en periodos de crecimiento económico⁵.

III. Grado de inversión: riesgo crediticio y riesgo de sostenibilidad

Para buscar una posible solución a la calificación ASG, es ilustrativo comparar el caso del riesgo crediticio y las calificaciones crediticias con los riesgos y calificaciones de sostenibilidad.

Dado que hay muchos inversores institucionales que requieren grado de inversión para incluir valores en sus carteras, podría existir un requisito similar para los inversores responsables con respecto a los riesgos de sostenibilidad. La evaluación del riesgo crediticio está muy bien desarrollada, y la industria tiene algunas características que conducen al consenso. En el caso de la sostenibilidad es casi lo contrario, pero aún se pueden aprender algunas lecciones.

	Riesgo crediticio	Riesgo de sostenibilidad
Agencias calificadoras	Tres grandes: S&P, Moody's y Fitch	Centenares
Definición de los riesgos	Bien definido: riesgo de impago.	¿Qué es sostenibilidad? Gran variedad de riesgos poco especificados, específicos al contexto, a la industria, a la empresa, dinámicos.
Estimación	Metodologías muy bien definidas, similares entre las tres agencias.	Cada calificadora tiene su propia lista de indicadores, y metodología de estimación de sus valores, de agregación y de ponderación.
Consenso	Calificaciones muy similares para la mayoría de los emisores de deuda, con poca dispersión. Relativo consenso.	Calificaciones muy diferentes para la mayoría de las empresas. Gran dispersión.
Inversionistas	Claros en sus necesidades y deseos.	Confusión sobre el significado de sostenibilidad. Debe ser específico al contexto.

Una investigación de la Harvard Business School (*Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*) encontró que “una mayor transparencia conduce a un mayor desacuerdo en las calificaciones ASG y... una mayor volatilidad de la rentabilidad y movimientos de precios absolutos”. Por lo tanto, es posible que la transparencia no ayude.

Una investigación, no publicada pero ampliamente citada, de la Sloan School of Management del MIT (*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*), que analiza las divergencias en las calificaciones en seis de las principales agencias de calificación de sostenibilidad, encontró que “**la correlación general entre las calificaciones es 0,34 y fluctúa entre 0,16 y 0,56**”, y que los principales impulsores de las diferencias son “...el alcance (qué es ASG para ellos) y la medición (indicadores y métricas específicas), mientras que la divergencia de ponderaciones (importancia relativa de los indicadores) es menos importante. Además,... la visión general que un evaluador tiene de una empresa influye en la evaluación de categorías específicas”.

¿La industria puede consolidarse en una definición de sostenibilidad y en algunos pocos evaluadores? **No hay posibilidad de que se pueda llegar a un consenso sobre qué es una empresa sostenible, dados los innumerables aspectos que se deben considerar, sus compensaciones y el contexto en el que operan.** Hay cientos de evaluadores, miles de indicadores de aspectos de sostenibilidad y de índices de sostenibilidad (solo MSCI tiene más de 1 500 índices ASG). **La industria no tiene ningún interés en el consenso, prospera con la diferenciación, es competitiva, no colaborativa.**

Las normas de información y transparencia son deseables, pero no resolverán el problema de la dispersión y la confusión. Sería deseable tener un punto de referencia sobre lo que es una empresa responsable, pero, en el mejor de los casos, podemos esperar que sea **un umbral para separar lo razonablemente responsable de lo razonablemente irresponsable.** No existe una empresa por completo responsable.

¿Qué se puede hacer? ¿Debemos abandonar el esfuerzo y rendirnos? Mientras se desarrollan mejores taxonomías, mientras se logra consenso sobre cuáles son los aspectos materiales para cada empresa, mientras que se logran mejores formas de medir e informar sobre los diferentes aspectos de la sostenibilidad, a medida que la sociedad y las empresas evolucionan exigiendo y siendo sostenibles, **se pueden probar algunas soluciones provisionales e imperfectas, acumular experiencia, lograr mejoras.**

IV. Grado de sostenibilidad: ¿qué tan bueno tienes que ser?

Imposible ser perfecto, ser bueno en todo. Debe haber compensaciones en el desempeño de sostenibilidad de las empresas. Pero la situación actual, en la que no se hace esta pregunta, no puede continuar, como se logra ver en la grave irresponsabilidad de algunas firmas etiquetadas como “ASG”. No todo vale. **¿Es posible encontrar algún nivel de desempeño agregado que pueda considerarse un mínimo aceptable?**

¿Cuánta A, o cuánta S, o cuánta G deben tener las empresas que emiten valores o piden préstamos? ¿Cuál es el mínimo necesario para calificar? ¿Tiene políticas

5. Ver el capítulo VIII.12 de este volumen, *Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos.*

antidiscriminación? Entonces, es un poco S. ¿Tiene un programa de reciclaje? Entonces, es un poco A. ¿Tiene directores independientes y más de un 30 % de mujeres en el consejo? Entonces, es un poco G. ¿Cuánto? ¿Qué constituye un nivel aceptable de S, de A, de G? ¿Cuánto se puede intercambiar A por S o por G? ¿Cómo agregamos y cuál es el ASG mínimo que se considera suficientemente bueno?

Por la discusión anterior, debe quedar claro que, dado el alcance en extremo amplio de la sostenibilidad, los intereses creados de la industria y la necesidad de complacer a grupos extremadamente variados, es decir, las partes interesadas, es imposible lograr una calificación consistente, por lo que debemos buscar una solución no óptima. Cualquier solución propuesta será imperfecta y sujeta a revisión.

Proponemos la definición de un nivel agregado mínimo de calificaciones para ser considerada una empresa sostenible, es decir, “ASG”, a fin de que sea incluida en las carteras de ASG: grado de sostenibilidad, análogo a un grado de inversión en el caso de riesgo de crédito.

V. La propuesta

“Para calificar con el fin de ser incluido en una cartera ASG, un instrumento financiero debe tener una calificación ASG promedio, calculada sobre, digamos, 10 calificadoras seleccionadas, de no menos de 7 sobre 10, y no menos de, digamos, 5 sobre 10 en cada uno de los componentes A, S y G”. Las calificadoras serán seleccionadas a través de **validaciones de sus calificaciones, con base en la concordancia con la opinión de un grupo de expertos** en cuanto a la responsabilidad de las firmas calificadas (las que tengan mayor correlación). Las calificadoras podrían entrar y salir del proceso, de la misma manera que las empresas entran y salen de los índices de sostenibilidad, aunque se espera que la rotación sea pequeña. Las calificaciones de cada una se rebasarán en una escala de 0 a 10 para calcular los promedios.

Esta propuesta tiende a mitigar algunos de los problemas mencionados anteriormente, ya que al incluir a las calificadoras validadas **se puede suponer que se consideran y agregan una amplia variedad de definiciones de sostenibilidad, que no se incluye ningún valor con una calificación baja en ninguno de los componentes y que se requiere de un nivel mínimo de responsabilidad.** Evitaría el problema actual de que un fondo ASG puede incluir valores de alta calificación juntos (digamos Unilever) con valores de baja calificación (digamos Philip Morris), y lograr una calificación agregada favorable. Reduciría la dispersión interna de calificaciones dentro del fondo. **Los umbrales elegidos también deberán validarse**, para garantizar que los instrumentos elegibles proporcionen un universo razonable sobre el cual invertir los fondos.

Los fondos temáticos que solo pretenden ser A, S o G, seguirían estas reglas, pero basándose solo en el componente respectivo. La transparencia requeriría revelar que la calificación se refiere exclusivamente al componente, y no se alega responsabilidad sobre otros aspectos de la sostenibilidad. **Estos no podrían utilizar la etiqueta ASG.**

El inconveniente de esta propuesta es que puede excluir algunos instrumentos deseables desde el punto de vista de los rendimientos (por ejemplo, Amazon), pero si el propósito es asegurarse de que los inversores responsables favorezcan a las empresas responsables, el compromiso debe aceptarse. **Pueden incluirse en carteras ASG que no tienen “grado**

de sostenibilidad”, de la misma manera que no todos los inversores están interesados en valores con grado de inversión.

VI. ¿Quién determinará el umbral?

En el caso del grado de inversión no hay problema. La tabla anterior muestra las características favorables de la industria: las calificaciones son muy concentradas, hay muy baja dispersión, clara definición de riesgos, facilidad de estimación, grupos de interés homogéneos. Hay tres umbrales para el grado de inversión, pero suelen ser muy similares.

El modelo de grado de inversión no es adecuado para la determinación del grado de sostenibilidad, dadas sus características contrastantes de riesgos y las amplias discrepancias entre las calificaciones. Pero la idea de que la industria de inversión responsable debe participar en la determinación del grado es válida. Sin embargo, en este caso los participantes podrían tener un conflicto de intereses, particularmente porque muchos de ellos no serían incluidos en la determinación del umbral.

Se necesitaría una institución independiente. Los reguladores, como se mencionó anteriormente, tienen un alcance limitado, ya que lo que hacen es tipificar las actividades ASG, pero no su cuantificación, calidad, impacto, etc., y establecen requisitos de divulgación, como lo están haciendo la UE y la FCA, para facilitar el trabajo de los participantes del mercado. Una posibilidad sería una asociación internacional de administradores de activos socialmente responsables. En la actualidad esto se limita a asociaciones nacionales, como, por ejemplo, la USSIF en los EE. UU., UKSIF en el Reino Unido y la RIA en Canadá. El problema de estas asociaciones es que también representan a otras partes de la industria que promueven su expansión a través del etiquetado, creando así un conflicto de intereses en el rigor del etiquetado. Los Principios de las Naciones Unidas para la Inversión Responsable (UN PRI), han desarrollado los principios y tienen miles de miembros (administradores de activos, propietarios de activos y proveedores de servicios), pero sus principios son muy genéricos y **suponen que todos están de acuerdo con lo que es ASG, es decir, se presume que el problema no existe**. Además, al ser una de las organizaciones de las Naciones Unidas, liderada por gobiernos, puede considerarse su participación en la determinación de cuál es el grado de sustentabilidad políticamente sensitivo.

Nuestra recomendación sería la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (*International Capital Market Association, ICMA*), una asociación de instituciones financieras dedicada a “...promover estándares internacionalmente aceptados de mejores prácticas a través del desarrollo de pautas, reglas, recomendaciones y documentación estándar apropiadas y ampliamente aceptadas, destinadas a mantener y mejorar el marco de la emisión, negociación e inversión transfronterizas en valores de deuda”. Entre otras cosas, ha desarrollado los Principios de Bonos Verdes, Sociales, Sostenibles y Vinculados a la Sostenibilidad, que son ampliamente aceptados. Su posible inconveniente es que sus miembros son parte de la industria y podrían tener intereses creados, pero como son tantos y tan diversos, la Asociación podría ser relativamente independiente.

En este breve artículo no podemos pretender dar respuesta a todas las preguntas y resolver todos los problemas. Su objetivo ha sido presentar la necesidad de un mayor rigor en las calificaciones ASG y **una posible solución, no óptima, pero mejor que la situación actual de confusión y desconfianza: el grado de sostenibilidad**.

Capítulo VIII.12

Rendimiento de fondos responsables versus convencionales: ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos

El dicho, muy usado en el argot futbolístico para justificar alguna derrota sorprendente de un buen equipo, se puede usar también para describir lo que sucede con la supuesta superioridad de la rentabilidad de las inversiones responsables. **Ni antes eran más rentables, ni ahora lo son menos.**

Se ha desatado una pugna en este sentido. En el *boom* de las bolsas en el 2020-2021, **los promotores** de las inversiones responsables destacaban (¿encontraban?) la superioridad financiera de estas inversiones. En el colapso del 2022, **los detractores** encuentran evidencias (¿circunstanciales?) para destacar que esas inversiones rinden menos que las tradicionales. **Ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos.**

Es este artículo analizaremos **las tendencias recientes en la divergencia entre los rendimientos de los fondos etiquetados como responsables y los convencionales. No comentaremos la relativa superioridad de unos sobre los otros, si es que la hay, que ya hemos analizado en otros escritos**^{1, 2}.

En lo que sigue nos referimos a fondos creados con valores que han sido seleccionados **usando criterios ASG, por cuanto es lo común en la discusión en los medios.** Sin embargo, ello no quiere decir que estos fondos se pueden calificar de “responsables”. Si se usaran comparaciones con fondos conformados con **criterios de Inversión Socialmente Responsable (ISR)**, los resultados serían semejantes, pero no tan extremos, ya que en este caso la selección de los valores es más rigurosa, menos mecánica³.

I. Introducción

Los comportamientos anormales en las bolsas de valores son un momento oportuno para analizar los rendimientos relativos de las carteras o fondos

1. Se han producido millares de estudios académicos para comparar los rendimientos en bolsa de carteras calificadas como responsables versus las convencionales, con todo tipo de conclusiones. Ver un metaanálisis de millares de ellos en *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*. Pero aun estos no están exentos de problemas de especificación.

2. Ver *Rentabilidad de la responsabilidad o responsabilidad de la rentabilidad*, capítulo 1.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

3. Ver el análisis en *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

sostenibles con los convencionales. Por una parte, es mal momento desde el punto de vista de que lo que se concluya no es extrapolable a la “normalidad”. Pero, por otra, es un buen momento, porque permite contrastar los resultados en etapas diferentes del ciclo económico.

Si se quiere generalizar que una estrategia de inversión es mejor que otra, se debe demostrar en las buenas y en las malas. Por ello la comparación, para ser extrapolable, se debe hacer sobre muestras lo más grandes posible y sobre largos periodos de tiempo, que incluyan los diferentes ciclos económicos.

El lector interesado en este tema posiblemente recuerde que **durante los años pico de la pandemia se publicaron multitud de artículos, que pretendían demostrar que las carteras o índices con inversiones seleccionadas con criterios ASG, eran más rentables que las que no usaban estos criterios.** Algunos lo atribuían a que la pandemia había despertado el interés de los inversionistas **en empresas que habían demostrado ser responsables**, con lo que aumentaban los precios de sus acciones en bolsa y, en consecuencia, la rentabilidad de las carteras que las incluían. Otros, sencillamente, usaban los números para promover las inversiones con criterios ASG, lo que se estaba constituyendo en la moda de las inversiones.

¿Pero reflejaban esas “mejores” rentabilidades verdaderas ventajas comparativas o eran resultado de circunstancias?

Las comparaciones de los rendimientos de ambos tipos de fondos, sobre un periodo como el de la pandemia y el del reciente de colapso de las bolsas, pueden darnos luces. **Ni aquel periodo era normal, ni lo es este. En uno, los precios de las acciones iban en subida generalizada, y en el otro, en bajada generalizada, pero no todos por igual.**

No dispongo de los recursos necesarios para hacer una comparación estadística rigurosa, a nivel académico, **de controlar todas o la mayoría de las variables, pero sí para hacer un análisis limitado**, aunque no selectivo, que pueda tener alguna credibilidad.

II. ¿Qué es una empresa o fondo responsable?

Para hacer las comparaciones, el principal problema es el qué se compara y cómo se define. Como se ha demostrado repetidamente, la calificación de lo que son fondos o valores responsables depende de lo que suponen los que califican lo que es ser responsable. “La belleza está en los ojos de quien la mira”. Cada calificadora tiene sus modelos, cada fondo responsable, cada índice de sostenibilidad, están constituidos con diferentes criterios de selección. Hay cinco problemas básicos que se deben tener en cuenta para evaluar las comparaciones. Como ya los habíamos detallado en otros artículos, solo los recordaremos⁴:

1. **¿Qué es A?**, ¿qué es S?, ¿qué es G?, ¿qué es ASG?
2. **¿Cuánta contribución** (bondad) en cada uno?
3. **¿Cuáles son las compensaciones (tradeoffs) de comportamiento** entre cada uno de los criterios A, S y G, y entre las decenas de componentes de cada uno?
4. **¿Se cuentan como contribuciones negativas** los efectos dañinos no mitigados?
5. **¿Cuál es el impacto** que las actividades calificadas ASG tienen en el mejoramiento de la sociedad y el medioambiente?

Toda empresa tiene alguna característica o actividad que permite, según estos criterios, calificarla como responsable e incluirla en estos fondos. No hay un acuerdo ni siquiera de mínimos. Lo más parecido a estos criterios mínimos son las estrategias de exclusión que usan algunos fondos, generalmente excluyendo valores de empresas de armamentos, apuestas, tabaco, alcohol, combustibles fósiles, etc. **Pero, aun así, muchos fondos las incluyen.**

Un buen ejemplo de esta “flexibilidad” es la exclusión de Tesla, líder en vehículos eléctricos, y la inclusión de ExxonMobil, líder en combustibles fósiles, en un índice de sostenibilidad⁵. ¿Compensa en Tesla la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero su desigualdad laboral? ¿Compensa en ExxonMobil sus **planes** de reducir emisiones con la contribución real a las emisiones? La calificadora respondió que no a la primera, y que sí a la segunda. **¿ExxonMobil es más responsable que Tesla?** La controversia sobre la inclusión del **gas y la energía nuclear** como parte de las inversiones cubiertas por la taxonomía verde de la Comisión Europea es también ilustrativa de esto.

No hace falta extender más la discusión para apreciar que **las etiquetas ASG no son rigurosas, que cada fondo ASG y que cada índice de sostenibilidad es diferente, y que cualquier comparación entre sí y con sus equivalentes convencionales no podrá tener resultados generalizables**⁶.

III. Durante la pandemia versus durante el colapso

Algunos titulares del 2020 y el 2021

“La mayoría de los fondos ASG superaron el rendimiento del índice S&P 500 a principios del 2021”, S&P Global, 16 de junio del 2021

“Fondos ASG rinden más ante la volatilidad”, Fidelity, noviembre del 2020

“Los fondos ASG pueden llevar a los rendimientos bursátiles en Europa a un 12 % superior de rendimiento”, Funds Europe, 23 de septiembre del 2021

“La diversidad de género gana 5 veces más que el IBEX 35”, Social Investor, 8 de junio del 2022

Algunos titulares del 2022

“Los fondos ASG están teniendo un año fatal”: Revista Barron’s, 27 de marzo

“La inversión ASG se encamina a una rendición de cuentas”, Revista Pensions and Investments, 6 de junio

4. Ver *¿Cuál es el banco más sostenible del mundo?*, capítulo VI.1, y *¿Tus inversiones ASG tienen “grado de sostenibilidad”?*, capítulo VIII.11 de este volumen.

5. *¿Se puede encapsular la responsabilidad empresarial en un número?*, capítulo VI.2 de este volumen.

6. Muchos estudios han demostrado la baja correlación existente en las calificaciones de sostenibilidad de diferentes calificadoras. Ver *Evidencia de greenwashing en fondos ASG*, capítulo VIII.7 de este volumen, y la figura 5 en *Seven Myths of ESG*.

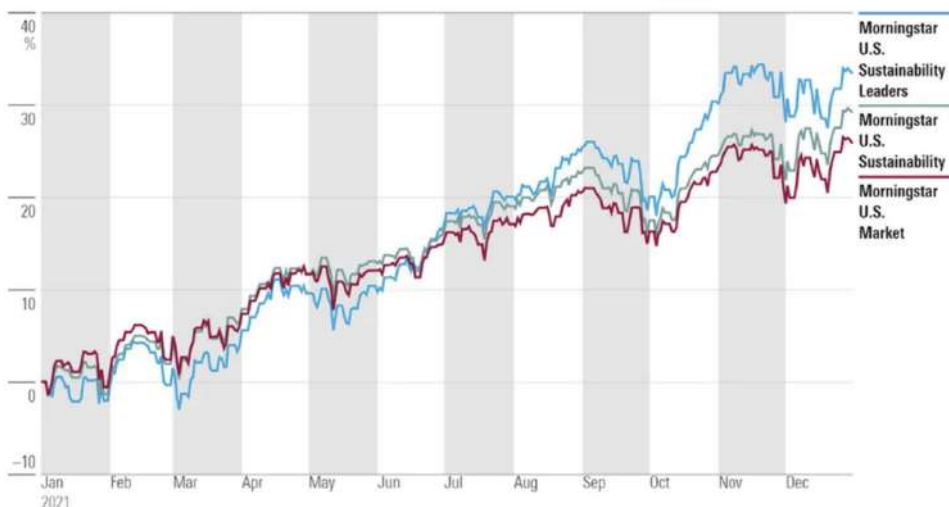
“La inversión ASG puede terminar siendo un error clásico”, MoneyWeek, 3 de mayo

“Los fondos ASG cotizados en bolsa sufren su primera reducción mensual de volumen invertido en más de tres años”, Citywire, 3 de junio.

Ni antes éramos tan buenos...

El siguiente gráfico muestra el crecimiento relativo, durante el año 2021, de dos fondos calificados como sostenibles por *Morningstar*, una de las mayores calificadoras de fondos, comparados con el crecimiento de la bolsa en general. Ambos fondos tuvieron mejores rendimientos que el “promedio”. Pero nótese que es a partir de mediados de año cuando comienza la superación.

2021 ESG Performance



Source: Morningstar Direct & Morningstar Indexes Data as of December 31, 2021.

...ni ahora somos tan malos

Hubiera sido ideal encontrar el mismo gráfico que cubriera ambos periodos con los mismos fondos, pero, como comentamos al principio, lo que nos **importa es solo el cambio de tendencia, no las diferencias en rendimientos** entre los dos tipos de fondos.

El siguiente es un [gráfico típico que los medios simplistas](#) utilizan para mostrar que durante el fin del *boom* en el **segundo semestre del 2021, los fondos ASG no rendían más que los convencionales, pero que durante el comienzo del colapso, primer semestre del 2022, estos fondos rinden menos que los convencionales**, en este caso representados por el índice de las 500 mayores acciones de la bolsa de Nueva York, el S&P 500. En este caso se han usado, como fondos ASG, dos fondos que cotizan en bolsa (*exchange traded funds*, EFT), de dos de los mayores gestores de fondos convencionales, que también gestionan algunos fondos ASG. A pesar de ser un gráfico muy simplificado, es ilustrativo.



Esta comparación es simplista, pero es la que se difunde entre los no expertos; contiene **una serie de falacias**:

1. **Es un periodo muy corto. Para ser generalizables se requieren comparaciones sobre periodos mucho más largos, que cubran el ciclo económico.** De lo contrario, a lo sumo son generalizadas para periodos con condiciones económicas/bursátiles idénticas a las analizadas. Durante el 2022 se han presentado dos eventos extraordinarios, no vistos simultáneamente desde hace más de medio siglo: la inflación y una guerra con elevado impacto económico, con las consecuentes restricciones a la actividad económica y la retracción de la globalización. Adicionalmente, los mejores rendimientos de fondos responsables, si se producen, serán a largo plazo. **La sostenibilidad como ventaja competitiva es cuestión del largo plazo**, y se requiere de tiempo para que los mercados financieros lo reconozcan e incorporen en la demanda de los valores.
2. **El postulado más fundamental de la inversión bursátil es que no se pueden comparar los rendimientos de acciones, fondos o carteras que tengan diferentes grados de riesgo financiero.** La comparación debe ajustar los rendimientos, por el riesgo que conlleva, y los tres fondos comparados antes tienen diferentes grados de riesgo. El índice S&P 500 es más diversificado que los dos fondos y tiene menos riesgo; de hecho, se considera la base neutra sobre la cual se miden los riesgos de todos los valores y carteras de inversión.
3. **Y relacionado con lo anterior, pero aun de mayor impacto, es el hecho de que esos dos fondos y la inmensa mayoría de los fondos ASG tienen una menor diversificación de riesgo, y contienen valores que se comportan de forma diferente ante los vaivenes de las bolsas.** El S&P 500 contiene suficientes acciones como para poder decir que es menos sensible a estos vaivenes, ya que contiene acciones de todo tipo de comportamiento (más lo sería un índice como el *Willshire 5000*, que contiene la casi totalidad de las acciones de la bolsa, pero la diferencia de diversificación entre 500 y 5000 no es tan grande como la diferencia entre, digamos, 100 valores de un fondo ASG y los 500 del S&P).

Además de los problemas mencionados, sobre todo el de definición de lo que es una empresa responsable, y las deficiencias de los criterios ASG en representar esa responsabilidad⁷, es **del sesgo en la selección de los valores, que tienen muchas otras características, más allá de la dicotomía “responsable”-“convencional” (o, mejor dicho, “algo responsable”-“menos responsable”**.

Cuando se hace un análisis simplista, como el comentado antes, se ignoran todas las demás características de los valores que afectan su comportamiento en diferentes etapas del ciclo económico. **Se hace un análisis unidimensional de un problema multidimensional. Las diferencias pueden ser causadas por otras variables diferentes del “ASGismo” de los valores. No se aísla el efecto responsabilidad de los demás efectos, pero se le atribuye.**

IV. ¿Cómo se explican las diferencias en rendimientos?

En la práctica de las inversiones, las acciones se califican de muchas maneras, pero una de las más usadas, y muy pertinente para nuestros propósitos, es la de **la dicotomía entre empresas de “crecimiento” y empresas de “valor”**. **Las primeras son empresas que se estima que tienen un alto potencial de crecimiento, y por ello rinden más que el mercado; por ejemplo, las tecnológicas. Las segundas son empresas que se estima que están subvaloradas por el mercado, por lo que tienen el potencial de recuperar sus valores y crecer más que el mercado; por ejemplo, empresas de productos de consumo masivo.**

Se ha demostrado, sobre largos periodos de tiempo, que las acciones de la primera categoría tienen rendimientos superiores a los del mercado en su conjunto, en tiempos de bonanza económica, y las de la segunda, los tienen en tiempos de turbulencia. No es que sean mutuamente excluyentes, o lo uno o lo otro. Puede haber empresas con ambas características, pero para no complicar la discusión, usaremos esta simplificación. **Muchos de los fondos convencionales, y el índice S&P 500, por ejemplo, que se usan en la comparación, podrían calificarse de “balanceados”, que incluyen crecimiento y valor,** al contener todo tipo de empresas y no usar esos criterios para su inclusión.

Gran parte de la explicación de la diferencia de comportamiento entre los fondos ASG y los convencionales, antes y después, está en la composición de los fondos e índices, especialmente en la inclusión de valores en esas categorías.

La gran mayoría de los fondos ASG contienen las grandes tecnológicas y empresas de alto crecimiento, como Apple, Amazon, Alphabet (Google), Meta (Facebook), Microsoft y Tesla, entre otras, **que son la personificación de la calificación “crecimiento”**. **Estas empresas están calificadas por un buen número de calificadoras con un alto grado de sostenibilidad, de aquí su inclusión en los fondos responsables e índices de sostenibilidad.** Si lo son o no, no viene al caso, lo cierto que así son calificadas.

7. Los criterios ASG aguantan de todo. Ver nuestro extenso análisis de ello en los artículos *De la Responsabilidad Social a la Sostenibilidad a la ASG: lo bueno, lo malo y lo feo*, capítulo I.3, y *¿Es lo mismo Inversión Socialmente Responsable (ISR) que inversiones ASG?*, capítulo VIII.6 de este volumen.

Y por su elevado valor de mercado, suelen **constituir una mayor proporción de los fondos responsables**, o peor dicho, de los fondos ASG. Estas son acciones que suben cuando las perspectivas económicas son favorables, y bajan cuando no lo son.

En el periodo de la pandemia, parte de la explicación también está en las inversiones de aquellos fondos en **empresas de biotecnología, que tuvieron rendimientos extraordinarios**. Y lo contrario en el periodo reciente. Muchos fondos responsables no invierten en empresas de **combustible fósiles**, pero como resultado de la guerra en Ucrania, el precio del petróleo, el gas y sus derivados ha aumentado considerablemente, llevando a rendimientos extraordinarios de estas empresas en las bolsas de valores, **y contribuyendo al superior rendimiento de los fondos convencionales sobre los responsables, que contienen proporciones mucho más elevadas de este tipo de empresas. Y aquellos fondos ASG, [que sí han superado a los convencionales en la bajada](#), tienen una sobreexposición al sector energético (todo vale en ASG).**

Los fondos calificados “ASG” han tenido una sobreexposición a la tecnología, y los convencionales, a la energía de combustibles fósiles.

Dos ejemplos paradigmáticos:

El *Calvert Equity* es un caso de resiliencia a los vaivenes del mercado bursátil⁸. Es uno de los fondos responsables de verdad (este no es ASG), que está en el tope 25 % en rentabilidad, con un rendimiento, en el primer semestre del 2022, de casi seis puntos porcentuales por encima de fondos convencionales comparables, con selección basada en crecimiento. **Se ha beneficiado en la bajada por su menor exposición a las tecnológicas, que constituyen gran parte de los fondos en su categoría. Tiene solo el 20 % de las inversiones en estas empresas, en tanto que los fondos convencionales tienen, en promedio, alrededor del 35 %. Se ha beneficiado, además, de NO invertir en Meta (Facebook), que ha caído en ese periodo en un 40 %, ya que el fondo considera que tiene deficiencias en su gobierno corporativo (poder de voto muy concentrado).** Y se ha beneficiado por su sobreexposición a materias primas (valor). Es un fondo responsable, que tiene mejor rendimiento que el convencional, en parte porque **selecciona sus valores con criterios más rigurosos que los simplistas ASG, y porque está más balanceado, entre crecimiento y valor.**

Otro ejemplo paradigmático de la selección de valores, para explicar las diferencias en rendimientos, es el caso del fondo “virtuoso” *Altum Faith*, que invierte según criterios de la **doctrina social de la Iglesia católica**. No invierte en empresas que tengan algo que ver con el aborto y la homosexualidad, o que los respalden, **pero invierte en tabaco, bebidas alcohólicas, combustibles fósiles y apuestas (“vicios”)** (ique son la base de las estrategias de exclusión de fondos responsables!). Se vanagloria de que, como “fondo responsable”, durante el colapso de las bolsas, **ha sido más rentable que los fondos convencionales. ¿Es por ser responsable o por seleccionar valores en contra de sus valores?**

No es un asunto de sostenibilidad, sino uno de la composición de los fondos que se comparan.

⁸. Calvert fue el pionero en la calificación de sostenibilidad, con análisis exhaustivos de las empresas, y en la creación de fondos responsables.

Toda la evidencia, antes y después, es circunstancial, pero los columnistas financieros viven de extrapolar y generalizar lo que no es extrapolable ni generalizable. A lo mejor el consejo editorial analiza la veracidad de los números, pero no cuestiona la metodología ni las conclusiones que se sacan o que inducen a sacar. **No son objeto del rigor analítico** de algunas publicaciones académicas, pero, lamentablemente, mucho más difundidas.

V. ¿Qué quieres demostrar?

¿Quiere esto decir que ahora la responsabilidad no rinde mayores beneficios? “Ni antes éramos tan buenos, ni ahora somos tan malos”.

El estudio que necesitamos debe extraer las diferencias en rendimiento entre fondos ISR y los convencionales, y separarlas en sus contribuciones: de mínimo separar A de S y de G (deseable una más granularidad) (una calificación global no tiene sentido), distinguir la selección de los valores (de mínimo por sectores industriales y sobre largos periodos de tiempo), con una gran muestra. Y, aun así, es posible que los resultados no serán concluyentes, dependerá de lo que esté de moda en las bolsas en ese momento (decimos que los mercados son racionales, pero...).

Pero **¿rinde más o no la responsabilidad?** A nivel de empresa individual es claro. A nivel agregado de bolsa de valores, todavía no se ha podido demostrar por qué **no se separan los efectos de los diferentes componentes de la responsabilidad de los efectos de selección de valores**⁹. No se puede **hacer atribución** del mejor o peor rendimiento a la A y/o a la S y/o a la G y/o a la calidad de la gestión de la empresa responsable y/o a características críticas de los valores. De nuevo, es un análisis unidimensional de un problema multidimensional. **Esta disciplina está en sus comienzos.**

A la ligera es posible demostrar lo que quieras, basta encontrar comparaciones que demuestren lo que quieras. Es cuestión de seleccionar entre los **centenares de estudios que se publican anualmente** los que están de acuerdo con lo que se quiere demostrar. Es tanto el interés en esto, que sucede lo mismo que con los medios de comunicación: **es posible encontrar uno que tenga opiniones iguales a las nuestras**¹⁰.

Regla de oro de la inversión bursátil: “Cuando hay razones para ser pesimista se es sobre pesimista y cuando hay razones para ser optimista, se es sobre optimista”.

9. Ver el análisis de la diferencia entre análisis individual y agregado en *Rentabilidad de la responsabilidad o responsabilidad de la rentabilidad*, capítulo I.5 del **volumen VI** de *Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica*.

10. Un ejemplo muy paradigmático es el artículo *An Inconvenient Truth About ESG Investing* (el título se mofa del video sobre cambio climático *Inconvenient Truth*), publicado en el blog del *Harvard Business Review* (31 de marzo del 2022), que comenta tres artículos académicos que demuestran que la ASG no rinde.

**Novena parte:
Citas para ser más
responsable**

09

Novena parte: Citas para ser más responsable

Esta última parte, *Citas para ser mejor*, como en volúmenes anteriores, recoge y clasifica un gran número de las citas que publiqué en mis cuentas de Twitter y LinkedIn. Si bien no todas están directamente relacionadas con la responsabilidad social de la empresa, tienen en común que se refieren al mejoramiento del ser humano, y podríamos llamarlas “citas para ser más responsable”. Incluyen 86 citas, tomadas de múltiples fuentes que sería engorroso listar. Al ser tantas, hemos creído oportuno clasificarlas en varias categorías, más para propósitos de ordenar y dividir la lectura, que porque sea necesario. La clasificación no es estricta, y las cinco categorías son un poco artificiales. Algunas citas se podrían colocar en otras categorías. Ello no es lo importante, lo importante es que pueden poner al lector a pensar cómo puede incorporar esa sabiduría de más de decenas de personas en el mejoramiento de su vida cotidiana. Se pueden leer de forma continua, pero quizá sea demasiado empalagoso, sería preferible absorberlas con calma. De cualquier manera, espero que encuentren algunas que les llamen la atención, que les lleguen.

Esta es la distribución de las citas:

Liderazgo y sabiduría	14
Aprendizaje y desarrollo de la persona	32
Comportamiento humano	29
Sociedad	7
Estoicos	4

La única manera de leer un libro de aforismos sin aburrirse es abrirlo al azar y, habiendo encontrado algo de interés, cerrar el libro y meditar.

Príncipe Charles-Joseph de Ligne, 1796

El mundo está lleno de buenas máximas; sólo falta aplicarlas.

Blaise Pascal, filósofo, 1623-1662.

Es bueno que un hombre no instruido lea libros de citas.

Winston Churchill

Yo no cito a otros más que para expresar mejor mi pensamiento.

Michel de Montaigne

Capítulo IX.1

Citas publicadas en Twitter y LinkedIn

I. Liderazgo y negocios.

El negocio debe tener beneficios, de lo contrario muere, pero si tratas de gestionar el negocio solo en base a beneficios entonces morirá porque no tendrá razón de existir. Henry Ford, emprendedor, 1863-1947.

Si los empresarios crean negocios con la idea de que van a servir al público y a sus empleados, así como a sí mismos, tendrían asegurado el éxito desde el comienzo (1914). Henry Ford, industrialista, 1863-1947.

Ninguna empresa cuya existencia dependa de pagar sueldos indignos a sus trabajadores tiene el derecho de seguir operando. Franklin Roosevelt, presidente, 1882-1945.

Entrena a tus empleados bien como para que puedan optar a otro trabajo, pero trátalos tan bien como para que nunca lo quieran. Kevin Kelly, editor, 1952 ----

Ya que todos estamos de acuerdo con la decisión propongo posponer la discusión hasta nuestra próxima reunión para darnos tiempo a desarrollar desacuerdos y quizás entender de qué se trata la decisión. Alfred P. Sloan, dirigente empresarial, 1875-1966.

Lo que se mide se puede gestionar, pero lo que se mide también se puede manipular. Eelco van der Enden, CEO del GRI.

Debemos abandonar la idea de que los empleados son un costo. Bill George, profesor, 1942-----.

Empresarios una clase de hombres cuyos intereses nunca coinciden exactamente con los de la sociedad, que tienen generalmente un interés en engañar e incluso oprimir a la comunidad, y que de hecho la han engañado y oprimido en numerosas oportunidades. Adam Smith, economista, 1723-1790.

Cualquier propuesta de una nueva ley o regulación comercial que provenga de los empresarios debe siempre ser considerada con la máxima precaución, y nunca debe ser adoptada sino después de una investigación prolongada y cuidadosa, desarrollada no sólo con la atención más escrupulosa sino también con el máximo recelo. Adam Smith, economista, 1723-1790.

No hay nada más inútil que hacer eficientemente algo que no se debería hacer. Peter Drucker, gurú en gestión, 1909-2005.

La frase más peligrosa en la gestión es “aquí siempre lo hemos hecho así”. Grace Hopper, científica de la computación, 1906-1992.

Cuando un indicador se convierte en el objetivo deja de ser un buen indicador. Charles Goodhart, economista, 1936 -----.

Si tu meta no tiene un cronograma, es un sueño. Kevin Kelly, editor, 1952 ----

A la popularización de una idea le sigue la generalización y a la generalización, la confusión. Antonio Vives, autor, 1947-----.

II. Aprendizaje y desarrollo de la persona.

El verdadero conocimiento es el resultado del encuentro con opiniones y argumentos diversos, sean o no potencialmente peligrosos. John Milton, poeta, 1608-1674.

Mientras más sencillo lo dices, más elocuente resulta. August Wilson, dramaturgo, 1945-2005.

No podemos pelear por nuestros derechos, nuestra historia y nuestro futuro sino estamos armados con las armas de la crítica y una consciencia comprometida. Edward Said, filósofo, 1935-2003.

La razón ha existido siempre, pero no siempre ha sido racional. Carlos Marx, filósofo, 1818-1883.

El fracaso es el condimento que le da sabor al éxito. Truman Capote, escritor, 1924-1984. Y añadido: las culturas exitosas consideran el fracaso como una oportunidad de aprendizaje y no como sinónimo de incompetencia.

Con el tiempo te das cuenta de que en realidad lo mejor no era el futuro, sino el momento que estabas viviendo justo en ese instante. Jorge Luis Borges, escritor, 1899-1986.

Nunca hagas hoy lo que puedas hacer mañana. El retraso puede iluminar lo que es mejor hacer. Aaron Burr, vice presidente EE. UU., 1756-1836.

Las herramientas se oxidan si no se usan, el agua estancada pierde su pureza y con el frío se congela; de la misma manera la inacción mina el vigor de la mente. Leonardo da Vinci, inventor, 1452-1519.

Además del noble arte de hacer las cosas, está el noble arte de dejar cosas sin hacer. La sabiduría de la vida consiste en la eliminación de lo superfluo. Lin Yutang, filósofo, 1895-1976.

La esperanza es un buen desayuno, pero una mala cena. Francis Bacon, filósofo, 1561-1626.

La adversidad es la situación en la cual la persona se conoce más a sí misma, estando entonces libre de admiradores. John Wooden, entrenador baloncesto, 1910-2010.

.....

Educación es lo que obtienes cuando lees la letra pequeña, experiencia es lo que obtienes cuando no la lees. Pete Seeger, cantautor, 1919-2014

La persona que ve el mundo a los 50 de la misma manera que lo veía a los 20, ha perdido 30 años de vida. Muhammad Ali, boxeador, 1942-2016.

Busca adquirir las virtudes que crees que les faltan a los demás y así no verás más sus defectos porque tú ya nos tendrás. San Agustín, obispo, 354-430.

Estudiar y no pensar en un desperdicio. Pensar y no estudiar es peligroso. Confucio, filósofo, 551-479 AC.

Nos tragamos vorazmente cualquier mentira que nos halaga, pero sorbemos muy poco a poco las verdades que nos son amargas. Denis Diderot, filósofo, 1713-1784.

Las grandes cosas no se logran impulsivamente, se logran a través de una serie de pequeñas cosas juntas. Vincent Van Gogh, pintor 1853-1890.

La señal de un hombre educado es la habilidad de considerar una idea sin necesariamente aceptarla. Aristóteles, filósofo, 384-322 AC.

La mejor de las ideas sufre con la aceptación pasiva y prospera bajo el examen crítico. George Polya, matemático, 1887-1985.

Quien dice “lo he aprendido todo y no necesito más” es un ignorante. Haile Selassie, emperador, 1892-1975.

Mientras más aprendo más de doy cuenta de que sé menos. Yo, y muchas otras personas.

El deseo del conocimiento, como la sed por la riqueza, aumenta con su adquisición. Laurence Sterne, escritor, 1713-1768.

Lo más hermoso del conocimiento es que nadie te lo puede quitar. B. B. King, músico, 1925-2015.

Los que más saben son los que más dudan. Los más ignorantes, los que menos. Céline Curiol, escritora, 1975-----

Hasta la noche más oscura terminará y saldrá el sol. Victor Hugo, escritor, 1802-1885.

La vida es un libro. Uno tiene que saber cuando pasar página. Hubert de Givenchy, diseñador, 1927-2018.

Hay algunas cosas que se aprenden mejor en la calma, otras en la tormenta. Willa Cather, escritora, 1873-1947.

Todo crea hábito así que asegúrate que lo que haces es lo que quieres hacer. Wilt Chamberlain, baloncestista, 1936-1999.

Sé tú mismo, todos los demás ya están tomados. Oscar Wilde, escritor, 1854-1900.

Algunas personas no quieren pensar. Si uno piensa debe llegar a conclusiones y las conclusiones no siempre son agradables. Hellen Keller, escritora, 1880-1968.

No escribes porque quieres decir algo, escribes porque tienes algo que decir. F. Scott Fitzgerald, escritor, 1896-1940.

Los árboles que crecen en el tope de las montañas, azotados por los fuertes vientos, expuestos a todo tipo de clima, golpeados por las tormentas y frecuentemente cubiertos de nieve se hacen más fuertes que el hierro. San Juan Crisóstomo, teólogo, 349-407 AD.

III. Comportamiento humano.

Si ves fraude y no dices fraude, eres un fraude. Nassim Taleb, estadístico, 1960 ----.

Que sería del bien que haces si el mal no existiera y como se vería la tierra si todas las sombras desaparecieran. Mikhail Bulgakov, escritor, 1891-1940.

En todo el quehacer humano uno nota, si lo mira con cuidado, que es imposible quitar un inconveniente sin que surja otro. Nicolás Maquiavelo, estadista, 1469-1527.

El hombre solo saca la cuenta de sus problemas, no sabe calcular su felicidad. Fiódor Dostoyevski, escritor, 1821-1861.

Felicidad es encontrar tu vocación y poderla ejercer. Antonio Vives, persona, 1947---

Solamente la moral más ejemplar puede dar dignidad a una persona de poca riqueza. Adam Smith, economista, 1723-1790.

La vida es como un eco, si no te gusta lo que te responde, cambia el mensaje que envías. Anónimo.

Si puedes evitar la búsqueda de la aprobación de otros, tu poder es ilimitado. Kevin Kelly, editor, 1952 ----.

El odio y la ira son los mayores venenos para la felicidad de la mente. Adam Smith, economista, 1723-1790.

Puedes ser joven solo una vez, pero inmaduro lo puedes ser toda la vida. Dave Barry, escritor, 1947-----.

No hay nada más lamentable que un joven cínico, que pasó de no saber nada a no creer en nada. Maya Angelou, poetisa, 1928-2014.

Las palabras sin acción son las asesinas del idealismo. Herbert Hoover, presidente, 1874-1964.

La gente ve, escucha y habla. Pero ve mal, escucha poco y habla demasiado. Roberto Beghini, actor, 1952- ----.

Nuestro conocimiento solo puede ser finito, en tanto que nuestra ignorancia puede ser infinita. Karl Popper, filósofo, 1902-1994.

Las personas débiles se vengan, las fuertes perdonan y las inteligentes ignoran. Anónimo.

El que nunca comete errores es el que nunca ha hecho nada. Theodore Roosevelt, presidente, 1858-1919.

El que no puede razonar es un tonto. El que no lo hace es un tozudo. El que no se atreve es un esclavo. Andrew Carnegie, industrialista, 1835-1919.

Nuestras vidas comienzan su fin cuando permanecemos callados sobre las cosas que importan. Martin Luther King, Jr., pastor, 1929-1968.

Siempre nos estamos preparando para vivir, pero nunca vivimos. Ralph Waldo Emerson, filósofo, 1803-1882.

Odio y rabia son los peores venenos para la felicidad de una mente buena. Adam Smith, economista, 1723-1790.

El hombre más infeliz es que aquel que nunca confronta la adversidad. No se le permite ponerse a prueba. Seneca, filósofo, ¿?- 65 AD.

Si no estás ocupado viviendo, tu cuerpo está ocupado muriendo. Anónimo.

Es solo con el corazón que uno puede ver justamente. Lo que es esencial es invisible al ojo. Antoine de Saint Exupéry, escritor, 1900-1944.

Todo hombre quisiera ser como Dios, si fuera posible; solo algunos admiten tal imposibilidad. Bertand Russell, filósofo, 1872-1970.

Lo que cuenta no son las cosas que pasan, sino lo que hacemos con ellas. Annie Ernaux, Premio Nobel 2022, 1940----.

Sin coraje, la sabiduría no rinde frutos. Baltasar Gracián, sacerdote, 1601-1658.

Pueden porque piensan que pueden. Virgilio, poeta, 70-19 AC.

En el país de los ciegos, el tuerto es rey. Desiderio Erasmo, filosofo, 1469?-1536.

La carreta que va vacía hace mucho ruido. Lo mismo sucede con las mentes. Proverbio italiano.

IV. Sociedad.

La verdadera paz no es la ausencia de tensiones, es la presencia de justicia. Martin Luther King, Jr., predicador, 1929-1968.

La libertad consiste no en hacer lo que queremos, sino en tener el derecho de hacer lo que debemos. Pope John Paul II, papa, 1920-2005.

Un pueblo que valora sus privilegios por encima de los principios pronto pierde ambos. Dwight D. Eisenhower, presidente, 1890-1969.

No siempre la juventud está en lo cierto, pero la sociedad que la ignora y la ataca siempre está equivocada. François Mitterrand, presidente, 1916-1996.

Si el mundo es complejo y desordenado, entonces debemos abandonar las simplicidades. John Law, economista, 1671-1729.

Capitalismo es el sistema en el cual un hombre explota a otro hombre. Socialismo es al revés. Anónimo.

En la vida civilizada, la ley flota en un mar de ética. Earl Warren, presidente, Corte Suprema de Justicia, EE.UU., 1891-1974.

Quien puede no quiere, quien quiere no puede, quien puede no hace, quien hace no sabe, y así va mal el mundo. Placa en una calle de Ascoli Piceno, Italia, 1529.

V. Estoicos.

Así que, no se preocupen por el día de mañana, porque el día de mañana traerá sus propias preocupaciones. ¡Ya bastante tiene cada día con su propio mal! Mateo 6:34.

No dejes que tu imaginación sea aplastada por todos los problemas de la vida. Concéntrate en la situación que tienes a la mano. Marcos Aurelio, emperador, 121-180 AD.

La tranquilidad viene cuando dejas de preocuparte por lo que dicen. O piensan, o hacen. Solo por lo que tú haces. Marcos Aurelio, emperador, 121-180.

El hombre debe necesariamente encontrar el disfrute mientras vive. Aristóteles, filósofo, 384-322 AC.

**El Autor:
Antonio Vives**

10

El Autor

Antonio Vives

Asociado principal, Cumpetere. Ex profesor adjunto, Stanford University; ex miembro de los Consejos Asesores en Sostenibilidad de CEMEX y de Abengoa, del Consejo Directivo de *Global Initiative for Sustainability Ratings*, del Comité de Expertos de la Fundación Carolina y del Consejo Asesor sobre Infraestructura del Estado de California.



Ex-Gerente de Desarrollo Sostenible del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), donde por 28 años trabajó en temas de sostenibilidad, responsabilidad social de la empresa, financiamiento de infraestructura, desarrollo de mercados financieros y financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas. Lideró las iniciativas en sostenibilidad del BID, su primer informe de sostenibilidad; creó la Iniciativa de Energía Sostenible y Cambio Climático en el 2005, y creó y lideró por siete años las Conferencias Interamericanas sobre Responsabilidad Social de la Empresa. Fue miembro del Comité de Inversiones del Fondo de Pensiones del BID, por 25 años, 20 de los cuales como vicepresidente.

Ha sido profesor en las escuelas de posgrado en negocios del IESA en Venezuela, de Carnegie Mellon, George Washington y Virginia Tech, y en la Facultad de Ingeniería Civil y Medioambiental en Stanford, en Estados Unidos, así como ponente en otras universidades en América Latina y España. Ha sido conferencista en más de 100 conferencias internacionales sobre RSE, financiamiento de infraestructura y micro, pequeña y mediana empresa.

Ha escrito numerosos artículos sobre el tema; entre los más recientes y destacables están: **¿Está la profesión del contador público preparada para la información de la sostenibilidad empresarial?** *Revista Técnica Contable y Financiera* (2023); **La empresa privada y los Objetivos de Desarrollo Sostenible: legitimidad o *greenwashing***, *Revista Icade* (2019); **La responsabilidad social de los investigadores en responsabilidad social** (2018); **Creación de Valor Compartido versus Compartir el Valor Creado: Diferentes estrategias, diferentes implementaciones, diferentes resultados** (2012), y **Cuarto Sector: Hacia la empresa más responsable** (2012); **Estrategias de responsabilidad social local en un contexto global: empresas multinacionales en América Latina** (2009), los cuatro en la *Revista sobre la Responsabilidad Social de la Empresa*; **Guías para la Responsabilidad Social en las PyMES: Efectividad de herramientas de autoevaluación y Empleo y emprendimiento como responsabilidad social**

de las empresas, ambos en *Globalización, Competitividad y Gobernabilidad* (2014 y 2013). En inglés publicó, además, **Is Socially Responsible Investment Possible in Latin America?** (*Greener Management International*, 2013) y **Sustainability Indices in Emerging Markets: Impact on responsible practices and financial market development** (*Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2012), y, con co-autores, **CSR in SMEs: Analysis of Donor-financed Management Tools** (*Social Responsibility Journal*, 2014); **Broadening the purpose of the corporation requires purposeful implementation** (*Harvard Deusto Business Research*, 2020) y **Sustainability-linked green finance: a proposal to address greenwashing and enhance impact** (*Responsible Investor*, 2021).

Autor de once libros sobre RSE: **Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica**, Vols. I, II, III, IV, V, VI y VII (Cumpetere, 2011, 2013, 2015, 2017, 2019, 2021, 2023); **Gestión de la Responsabilidad de la Empresa ante la Sociedad** (Universidad Simón Bolívar, Colombia, 2014); **La Responsabilidad Social de las Empresas: Enfoques ante la crisis** (Fundación Carolina, 2010), y coautor de los libros **Responsabilidad Social de la Empresa en América Latina: Manual de Gestión**, y de **Responsabilidad Social de la Empresa en las PyMEs de Latinoamérica** (Banco Interamericano de Desarrollo, 2011 y 2006). También es autor de capítulos en diez libros sobre RSE. Editó cinco volúmenes de los Anales de la Conferencia Interamericana sobre Responsabilidad Social de la Empresa.

Ha escrito, además, numerosos artículos sobre gestión financiera y financiamiento de infraestructura. Es autor del libro de texto “Evaluación Financiera de Empresas”, octava edición, Editorial Trillas, México, 2020 (primera edición, 1982).

Es ingeniero químico y tiene una maestría en administración de empresas (MBA) y un Ph. D. en finanzas corporativas y mercados de capitales, ambos de Carnegie Mellon University.

El libro

Este libro contiene 40 capítulos que son una selección, clasificación, revisión y actualización de los 85 artículos publicados en los años 2021 y 2022 en el *blog Una mirada crítica a la Responsabilidad Social de la Empresa en Iberoamérica* (www.cumpetere.blogspot.com). Incluye además un capítulo final que recopila algunas las citas publicadas en las cuentas sociales del autor.

Los capítulos están agrupados en nueve partes:

- I. Responsabilidad empresarial y sus críticos.
- II. Amigos, enemigos, promotores y detractores.
- III. Responsabilidad empresarial y valor de la empresa.
- IV. Remuneraciones ligadas a la sostenibilidad empresarial.
- V. Gestión de la información sobre la sostenibilidad empresarial.
- VI. Calificaciones de sostenibilidad empresarial.
- VII. Financiamiento sostenible.
- VIII. Inversiones responsables.
- IX. Citas para ser más responsable.

El objetivo del libro, como el del blog, es analizar acciones y eventos que tengan impacto sobre las prácticas responsables de la empresa de una manera crítica, amena y didáctica. Y, de ser posible, desarrollar el pensamiento crítico en el lector.



Diseño y diagramación por
Aluna Sustainability®



El autor

Antonio Vives, director de Cumpetere, empresa de asesoría en Sostenibilidad y Responsabilidad Empresarial. Ex miembro de los Consejos Asesores en Sostenibilidad de CEMEX y Abengoa y del gobernador de California en infraestructura privada. Ex-Gerente del Departamento de Desarrollo Sostenible del Banco Interamericano de Desarrollo. Consultor de cuatro de los principales bancos multilaterales de desarrollo. Creador y organizador de las primeras seis Conferencias Interamericanas de Responsabilidad Social de la Empresa. Autor de once libros y numerosos artículos sobre RSE y financiamiento de empresas y proyectos en medios profesionales y académicos. Conferencista internacional en más de un centenar de eventos. Exprofesor adjunto en la Universidad de Stanford y en los MBA de las universidades de Carnegie Mellon, George Washington y Virginia Tech, en Estados Unidos y en el IESA en Caracas. Profesor invitado en universidades de España y varios países de América Latina. MBA y Ph.D. en Finanzas de Empresas y Mercados de Capitales, ambos por Carnegie Mellon University.

