Gobernanza de la información en finanzas sostenibles

Documentos del BPI | No 132 | 22 diciembre 2022

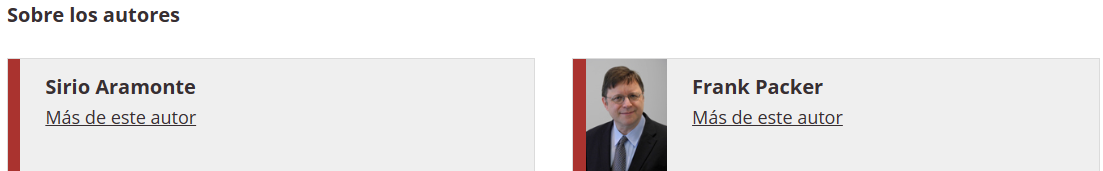
Por: [Sirio Aramonte](https://www.bis.org/author/sirio_aramonte.htm) y [Frank Packer](https://www.bis.org/author/frank_packer.htm)

[**PDF texto completo** (474kb)](https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap132.pdf) | 25 páginas

Los mercados financieros dependen de flujos de información que facilitan la asignación de capital. La gobernanza de la información es el conjunto de disposiciones regulatorias diseñadas para mitigar los conflictos de intereses que podrían interferir con estos flujos, a fin de garantizar que todos los participantes del mercado reciban una línea de base de información confiable. En este documento, discutimos formas de mejorar la gobernanza de la información en finanzas sostenibles, un sector de mercados de financiamiento que, además de los rendimientos financieros, considera los beneficios sociales y ambientales. Adaptamos las lecciones de la investigación en finanzas tradicionales a las características únicas de las finanzas sostenibles. En particular, evaluar el impacto de las acciones corporativas en una amplia variedad de partes interesadas requiere datos y conocimientos especializados. Esta observación tiene amplias implicaciones para la divulgación, el aseguramiento, las calificaciones y para el papel de los organismos públicos en la producción de información. Una gobernanza adecuada también puede ayudar a los participantes del mercado a evaluar con mayor precisión cuánto pueden contribuir los mercados financieros a lograr resultados de sostenibilidad.

Clasificación JEL: G14, G28, G38

Palabras clave: finanzas sostenibles, divulgaciones, calificaciones, gobernanza



1. Introducción

Para funcionar correctamente, el sistema financiero depende de flujos de información que facilitan la asignación de capital. Estos flujos comprenden información divulgada por empresas que recaudan fondos, recopilada y difundida por intermediarios externos, como agencias de calificación, y adquirida de forma privada por inversores individuales. Los dos primeros canales a menudo están sujetos a regulaciones para garantizar que los participantes en el mercado, incluidos los menos sofisticados, reciban una línea de base de información confiable. Estas regulaciones son la base de la gobernanza de la información en los mercados financieros. Están diseñados para contener las deficiencias del mercado, que surgen de la incapacidad de la contratación privada para contener plenamente el comportamiento oportunista en el proceso de producción de información. En cambio, se necesitan disposiciones reglamentarias para limitar las acciones y, a su vez, frenar la incidencia de conflictos de intereses.

En este artículo, nos centramos en la gobernanza de la información en finanzas sostenibles, un sector de los mercados de financiación que, además de los rendimientos financieros, considera los beneficios sociales y ambientales. En tal contexto, la producción de información precisa es particularmente útil para abordar la contaminación excesiva, que es la "tragedia de los comunes" por excelencia. Los gobiernos, las empresas y los hogares contaminan en exceso porque no pagan el precio total de sus acciones. La información producida por los participantes en los mercados financieros puede ayudar a fijar el precio adecuado para las externalidades (por ejemplo, los impuestos sobre el carbono), mejorando así la sostenibilidad de la actividad económica.

A un alto nivel, hay muchos puntos de contacto entre la gobernanza de la información en las finanzas sostenibles y en las finanzas tradicionales. En ambos casos, el objetivo clave es garantizar la integridad de la información corporativa y de diversos tipos de calificaciones externas. Al mismo tiempo, surgen nuevos desafíos de la novedad de las finanzas sostenibles y la complejidad de la información necesaria para medir su impacto. En este contexto, el principal riesgo es el lavado verde, mediante el cual las empresas o evaluadores divulgan información sesgada para obtener beneficios financieros, como el volumen de negocios. Al mejorar la calidad de la información, los marcos de gobernanza pueden ayudar a dirigir los fondos hacia objetivos consistentes con las preferencias de sostenibilidad y los objetivos de política, al tiempo que mitigan el riesgo de una mala asignación de capital que puede, eventualmente, afectar la estabilidad financiera (Borio et al (2022)).

Nuestro trabajo tiene dos puntos temáticos principales. En uno, nos basamos en la literatura tradicional sobre la gobernanza de la información producida sobre las empresas que emiten valores en los mercados públicos de capitales, principalmente en relación con la divulgación de información corporativa y las calificaciones crediticias, y mostramos su relevancia para las finanzas sostenibles. En otro, nos basamos en literatura más reciente relacionada con las finanzas sostenibles y presentamos recomendaciones de políticas que son útiles para la producción de información en el área. En un trabajo relacionado, Christensen et al (2021) compilan una amplia encuesta de la investigación sobre divulgaciones corporativas, destilando lecciones aplicables a los informes de sostenibilidad. La diferencia clave radica en nuestro enfoque en la gobernanza del entorno de producción de información, que incluye empresas, agencias de calificación, proveedores de aseguramiento de terceros, así como reguladores.

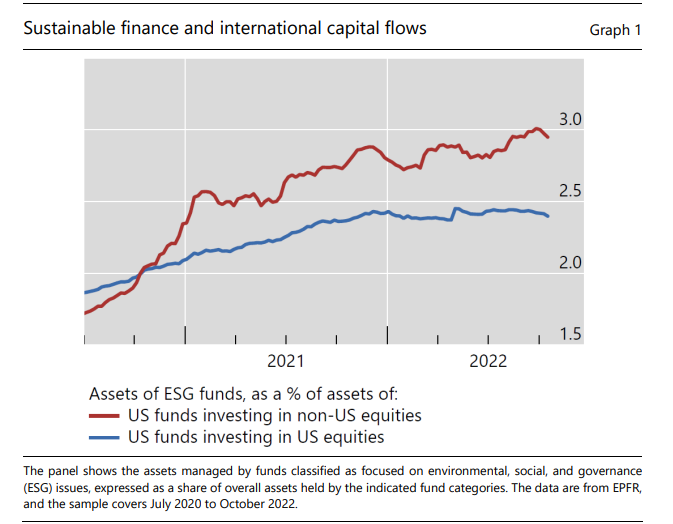
Nuestro artículo está relacionado con el trabajo realizado por organismos públicos y coaliciones de partes interesadas para desarrollar directrices que mejoren la información disponible para los inversores en finanzas sostenibles. El FMI subraya la necesidad de una sólida "arquitectura de información climática" basada en la disponibilidad de datos, las normas de divulgación y los enfoques de clasificación (Ferreira et al (2021)). Nuestro enfoque en cómo abordar las fallas del mercado complementa el marco del FMI, particularmente desde la perspectiva de la divulgación. En general, los responsables políticos enfatizan la necesidad de mejorar la recopilación de datos y, en particular, la comparabilidad entre jurisdicciones (FSB (2021), OCDE (2022), TCFD (2017)). De manera similar a nuestro trabajo, IOSCO (2021a) destaca que la precisión de las calificaciones de finanzas sostenibles podría verse afectada negativamente por posibles conflictos de intereses entre los evaluadores y las entidades calificadas. Como lo analiza NGFS (2022b), la revisión externa desempeña un papel importante para garantizar que la emisión de valores y el uso de los ingresos se alineen con los criterios declarados.

Mejorar la disponibilidad de información de alta calidad en finanzas sostenibles es particularmente importante por dos razones. La primera es que, como algunos inversores muestran una fuerte preferencia por las empresas con un perfil de sostenibilidad bien desarrollado, las evaluaciones inexactas pueden conducir a ineficiencias de inversión sustanciales. La segunda es que los gobiernos y los bancos centrales han expresado cada vez más interés en desplegar recursos públicos para reforzar las finanzas sostenibles, amplificando el riesgo de mala asignación de capital si la información es imprecisa. Proporcionamos detalles adicionales sobre cada tema en el resto de la introducción.

Los inversores muestran una preferencia por las inversiones sostenibles, lo que conduce efectivamente a mercados segmentados donde las carteras óptimas dependen de la sostenibilidad de la empresa (Pedersen et al (2021)). Esta segmentación, que es particularmente fuerte para los valores certificados por terceros externos (Baker et al (2018)), es una forma de diferenciación de productos (Albuquerque et al (2019)). La preferencia por los valores sostenibles está impulsada por consideraciones no monetarias (Bauer et al (2021) y Riedl y Smeets (2017)), ya que los argumentos de los primeros principios postulan que las inversiones sostenibles están destinadas a lograr rendimientos financieros más bajos (Oehmke y Opp (2022), P'astor et al (2021)). En consecuencia, las valoraciones de la renta variable tienden a ser más altas que los valores intrínsecos para las empresas centradas en la sostenibilidad (Bofinger et al (2022)). Los altos rendimientos realizados en los últimos años han reflejado una elevada presión de la demanda (Bialkowski y Starks (2016), Bansal et al (2022), P'astor et al (2022)).

La fuerte demanda de los inversores de inversiones sostenibles a menudo se enruta a través de fondos mutuos y fondos negociados en bolsa. Para reforzar sus propias calificaciones de sostenibilidad y obtener entradas, los fondos cambian las participaciones hacia empresas menos contaminantes (Ceccarelli et al (2021)). Sin embargo, incluso si los beneficios no pecuniarios son un incentivo significativo (Hartzman y Sussman (2019)), las calificaciones de desempeño siguen siendo importantes y, por lo tanto, la reasignación se desvanece con el tiempo a medida que los fondos evitan comprar empresas con un valor más rico (Gantchev et al (2021)). En algunos casos, las empresas mantenidas por fondos mutuos tienen un perfil de sostenibilidad menos benigno que el implícito en las calificaciones, ya que los compromisos corporativos con la sostenibilidad no siempre conducen a acciones proporcionales (Raghunandan y Rajgopal (2021), Raghunandan y Rajgopal (2022)). Las preferencias de los inversores sobre valores sostenibles también alimentan la gestión de la liquidez por parte de los fondos mutuos, que están expuestos a reembolsos diarios incluso cuando invierten en activos ilíquidos. En particular, los fondos tienden a vender bonos emitidos por empresas con mayores emisiones de carbono debido a la preocupación de que el riesgo de reembolso sea más elevado al mantener estos bonos (Cao et al (2022)). Fundamentalmente, los fondos de inversión centrados en la sostenibilidad representan una parte significativa y creciente de los flujos internacionales de capital (gráfico 1), lo que pone de relieve la importancia de la coherencia entre países en la producción de información relacionada con la sostenibilidad.

Los inversores utilizan la información sobre el perfil de sostenibilidad de una empresa de diferentes maneras. En un extremo del espectro, desinvierten de empresas que no cumplen con ciertos umbrales. En general, este enfoque parece tener solo un efecto limitado en el costo del capital (Berk y van Bisbergen (2022)), aunque los enfoques de inversión que excluyen regularmente a las empresas más contaminantes pueden ofrecer los mismos rendimientos ajustados al riesgo con una huella de carbono dramáticamente menor (Jondeau et al (2021)). Además, si bien las altas calificaciones de sostenibilidad no necesariamente fomentan los flujos a largo plazo hacia los fondos que obtienen esas calificaciones (Gantchev et al (2022)), una reducción precipitada de la financiación a activos con un perfil de sostenibilidad bajo puede afectar la estabilidad financiera (Borio et al (2022)). En el extremo opuesto del espectro, los inversores pueden interactuar con las empresas en sus carteras de manera coordinada (Dimson et al (2015) y Dimson et al (2021)). Al hacerlo, presionan para mejorar los perfiles de sostenibilidad al tiempo que permiten a las empresas mantener el acceso a la financiación (Edmans et al (2022)). Los bancos con calificaciones de sostenibilidad relativamente altas desempeñan un papel similar a través de sus relaciones crediticias (Houston y Shan (2022)).



Las políticas gubernamentales también pueden beneficiarse de la mejora de los flujos de información en materia de finanzas sostenibles. En particular, las autoridades públicas pueden aspirar más fácilmente a reducir el coste del capital para las empresas o inversiones menos contaminantes.4 Un enfoque implica la compra pura y simple de los valores relevantes. Por ejemplo, el Banco Central Europeo cambió su marco de política monetaria para incluir explícitamente consideraciones sobre el cambio climático, en parte para apoyar la transición a una economía climáticamente neutra (BCE (2022)). En términos más generales, garantizar que los riesgos climáticos se reflejen adecuadamente en las calificaciones crediticias, que son un factor importante en las compras de activos de los bancos centrales, aumentaría indirectamente la relevancia de las finanzas sostenibles para las operaciones monetarias (NGFS (2022a)). Otro enfoque implica reducir el riesgo de los instrumentos financieros sostenibles adquiridos por el sector privado, generalmente a través de la absorción parcial de pérdidas por parte de los organismos públicos (por ejemplo, G20 (2021)). En todos estos casos, una gobernanza adecuada puede mejorar la precisión de la información y beneficiar al sector público.

Una gobernanza adecuada de la información también puede ayudar a evaluar con mayor precisión lo que las finanzas sostenibles pueden lograr y, en particular, en qué medida pueden liderar, en lugar de apoyar, los esfuerzos para lograr resultados de sostenibilidad (Borio et al (2022)). Los riesgos tanto para la estabilidad financiera como para la solidez a largo plazo de la transición ecológica se reducen así por la gobernanza de la información, ya que ayuda a garantizar que el entusiasmo de los inversores y el deseo de los gestores de fondos de generar comisiones no vayan demasiado lejos de cualquier beneficio documentado.

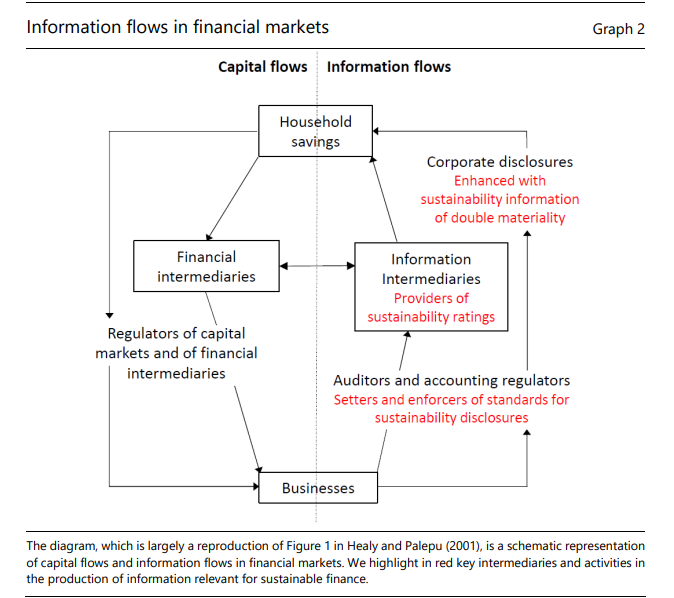
En el resto del documento, primero esbozamos los flujos de información sobre los emisores de valores en los mercados financieros a través de divulgaciones corporativas e intermediarios de información (Sección 2). Identificamos similitudes y diferencias en la naturaleza de estos flujos de información en mercados financieros sostenibles frente a los convencionales. En la sección siguiente, revisamos las fallas comunes del mercado en la provisión de información y calificaciones corporativas, así como los mecanismos de gobernanza utilizados para abordarlas (Sección 3). Luego concluimos con recomendaciones de políticas para finanzas sostenibles, basadas en las lecciones relevantes aprendidas de la literatura sobre gobernanza de la información (Sección 4).

2. Flujos de información en los mercados financieros

Los inversores adquieren información sobre las empresas que financian a través de una variedad de canales. Además de los esfuerzos privados, se basan en divulgaciones corporativas, intermediarios de información (por ejemplo, agencias de calificación) e intermediarios financieros (por ejemplo, bancos) que brindan asesoramiento o utilizan inteligencia de mercado al administrar el dinero de los clientes (Healy y Palepu, 2001). En el resto del documento, nos centramos en las divulgaciones corporativas y los intermediarios de información, ya que, para entidades como los bancos, la producción de información está entretejida en sus procesos centrales (Holmstrom y Tirole (1997)) y afecta directamente su rentabilidad. Como resultado, y también gracias al extenso marco regulatorio al que están sujetos, las fallas del mercado son menos probables.5 En el Gráfico 2, que reproduce en gran medida la Figura 1 en Healy y Palepu (2001), destacamos los intermediarios y actividades clave que contribuyen a la producción de información en finanzas sostenibles.

2.1 Divulgaciones corporativas

En presencia de información asimétrica, las divulgaciones son útiles porque mejoran el problema de la selección adversa que, en el espíritu de Akerlof (1970), puede perjudicar el funcionamiento del mercado (Grossman y Hart (1986), Milgrom (1981)). En los mercados de capitales, esta cuestión adoptaría la forma de una reducción de los flujos de financiación y mayores costos de financiación.



Como se destaca en la encuesta bibliográfica de Christensen et al (2021), se ha demostrado que las divulgaciones corporativas son fundamentales para reducir la información asimétrica y los conflictos de agencia entre empresas e inversores. El trabajo sobre divulgaciones comprende un vasto cuerpo de investigación que se remonta al menos a la década de 1970 (ver Healy y Palepu (2001) para una encuesta anterior), destacando la importancia de los requisitos de divulgación para el ecosistema que produce información financiera. Las divulgaciones ayudan a que los precios sean menos ruidosos (Bushee y Friedman (2016)) y menos sujetos a efectos indirectos gracias a una mejor evaluación del riesgo (Blacconiere y Patten (1994)). Además, generalmente tienen efectos positivos sobre los rendimientos de las acciones, la liquidez (Healey et al (1999) y Leuz y Verrecchia (2000)), y la eficiencia de las inversiones físicas (O ̈ stberg (2006)). Las divulgaciones corporativas bien diseñadas parecen ser especialmente beneficiosas para los inversores menos sofisticados con horizontes de tenencia largos (Lawrence (2013)).

Las divulgaciones pueden ser voluntarias. De acuerdo con los beneficios mencionados anteriormente, las empresas tienen varios incentivos para proporcionar información (Healy y Palepu (2001)), principalmente facilitando el financiamiento corporativo (Lang y Lundholm (1997), Healey et al (1999); ver Dhaliwal et al (2011) y Matsumura et al (2014) para evidencia específica de finanzas sostenibles) y potencialmente reduciendo el riesgo de litigios (Skinner (1997)). Cabe destacar que hay razones para esperar que el riesgo de litigio sea mayor cuando se trata de divulgaciones prospectivas (Healey et al (1999)). La garantía de terceros proporcionada por los auditores es una vía común para reforzar la credibilidad de las divulgaciones, incluso cuando no lo exigen las regulaciones (Healy y Palepu (2001)).

Si bien existe amplia evidencia de que las divulgaciones mejoran el funcionamiento del mercado, los costos asociados, incluida la garantía mencionada anteriormente, pueden ser significativos (consulte la discusión en las secciones 2.4.1 y 5 de Christensen et al (2021) y las referencias en ellas). Además de los gastos directos relacionados con la recopilación y el procesamiento de datos, ciertos costos indirectos surgen de cómo el tipo de información divulgada afecta el comportamiento de los competidores y, a su vez, de la propia empresa. En particular, las divulgaciones favorecen el aprendizaje por parte de empresas homólogas (Cao et al (2019)) y la concentración de la actividad innovadora entre las grandes empresas, ya que los costos de los efectos indirectos de la información son relativamente más importantes para las pequeñas empresas innovadoras (Breuer et al (2022)).

2.2 Intermediarios de información

Los intermediarios de la información se especializan en evaluar las perspectivas de las empresas que utilizan datos públicos y su propia investigación. Las agencias de calificación crediticia son un excelente ejemplo de estas entidades de recopilación de información (Millon y Thakor (1985)), al igual que los analistas financieros (Asquith et al (2005), Womack (1996)). Las agencias de calificación crediticia "ayudan a perforar la niebla de la información asimétrica" (White (2010), p 213) al ofrecer opiniones sobre la solvencia de los títulos de deuda. Su juicio generalmente transmite información útil (Elton et al (2011), L ̈offler (2004)), incluso si las calificaciones pueden diferir debido a metodologías distintas (Cantor y Packer (1997)) y a la opacidad de algunas empresas (Morgan (2002), Hyytinen y Pajarinen (2008)). En parte, la utilidad de estos intermediarios se deriva de la probabilidad de que puedan obtener información no pública de las empresas (Kisgen, 2006).

El negocio de las calificaciones se remonta a entidades que evaluaron la capacidad de los comerciantes para pagar obligaciones financieras (Cantor y Packer (1995)), y es anterior a la disponibilidad de divulgaciones reguladas. Con el tiempo, las agencias de calificación se convirtieron en fundamentales para dirigir los flujos del mercado de capitales como intermediarios de información y proveedores de insumos clave para los requisitos regulatorios. Como resultado, están sujetos a cierto nivel de supervisión pública (White (2010)), a pesar de que mantener su reputación ha sido, durante mucho tiempo, visto como el incentivo clave para proporcionar opiniones imparciales. Si bien las calificaciones generalmente transmiten información útil, la interpretación de las calificaciones no siempre es sencilla (Cantor y Packer (1995)), sobre todo debido a su enfoque en el riesgo a mediano y largo plazo (Altman y Rijken (2004)).

2.3 Finanzas sostenibles vs. finanzas tradicionales

2.3.1 Similitudes

La discusión anterior se centra en las divulgaciones corporativas de propósito general y las calificaciones crediticias, pero hay evidencia de que problemas y dinámicas similares se aplican a las finanzas sostenibles. Al igual que para las divulgaciones corporativas tradicionales, el establecimiento de estándares comunes es útil para mejorar la calidad, relevancia y comparabilidad de la información (Pucker (2021)). Subrayando las sinergias entre los dos tipos de divulgación, el Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad opera bajo los auspicios de la International Financial Reporting Standard Foundation. Además, la garantía es un mecanismo complementario importante para mejorar la divulgación de información en finanzas sostenibles (NGFS (2022b)), especialmente para las empresas que buscan establecer su reputación (Simnett et al (2009), Ioannou y Serafeim (2019)). Al igual que en las finanzas convencionales, la fuerte demanda de proveedores de seguros podría limitar el acceso de las empresas más pequeñas a sus servicios (Christensen et al (2021)).

También paralelamente a los hallazgos en las finanzas convencionales, los primeros estudios anteriores a la rápida expansión del campo sugieren que las calificaciones de sostenibilidad más altas anticipan un mejor desempeño de la empresa (Khan et al (2016)) y un costo de capital más barato (El Ghoul et al (2011)). En términos más generales, los ecosistemas financieros con mayor capacidad de procesamiento de información conducen a un gasto más eficiente relacionado con la sostenibilidad (Adhikari (2016)) y resultados (Boubakri et al (2016)). Además, la variedad de puntos de datos y metodologías que se pueden utilizar para evaluar el puntaje de sostenibilidad de una empresa fomenta el desacuerdo (Berg et al (2020), Christensen et al (2022)), no muy diferente de las calificaciones crediticias estándar, y según algunas métricas en mayor medida (Berg et al (2022)).

2.3.2 Diferencias: doble materialidad

En ciertos aspectos, sin embargo, las finanzas sostenibles son inherentemente diferentes. Por definición, está atento a un conjunto más amplio de partes interesadas que solo a los inversores en valores de capital o deuda de una empresa. Como resultado, una opinión común es que la información difundida debe ser material tanto para los inversores como para otras partes interesadas (un concepto conocido como "doble materialidad" o "materialidad de impacto", véase el gráfico 2, lado derecho).

Otra escuela de pensamiento sostiene que es suficiente centrarse en la divulgación de información de sostenibilidad relevante para evaluar el valor de la empresa ("materialidad única" o "materialidad financiera"). El recientemente establecido Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad se encarga de establecer los mejores estándares para la divulgación de la sostenibilidad sobre esta base (Lloyd (2022)). Uno de los principales argumentos a favor de la materialidad única es que la información relacionada con la sostenibilidad que refleja el impacto en otras partes interesadas es probable que sea financieramente relevante para una empresa, debido a los riesgos de litigio o una respuesta regulatoria, y por lo tanto se informaría, en cualquier caso.

Dicho esto, hay una serie de problemas con este enfoque. Para empezar, las divulgaciones de sostenibilidad rara vez se describen en unidades monetarias, y los beneficios tienden a ser de naturaleza a más largo plazo. Otro argumento en contra de un enfoque limitado en el cierre vinculado al valor para los accionistas es que tanto la teoría como el trabajo empírico sugieren que los inversores no se preocupan únicamente por los rendimientos financieros y, por lo tanto, el bienestar de los accionistas no es necesariamente equivalente al valor para los accionistas. Oehmke y Opp (2022) concluyen en su examen teórico que los inversores centrados en la sostenibilidad, a diferencia de los inversores puramente orientados a las ganancias, aceptarán rendimientos financieros más bajos a cambio de un mejor comportamiento de la empresa. Y, de hecho, a pesar de que los bonos verdes representan reclamaciones sobre la empresa emisora con el mismo riesgo de incumplimiento que para sus bonos convencionales, hay alguna evidencia de un "greenium", o un rendimiento más bajo, en los bonos verdes que en los bonos convencionales (Zerbib, 2019).

Otros expertos argumentan que el valor de los estándares de doble materialidad radica en tener en cuenta las externalidades que una empresa impone en el entorno en el que opera (consulte la Sección 6.2.2 en Christensen et al (2021) para una discusión detallada). Dado que es probable que exista una incertidumbre sustancial sobre cómo cuantificar estas externalidades, la adopción de estándares de doble materialidad podría mejorar la calidad y la comparabilidad de la información proporcionada (Pucker y King (2022)).

Sin duda, exigir divulgaciones amplias bajo doble materialidad es en parte una opción política: la disponibilidad de más información podría alentar el escrutinio de las actividades de una empresa, incentivando así la alineación con los objetivos de sostenibilidad decididos en los niveles más altos del gobierno. Al mismo tiempo, los mandatos de divulgación más amplios podrían generar costos adicionales significativos para las empresas, sobre todo porque requieren habilidades técnicas en posiblemente numerosos campos no básicos para una empresa. En particular, los mandatos podrían imponer cargas significativas a las pequeñas empresas o a las de industrias en las que la cuantificación del costo financiero de las externalidades es más compleja. Esta observación, a su vez, abogaría por la aplicación de principios de proporcionalidad al implementar un régimen de divulgación de sostenibilidad de brocha gorda.

2.3.3 Diferencias: complejidad de los datos

Las necesidades de datos relacionadas con la sostenibilidad son inherentemente más altas que las de las finanzas convencionales, ya sea para evaluar el impacto de la actividad en el valor de la empresa o en las partes interesadas y el medio ambiente. En términos generales, estas necesidades surgen debido a la amplitud y complejidad de los datos relevantes para las finanzas sostenibles, que también requieren conocimientos científicos especializados en una variedad de campos.

En muchos casos, evaluar todo el perfil de sostenibilidad de una empresa a menudo implica evaluar los efectos del negocio en el medio ambiente junto con su impacto en objetivos sociales más amplios, así como revisar la calidad de su gobierno corporativo (los tres pilares ESG). Las medidas de estos atributos no están necesariamente altamente correlacionadas, lo que significa que la información requerida para evaluar conjuntamente las dimensiones ESG será mucho más amplia de lo que podría requerirse cuando se centra en una sola. Del mismo modo, no debe esperarse en modo alguno que las metodologías aplicables sean similares en todos los pilares.

Es probable que estas observaciones tengan implicaciones para los intermediarios de información: si bien algunos de ellos podrían proporcionar evaluaciones resumidas de sostenibilidad, también podríamos ver el surgimiento de instituciones de certificación y verificación a medida, potencialmente especializadas en los diversos elementos de los perfiles de sostenibilidad. En la medida en que estas instituciones utilicen enfoques diferentes, las evaluaciones pueden divergir: por ejemplo, incluso dentro del pilar ambiental de ESG, una puntuación puede reflejar bajas emisiones actuales de carbono, o un plan de transición documentado para reducir las emisiones; Otra puntuación puede reflejar un enfoque en garantizar la sostenibilidad del suministro de agua. En el caso de las calificaciones crediticias tradicionales, las pruebas retrospectivas utilizando incumplimientos reales pueden ayudar a determinar cuál de las diversas calificaciones es la mejor medida. En las finanzas sostenibles, tal evaluación es más difícil debido a la falta de datos históricos, así como a la incertidumbre en torno a la medición de los resultados. En cualquier caso, es probable que los costos globales de evaluar el desempeño en múltiples dimensiones sean más altos que para los aspectos individuales.

La discusión anterior destaca la amplitud de los indicadores de desempeño de sostenibilidad, pero la complejidad de estos indicadores es otra característica distintiva de las finanzas sostenibles. A modo de ejemplo, es útil centrarse en un ejemplo específico, a saber, las emisiones de gases de efecto invernadero y su trayectoria. A menudo se señala que los inversores deberían preocuparse por la huella de carbono general de la empresa, pero la más amplia de las medidas, que incluye las emisiones aguas arriba y aguas abajo (Alcance 3), es muy difícil de medir con precisión y, dadas las limitaciones actuales de los datos, requiere numerosas suposiciones.

Incluso si se dispusiera de medidas fiables de las emisiones actuales de carbono, evaluar la credibilidad de las trayectorias estimadas hacia cero neto requiere conocimientos técnicos específicos a lo largo de muchas dimensiones. En particular, los verificadores necesitan un buen sentido de la frontera tecnológica en diversas industrias, incluida su evolución a lo largo del tiempo. Estas evaluaciones requieren pronósticos durante períodos mucho más largos que los horizontes de tres a cinco años utilizados por las agencias de calificación crediticia para clasificar las probabilidades de incumplimiento.

3. Fallos del mercado y gobernanza de la información

Si bien en la sección anterior se describían los fundamentos de los intermediarios de divulgación e información, esta sección se centra en los problemas de la producción de información que pueden describirse como "fallos del mercado". Muchos de estos se relacionan con conflictos de intereses familiares. Una vez más, si bien tales fallas en las finanzas sostenibles comparten muchas similitudes con las de las finanzas convencionales, también existen problemas únicos en esta esfera.

3.1 Divulgaciones corporativas

La utilidad de las divulgaciones depende de su credibilidad, que es una función, en primer lugar, del incentivo para informar información sesgada y, en segundo lugar, de la capacidad de los inversores para detectar ese comportamiento. Como detallan Rogers y Stocken (2005), la probabilidad de información errónea deliberada aumenta con cuatro factores principales: (1) menor riesgo de litigio; (2) mayor incidencia de transacciones con información privilegiada; (3) dificultades financieras; (4) concentración dentro de la industria, ya que los operadores tradicionales minimizan la rentabilidad para disuadir la entrada. La capacidad de los inversores para detectar sesgos es una función de la incertidumbre sobre las perspectivas futuras, la volatilidad en los resultados realizados y las dificultades financieras.

En cuanto a las finanzas sostenibles, investigaciones recientes destacan cuestiones que generalmente son comparables con las relacionadas con la divulgación de información con fines generales. Para empezar, se reformula una parte significativa de los informes de sostenibilidad (Pinnuck et al (2021)). El bajo rendimiento reciente aumenta la probabilidad de que la señalización de un enfoque en la sostenibilidad no vaya seguida de acciones concretas (Gibson Brandon et al (2022)). En algunas jurisdicciones, las empresas a veces utilizan su supuesto compromiso con la sostenibilidad para construir conexiones políticas que resultan económicamente ventajosas (Lin et al (2015)).

Al mismo tiempo, ciertos patrones en las finanzas sostenibles pueden aumentar o reducir la gravedad de las fallas del mercado. Estos matices deben tenerse en cuenta al diseñar marcos de gobernanza específicos para este sector. La disponibilidad y confiabilidad de los datos son las principales preocupaciones, y en parte se originan en la naturaleza amplia y compleja de la información necesaria para evaluar el perfil de sostenibilidad de una empresa, como se discutió en la sección anterior (ver también Pucker (2021)).

La presencia de cadenas de suministro complejas plantea desafíos específicos y oportunidades para la divulgación. Si bien el enfoque en la sostenibilidad parece propagarse a través de las cadenas de suministro (Dai et al (2021)), la dificultad de cuantificar la posición de sostenibilidad de una empresa se complica enormemente por la presencia de cadenas de suministro globales y grupos multinacionales. La presión para cumplir con las expectativas de sostenibilidad puede llevar a las empresas a transferir actividades controvertidas a países con marcos de monitoreo más débiles (Surroca et al (2013)). La obtención de datos de ubicaciones remotas también puede ser técnicamente difícil, incluso cuando la ley lo exige explícitamente (Kim y Davis (2016)). Aun así, los gobiernos exigen cada vez más que las empresas evalúen las actividades de los proveedores con los que tienen relaciones comerciales.

Las fallas del mercado en la divulgación de información corporativa se abordan con estándares y garantías obligatorios (véase la Sección 6.4 en Christensen et al (2021)). Además de mejorar la comparabilidad transversal y de series temporales, las normas garantizan que la información esté disponible también cuando vaya en contra del incentivo de beneficios (Östberg (2006)). Exigir explícitamente la inclusión de eventos negativos en los informes de sostenibilidad reduce la frecuencia de tales eventos (Christensen et al (2017), Krueger et al (2021)), ya que los costos de reputación aumentan con una difusión más amplia. También hay efectos indirectos positivos, ya que otros intermediarios de información, como los analistas financieros, tienen acceso a mejores datos y pueden mejorar sus pronósticos (Krueger et al (2021)). La garantía está sujeta a estándares para limitar el potencial de conflictos de intereses, pero los estándares también pueden limitar la flexibilidad de los auditores para usar el juicio profesional (Gao y Zhang (2019)).

3.2 Calificaciones

Las agencias de calificación podrían enfrentar conflictos de intereses porque las entidades que califican les pagan por su servicio. El deseo de las agencias de proteger su reputación se consideró una razón clave por la cual las calificaciones crediticias se mantuvieron conservadoras durante la década de 1990, incluso después del cambio anterior de un modelo de "el inversor paga" a un modelo de "el emisor paga" (White (2010)). Sin embargo, la contribución de las calificaciones excesivamente generosas para los productos estructurados a la crisis financiera de 2007-09 puso de relieve una serie de fallos del mercado. De hecho, las relativamente pocas calificaciones que aún pagan los inversores parecen más oportunas y son seguidas de manera rentable por los pequeños inversores institucionales (véase Cornaggia y Cornaggia (2013), Bhattacharya et al (2019)).

Un primer conjunto de cuestiones se refiere a los conflictos de intereses a nivel de las agencias de calificación. En una industria de calificación competitiva donde los emisores pueden comprar la calificación más favorable, el incentivo para atraer negocios lleva a las agencias a inflar las calificaciones, especialmente durante los auges del mercado (Bolton et al (2012), Griffin et al (2013)). De hecho, la calidad de las calificaciones disminuye cuando aumenta la competencia (Becker y Milbourn (2011)). Las distorsiones causadas por esta estructura de mercado son más fuertes cuando los valores en cuestión son complejos y representan una gran parte del negocio para la agencia (Skreta y Veldkamp (2009), Mathis et al (2009)), y para los emisores que aportan más ingresos a los evaluadores (He et al (2009), Efing y Hau (2015)). Un segundo conjunto de fallas del mercado se relaciona con los empleados de las agencias, que tienden a proporcionar calificaciones indebidamente altas a las empresas que luego pueden emplearlas (Cornaggia et al (2016); Lourie (2019) encuentra patrones similares para los analistas financieros).

Los conflictos de intereses son aún más relevantes cuando las diferencias de opinión permiten a las entidades elegir entre evaluaciones competitivas. Las divergencias en las calificaciones generalmente están vinculadas a diferencias en los modelos y criterios (Cantor y Packer (1997)). Algunos sectores, como la banca, tienen una mayor incidencia de diferencias de opinión en las calificaciones crediticias, probablemente debido a la opacidad inherente de los factores que determinan la solvencia (Morgan (2002)). Antes de la crisis financiera de 2007-09, las diferencias de opinión entre las agencias sobre productos financieros estructurados altamente complejos probablemente exacerbaron los conflictos de intereses (Bolton et al (2012)).

Volviendo de nuevo a las finanzas sostenibles, las calificaciones de sostenibilidad específicas de la empresa8 son un desarrollo mucho más reciente, sin embargo, la evidencia disponible indica que son importantes para las decisiones de inversión, lo que hace que sea particularmente importante abordar las fallas del mercado. Tales calificaciones generalmente transmiten información útil sobre las actividades futuras de la empresa (Khan et al (2016)) y afectan el costo de capital (El Ghoul et al (2011)). Además, las calificaciones de sostenibilidad más altas estabilizan los flujos hacia los fondos mutuos y la respuesta contundente de los inversores al rendimiento de los fondos (El Ghoul y Karoui (2017), P'astor y Vorsatz (2020) y Rzeznik et al (2021)), aunque el rendimiento sigue siendo una preocupación clave con la que se intercambia la sostenibilidad (Gantchev et al (2021)).

Combinado con la opacidad de la información sobre sostenibilidad, los conflictos de intereses podrían socavar la utilidad y credibilidad de las calificaciones de sostenibilidad. En particular, la falta de transparencia y claridad en las definiciones y metodologías ecológicas puede conducir al lavado ecológico y a la venta indebida de productos (NGFS (2022b)).

Incluso sin efectos perjudiciales en las calificaciones, la naturaleza multifacética de la información de sostenibilidad significa que puede haber marcadas diferencias en la evaluación entre los proveedores. De hecho, estos pueden ser incluso mayores que los observados para las calificaciones crediticias (Berg et al (2022)). Tal incertidumbre puede aumentar el costo de capital de una empresa (Gibson Brandon et al (2021)) y reducir la demanda de sus acciones (Avramov et al (2021)), haciéndose eco de las amplias implicaciones de la inversión en incertidumbre para la fijación de precios de activos (Uppal y Wang (2003)). Las fuentes de desacuerdo de calificación se basan en las diferencias entre los atributos de sostenibilidad relevantes de los modelos (Billio et al (2020)), incluido su alcance, opciones de medición y las ponderaciones asignadas (Berg et al (2022)). A su vez, estas diferencias reflejan en parte características sociales arraigadas, al igual que la decisión de mejorar la clasificación de sostenibilidad (Liang y Renneboog (2017)). El desacuerdo observado podría, en parte, provenir de revisiones ex post de calificaciones de sostenibilidad ya difundidas (Berg et al (2020); ver Ljungqvist et al (2009) para problemas similares con los pronósticos de los analistas). Los avances tecnológicos que permiten obtener evidencia empírica directa sobre el comportamiento de una empresa son una posible vía para reducir el desacuerdo (Huang et al (2021)).

3.3 Reguladores

La regulación desempeña un papel importante para abordar las deficiencias del mercado y mantener la información y la integridad en los mercados financieros. Algunos de los fallos del mercado abordados anteriormente ya han sido considerados por los gobiernos. En los Estados Unidos, el entorno regulatorio para las agencias de calificación crediticia se fortaleció considerablemente con la Ley Dodd-Frank después de la crisis financiera de 2007-09, en parte para mitigar tales conflictos de intereses. Este marco hace hincapié en la transparencia, con información sobre actividades, metodologías y controles internos; y exámenes de las calificaciones emitidas por el personal que posteriormente se incorporó a la entidad calificada; así como responsabilidades legales y regulatorias. Los estudios indican que estos cambios redujeron las diferencias entre las calificaciones pagadas por los emisores y las pagadas por los inversores (Toscano (2020)), y que las agencias de calificación se han vuelto en general más conservadoras (Dimitrov et al (2015)).

El sector público está destinado a desempeñar un papel importante desde una perspectiva internacional. En el contexto de las cadenas de suministro globales, los gobiernos exigen cada vez más que las empresas evalúen y divulguen información sobre los proveedores con los que tienen relaciones comerciales. El enfoque político en las cadenas de suministro se deriva en parte de la evidencia de que las cadenas de suministro globales pueden actuar como mecanismos de transmisión positivos para los requisitos reglamentarios y las actividades sostenibles a través de las fronteras (Schiller (2018)). Por ejemplo, los clientes con políticas ambientales y sociales altamente calificadas mejoran el perfil correspondiente de los proveedores/empresas upstream. En parte, esta influencia se enruta a través de vínculos financieros, incluido el hecho de que es más probable que los proveedores proporcionen crédito comercial a clientes con puntajes positivos de responsabilidad social corporativa (Zhang et al (2020)).

Sin embargo, ¿son los propios reguladores inmunes a los conflictos de intereses que pueden interferir con sus mandatos legales? Hay pruebas de que ciertos elementos pueden afectar la eficacia de la reglamentación.

En particular, las entidades que son más importantes para la economía sobre las que un regulador tiene jurisdicción pueden recibir un trato más favorable. Agarwal et al (2014) estudian este tema en el contexto de los reguladores bancarios federales y estatales en los Estados Unidos, aunque sus hallazgos probablemente tengan una validez más general. También hay evidencia de que la competencia entre los reguladores puede conducir a una supervisión más indulgente, al menos temporalmente cuando los bancos cambian de regulador (Rezende (2014)). Además, la influencia política parece desempeñar un papel en la configuración de los esfuerzos regulatorios (Papadimitri et al (2021)). Desde la perspectiva de los empleados de las agencias reguladoras, sus esfuerzos dependen de incentivos monetarios (Kalmenovitz (2021)).

4. Lecciones relevantes para las finanzas sostenibles

Cuando se busca desarrollar la gobernanza de la información en finanzas sostenibles, es útil considerar las fallas del mercado que afectan la producción de información en los informes corporativos, y las soluciones desarrolladas para abordarlas. La razón es que, a pesar de las características específicas de este campo emergente, la infraestructura de información subyacente y los incentivos son similares.

Esta sección presenta recomendaciones para el diseño de divulgaciones corporativas, aseguramiento, calificaciones y regulación en finanzas sostenibles. Estas sugerencias se basan en el gran cuerpo de investigación discutido en las secciones anteriores, y están conformadas por tres características importantes de las finanzas sostenibles: la complejidad de la fuente de datos; la necesidad de conocimientos técnicos especializados en la interpretación de los datos; y la incertidumbre que inevitablemente complica la evaluación de los sectores emergentes, especialmente en presencia de cadenas de suministro globales.

4.1 Normas obligatorias de divulgación de la línea de base

La capacidad de los inversores para identificar declaraciones engañosas es clave para garantizar que las empresas compartan informes precisos, pero, como se mencionó anteriormente, esta capacidad de monitoreo se reduce en relación con la divulgación corporativa general. Como resultado:

i) Las normas de referencia obligatorias serían particularmente útiles para mejorar la comparabilidad de la información relacionada con la sostenibilidad entre las empresas;

ii) Centrarse en los acontecimientos históricos sería más práctico que exigir información prospectiva, que por definición es más ambigua. Además, las empresas podrían dudar en compartir ideas prospectivas significativas que podrían ser la base para futuras demandas o acciones regulatorias, y probablemente se basarían en declaraciones repetitivas de beneficio limitado;

(iii) Una tendencia documentada de mejoras objetivas puede establecer la reputación de una empresa y reducir la incertidumbre en torno a sus compromisos con la sostenibilidad. Como resultado, debe haber requisitos claros para revelar completamente los eventos negativos, ya que sus costos de reputación incentivarían los esfuerzos preventivos.

4.2 Diferentes regímenes de divulgación para las PYME

Las pequeñas y medianas empresas (PYME) son intrínsecamente menos capaces de adquirir y procesar datos complejos. Mantenerlos en los mismos estándares que las empresas más grandes impondría costos proporcionalmente mayores. Como resultado, las divulgaciones de las PYME podrían basarse en información granular que estas empresas ya tienen, como el consumo de diversos recursos, y agregar estos detalles en una plantilla preparada por los reguladores para transmitir la información más relevante. Esta metodología se basaría en principios similares a los que sustentan el «enfoque normalizado» para calcular determinados requisitos de capital bancario.

Un régimen de divulgación diferente para las empresas más pequeñas también podría resolver la cuestión de la disponibilidad limitada de servicios de aseguramiento, que consisten en la auditoría externa de las presentaciones corporativas. Muchas empresas ya están sometiendo voluntariamente sus divulgaciones de sostenibilidad a la revisión de terceros. Si bien parece deseable una amplia aplicación de la garantía a todas las divulgaciones obligatorias, ya existe la preocupación de que los requisitos generales puedan ser demasiado onerosos, especialmente para las pequeñas empresas, y se plantea la cuestión de si las revisiones aleatorias de garantía son una opción más razonable. La garantía está sujeta a normas, pero la complejidad de los datos y la necesidad de conocimientos especializados favorecen dar a los revisores más discreción para evaluar las divulgaciones, a costa de una supervisión ex post más estricta por parte de los reguladores de la garantía.

4.3 Limitar el margen de maniobra de los evaluadores para justificar evaluaciones indulgentes

La complejidad y multidimensionalidad de los datos de sostenibilidad también implica que las agencias de calificación podrían, en principio, encontrar más fácilmente justificaciones para la indulgencia que les ayuden a atraer negocios. Las soluciones incluyen las siguientes opciones de política, cuyas variaciones han sido consideradas por las jurisdicciones con respecto a las calificaciones crediticias convencionales:

i) Restringir la competencia entre las agencias de calificación para evitar la "compra de calificaciones";

ii) Dar más peso a las calificaciones de los organismos con un volumen significativo fuera de las finanzas sostenibles;

(iii) Exigir el pago inicial y la divulgación de todas las calificaciones solicitadas;

iv) Exámenes exhaustivos de "retrospectiva" de los analistas de calificación que se incorporan a las empresas que cubrían anteriormente;

v) Una supervisión reglamentaria más precisa durante los auges, ya que los beneficios derivados de normas más bajas son mayores en esos momentos, y cuando los emisores aportan una cantidad sustancial de ingresos a los organismos;

vi) Disposiciones para garantizar la integridad de los repositorios de datos comerciales, a fin de evitar que las calificaciones y otra información se modifiquen ex post.

4.4 Apoyo del sector público a la producción de información

Los reguladores y los organismos públicos están obligados a desempeñar un papel fundamental en el apoyo a la producción de información sobre la sostenibilidad del sector empresarial. Además de elaborar y hacer cumplir disposiciones que reduzcan las deficiencias del mercado, el sector público puede aprovechar su amplio conjunto de competencias científicas. Por ejemplo, estas habilidades se pueden utilizar para avanzar en la comprensión general del impacto ambiental de las actividades corporativas. En este contexto, la cooperación internacional es particularmente relevante tanto para realizar evaluaciones de impacto en diferentes jurisdicciones como para facilitar el intercambio de información entre empresas.

4.5 Independencia de los reguladores centrada en cuestiones de sostenibilidad

Los reguladores pueden internalizar el efecto de sus acciones en la actividad económica en la comunidad a la que sirven, y podrían resultar más indulgentes con las grandes empresas. Es probable que la existencia de reguladores nacionales (en lugar de regionales) o la adopción de normas acordadas internacionalmente contengan este problema. En términos más generales, la eficacia de las acciones públicas se ve reforzada por la ausencia de influencia política en el proceso técnico de reglamentación, así como por los incentivos pecuniarios para el personal que alinean su remuneración con la misión reguladora.