

PERCEPCIONES CAMBIANTES:

ASUNTOS ASG, RIESGO
CREDITICIO Y CALIFICACIONES
DE CRÉDITO

CONCLUSIONES DE LOS FOROS DE
MERCADOS EMERGENTES

LOS SEIS PRINCIPIOS

PREÁMBULO DE LOS PRINCIPIOS

Como inversores institucionales tenemos el deber de actuar en el mejor interés de nuestros beneficiarios a largo plazo. Como base de este papel fiduciario, estamos convencidos de que los asuntos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) pueden afectar el rendimiento de los portafolios de inversión (en diferente medida entre distintas empresas, sectores, regiones, clases de activos y a lo largo del tiempo). Además, reconocemos que la aplicación de estos Principios puede alinear de mejor manera a los inversores con objetivos más amplios de la sociedad. Por lo tanto, siendo consecuentes con nuestras responsabilidades fiduciarias, nos comprometemos con las siguientes premisas:

- 1 Incorporaremos asuntos ASG en los análisis de inversión y en los procesos de toma de decisiones.**
- 2 Seremos propietarios activos e incorporaremos asuntos ASG en nuestras prácticas y políticas de propiedad.**
- 3 Procuraremos una divulgación adecuada de los asuntos ASG por parte de las entidades en las que invertimos.**
- 4 Promoveremos la aceptación e implementación de los Principios en el sector de las inversiones.**
- 5 Trabajaremos de manera colaborativa para incrementar nuestra efectividad en la aplicación de los Principios.**
- 6 Cada uno de nosotros presentará informes sobre nuestras actividades y progreso con respecto a la aplicación de los Principios.**



MISIÓN DEL PRI

Creemos firmemente que un sistema financiero global económicamente eficiente y sostenible es una necesidad para la creación de valor a largo plazo. Este sistema recompensará la inversión responsable a largo plazo y beneficiará tanto al medio ambiente como a la sociedad en conjunto.

El PRI trabajará en pro de lograr establecer este sistema financiero global y sostenible incentivando la adopción de los Principios y la colaboración para su aplicación, promoviendo el buen gobierno corporativo, la integridad y la rendición de cuentas, y superando obstáculos para instaurarlo como base de las prácticas, estructuras y regulación del mercado.

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD DEL PRI

La información contenida en este informe tiene fines exclusivamente informativos y no tiene el propósito de servir como recomendación de inversión, legal, tributaria o de otro tipo en la que se deba basarse para hacer una inversión o tomar otra clase de decisión. Este informe se suministra con base en el entendimiento de que los autores y la editorial no están emitiendo una recomendación sobre asuntos y servicios profesionales legales, económicos, de inversión o de otra índole. El PRI no se hace responsable del contenido de los sitios web y de los recursos de información a los que se haga referencia en este informe. El acceso facilitado a estos sitios o el suministro de dichos recursos de información no constituye un aval por parte del PRI con respecto a la información contenida en ellos. Este informe es el resultado de un esfuerzo colaborativo con miembros del comité asesor en calificación de crédito (llamado ACCR por sus siglas en inglés) y con un grupo de signatarios de la [Declaración sobre asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito](#) de 2016. Sin embargo, salvo que se indique de manera explícita lo contrario, las opiniones, recomendaciones, hallazgos, interpretaciones y conclusiones expresadas en este informe representan los puntos de vista de la Asociación PRI. No se debe inferir ni asumir que la Fundación Rockefeller, la IF del PNUMA, el Pacto Global de la ONU, los cuales son mencionados en la portada de la presentación, cualquier organización mencionada en el Anexo o en los estudios de casos prácticos, o cualquier otra entidad que haya firmado la declaración conjunta de agencias de calificación crediticia e inversores, necesariamente avale o concuerde con las conclusiones plasmadas en el informe. La inclusión de ejemplos de empresas no constituye de ninguna manera un aval de estas organizaciones por parte del PRI o de los signatarios de los Principios para la Inversión Responsable. Aunque nos hemos esforzado al máximo para garantizar que la información contenida en este informe se haya obtenido de fuentes confiables y actualizadas, la naturaleza cambiante de las estadísticas, leyes y normatividad puede generar retrasos, omisiones o imprecisiones en dicha información. El PRI no se hace responsable por ningún error u omisión, o de ninguna decisión hecha o acción realizada con base en la información contenida en este informe, o de ninguna pérdida o perjuicio que resulte o haya sido causado por tal decisión o acción. Toda la información contenida en este informe se suministra tal como se presenta, sin aseguramiento de integridad, exactitud, actualidad o de los resultados obtenidos por medio del uso de dicha información, y sin garantía de ningún tipo, explícita o implícita.

CONTENIDOS

LA PRIMERA INICIATIVA ASG GLOBAL CENTRADA EN EL RIESGO CREDITICIO.....	4
ORGANIZADORES Y PARTICIPANTES DE LOS FOROS.....	7
MERCADOS EMERGENTES Y MERCADOS DESARROLLADOS: DESAFÍOS SIMILARES, DIFERENTE ESCALA.....	8
CONCLUSIONES CLAVE	21
PRÓXIMOS PASOS	22
ANEXO I: DEFENSORES DE LA DECLARACIÓN SOBRE ASUNTOS ASG EN EL RIESGO CREDITICIO Y EN LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITO	23

RECONOCIMIENTOS

El PRI extiende sus agradecimientos al [Comité asesor en riesgo crediticio y calificaciones de crédito](#) (también llamado *ACCRR* por sus siglas en inglés) y a sus dirigentes, My-Linh Ngo, Directora de inversiones ASG en *BlueBay Asset Management*, y Mitch Reznick, Director de investigaciones y renta fija sostenible en *Hermes Investment Management*, por su tiempo, orientación y compromiso con la *Iniciativa de asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito*. Agradecemos también a todos signatarios de los PRI que firmaron la *Declaración sobre asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito* y organizaron los foros, a todos aquellos que suministraron estudios de casos prácticos, y a las agencias de calificación crediticia por realizar acciones de relacionamiento con los inversores y participar en discusiones abiertas sobre cómo avanzar en el pensamiento sobre el análisis de riesgo crediticio. Finalmente, el PRI quiere agradecerle a la Fundación Rockefeller por su apoyo financiero para este proyecto.

LA PRIMERA INICIATIVA ASG GLOBAL CENTRADA EN EL RIESGO CREDITICIO

Considerar factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en el análisis del riesgo crediticio de manera transparente y sistemática es algo relativamente nuevo en los mercados emergentes. Sin embargo, las mentalidades en la comunidad inversionista están cambiando rápidamente.

A medida que las prácticas de integración se vuelven más avanzadas en los mercados desarrollados, la conciencia de la necesidad de evaluaciones de riesgos reforzadas (más allá de las métricas financieras tradicionales) al evaluar la capacidad de endeudamiento de las entidades emisoras va creciendo en los mercados emergentes.

En 2019, el PRI organizó mesas de trabajo en China y América Latina, completando así la serie global que reunió a agentes de crédito de inversores y de agencias de calificación crediticia para discutir temas ASG. La serie es la primera de su clase por su enfoque crediticio y escala, con 21 foros organizados en 15 países (ver páginas seis y siete).

Este documento se basa en las discusiones de los últimos foros, que se suman a los resultados documentados en la trilogía [Percepciones cambiantes: factores ASG, riesgo crediticio y clasificaciones de crédito](#) como parte de la Iniciativa de asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito del PRI (ver Gráfico 1).

Gráfico 1. Hitos de la *Iniciativa de asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito* del PRI.



Las discusiones de las mesas de trabajo en mercados desarrollados se abordaron en la [parte 2: explorando las desconexiones](#) y en la [parte 3: de las desconexiones a los campos de acción](#).¹ Sus principales áreas de enfoque fueron: 1) la materialidad de los factores ASG desde la perspectiva del riesgo crediticio; 2) horizontes de tiempo relevantes desde el punto de vista crediticio; 3) enfoques organizacionales con respecto a los factores ASG; y 4) transparencia y comunicación.

Los [foros de mercados desarrollados](#) revelaron diferencias regionales en tres niveles:²

- concientización y progreso de la consideración de factores ASG en el contexto del riesgo crediticio;
- sensibilidad variable de los países a los factores ASG; y
- crecientes presiones regulatorias locales y actitudes diferentes hacia los cambios regulatorios.³

Estas diferencias también se observan en los mercados emergentes,⁴ con algunos puntos de discusión comunes entre mercados desarrollados y emergentes. Otras son específicas de o más notables en mercados emergentes. Sin embargo, un tema común claro salió a la luz: la escala de los asuntos ASG que los mercados emergentes deben enfrentar es mucho mayor que la de los mercados desarrollados. Esto hace que la consideración de factores ASG en el análisis crediticio en los mercados emergentes sea aún más apremiante que en otros países (desde la perspectiva de los riesgos y para identificar oportunidades de inversión).

A continuación presentamos los aspectos más destacados de la mesa de trabajo de mercados emergentes.

¹ El segundo y el tercer informe de la serie abordada en las discusiones realizadas entre septiembre de 2017 y septiembre de 2018. Todas se llevaron a cabo en países de mercados desarrollados, excepto la mesa de trabajo realizada en Ciudad del Cabo (Sudáfrica) en junio de 2018.

² Para conocer más detalles, consulte '[Color regional de los foros](#)' en *Percepciones cambiantes: factores ASG, riesgo crediticio y clasificaciones de crédito: parte tres, de las desconexiones a los campos de acción*, p. 26.

³ En ciertos países se percibe la intervención regulatoria más como una amenaza (que podría desencadenar medidas anticipatorias en la dirección correcta). En otros, principalmente países asiáticos, la regulación es bien recibida como un factor impulsor de cambio.

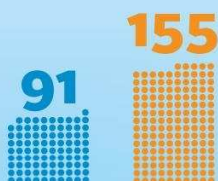
⁴ El término *mercados emergentes* es una amplia categorización convencional que abarca un grupo heterogéneo de países. En el resto de este documento, el término mercados emergentes se refiere a cinco países de mercados emergentes donde el PRI organizó eventos dentro del marco de la *Iniciativa de asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito*: Brasil, Chile, China, México y Sudáfrica.

FACTORES ASG EN EL RIESGO CREDITICIO Y EN LAS CLASIFICACIONES DE CRÉDITO

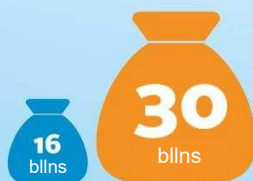
Misión de la iniciativa: compromiso de las agencias de calificación crediticia e inversores con la labor de considerar la materialidad financiera de los factores ASG con respecto al riesgo crediticio de manera transparente y sistemática.

2016 vs 2019

Número de inversores que apoyan la iniciativa



Activos administrados por los inversores que apoyan la iniciativa



Número de agencias de calificación crediticia que apoyan la iniciativa



Fomento a nivel mundial al diálogo entre las agencias de calificación crediticia y los inversores sobre temas ASG



21 foros regionales sobre factores ASG en el riesgo crediticio y en las clasificaciones de crédito (de sept. 2017 a sept. 2019)

530+ participantes activos de los foros a nivel mundial

3 informes

- Áreas de acción para futuros avances
- Evidencia proveniente de las agencias de calificación crediticia
- 23 estudios de casos prácticos de los inversores



Lea los informes en unpri.org/credit-ratings

ORGANIZADORES Y PARTICIPANTES DE LOS FOROS

Fecha	Ubicación	Entidad organizadora	Número de asistentes	Agencias de calificación crediticia participantes
25 de septiembre de 2017	Berlín (Alemania)	<i>PRI in Person</i>	Mesa redonda	Moody's Investors Service
27 de octubre de 2017	La Haya (Países Bajos)	<i>Aegon AM</i>	23	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
2 de noviembre de 2017	Toronto (Canadá)	Universidad de Toronto AM	28	- DBRS* - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
3 de noviembre de 2017	Montreal (Canadá)	<i>PSP Investments</i>	26	- DBRS* - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
10 de noviembre de 2017	Nueva York (EE.UU.)	<i>Neuberger Berman</i>	28	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
22 de noviembre de 2017	Londres (RU)	<i>Insight Investment, BNY Mellon</i>	36	- Beyond Ratings** - Fitch Ratings - Moody's Investors Service - Scope Ratings - S&P Global Ratings
5 de diciembre de 2017	Estocolmo (Suecia)	<i>Öhman</i>	18	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
25 de enero de 2018	París (Francia)	<i>AXA Group</i>	48	- Beyond Ratings** - Moody's Investors Service - Scope Ratings - S&P Global Ratings
26 de enero de 2018	Fráncfort (Alemania)	<i>Deutsche Börse</i>	20	- Dagong Europe Cr. Rating - Moody's Investors Service - Rating Agentur Expert RA - Scope Ratings - S&P Global Ratings
29 de enero de 2018	San Francisco (EE.UU.)	<i>Wells Fargo*</i>	Mesa redonda	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
26 de febrero de 2018	Sídney (Australia)	Consejo de Servicios Financieros	29	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
3 de julio de 2018	Tokio (Japón)	<i>Nikko Asset Management</i>	95	- Japan CRA Ltd. - Moody's Investors Service - Rating and Investment Info. Inc. - S&P Global Ratings
5 de julio de 2018	Singapur	<i>Eastspring Investments</i>	19	- Moody's Investors Service - RAM Ratings - S&P Global Ratings
10 de julio de 2018	Hong Kong (China)	<i>HIFKA</i>	16	- Dagong Credit Rating (HK) - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
6 de septiembre de 2018	Ciudad del Cabo (Sudáfrica)	<i>Investec</i>	24	- Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
13 de septiembre de 2018	San Francisco (EE.UU.)	<i>PRI In Person</i>	Mesa redonda	S&P Global Ratings
19 de marzo de 2019	São Paulo (Brasil)	<i>Itaú Asset Management</i>	19	- Fitch Ratings - Liberum Ratings - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
22 de marzo de 2019	Santiago (Chile)	<i>Moneda Asset Management</i>	27	- Fitch Ratings - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
31 de mayo de 2019	Beijing (China)	<i>Asian Infrastructure Investment Bank</i>	31	- China Chengxin Credit Mang. Co. Ltd. - Dagong Global Credit Rating Co. Ltd. - Fitch Ratings - Golden Credit Ratings Internat. Co. - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
4 de julio de 2019	Ciudad de México (México)	<i>Compass Group</i>	48	- Fitch Ratings - Moody's Investors Service - S&P Global Ratings
12 de septiembre de 2019	París (Francia)	<i>PRI In Person</i>	Mesa redonda	Fitch Ratings

*DBRS no es uno de los signatarios de la *Declaración sobre asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito* pero el PRI le permitió participar como gesto de buena voluntad. **Beyond Ratings ya no es uno de los signatarios de la Declaración debido a que dejó de prestar servicios de calificación después de ser adquirida por la Bolsa de Londres.

MERCADOS EMERGENTES Y MERCADOS DESARROLLADOS: DESAFÍOS SIMILARES, DIFERENTES ESCALAS

De manera similar que en las mesas de trabajo en mercados desarrollados, los participantes de mercados emergentes coincidieron en que considerar factores ASG en el análisis de riesgo crediticio no es algo nuevo y que muchos de los factores determinantes que soportan la evaluación de riesgo crediticio se pueden etiquetar como temas ASG. Particularmente en el contexto de las finanzas de proyectos, conceptos como los derechos de paso o los estándares laborales han sido factores tradicionalmente importantes en la gestión de riesgos.

Sin embargo, la sensibilidad a factores ASG se está intensificando y la disponibilidad de más datos está creciendo para el proceso de toma de decisiones de inversión. Algunos participantes observaron que, en el sector bancario, el concepto de consideración de factores ASG era encabezado por [Los Principios de Ecuador](#), un marco de gestión de riesgos para riesgos ambientales y sociales en el desarrollo de proyectos. Los Principios también han sido actualizados desde su lanzamiento en 2003: su última edición fue publicada en 2013 y hay una nueva en camino.

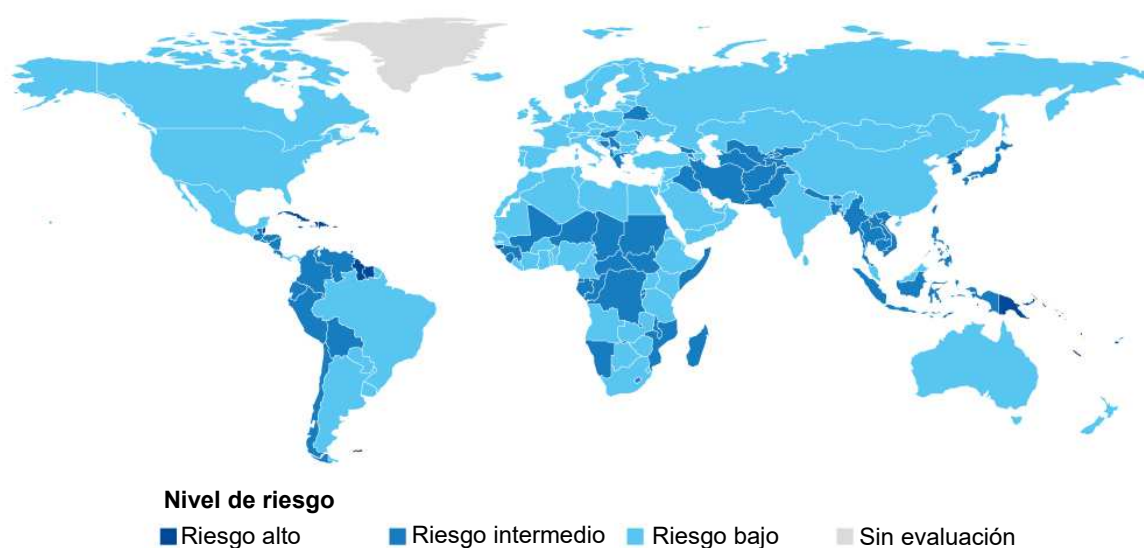
Otro denominador común entre las mesas de trabajo en mercados emergentes y en mercados desarrollados fue la confusión entre lo que miden las calificaciones de crédito (emitidas por las agencias de calificación crediticia) y las calificaciones ASG (calculadas por proveedores de servicios especializados en temas ASG). El PRI hizo una amplia cobertura de las discusiones sobre este asunto en su trilogía de informes, pero las presentaciones de las agencias de calificación crediticia durante los foros ayudaron a reforzarla para los públicos locales. Ésta resaltó que un emisor con un perfil ASG positivo no necesariamente tiene una buena calidad crediticia; sin embargo, las empresas con antecedentes ASG deficientes tienen mayor probabilidad de tener una calidad crediticia deficiente.

Por último, se reconoció de manera generalizada que los participantes del mercado de renta fija son relativamente nuevos en la práctica de considerar factores ASG de una manera más estructurada, y esto es incluso más evidente en los mercados emergentes. Sin embargo, ahora varias fuerzas externas están impulsando un cambio, particularmente en los mercados emergentes, y motivando a los analistas a enmarcar de mejor manera estas consideraciones. Las siguientes son algunas de dichas fuerzas externas:

- **las crecientes preocupaciones sobre los recursos naturales limitados y cómo éstos son administrados:** todos los países de mercados emergentes donde se llevaron a cabo las mesas de trabajo (China continental, América Latina y Sudáfrica) son considerablemente ricos en términos de materias primas. El agotamiento de recursos, la contaminación de tierras y recursos hídricos en el proceso extractivo y los desechos y residuos son, por lo tanto, aspectos prioritarios para los inversores. Los riesgos reputacionales también se ven amplificados por la cada vez mejor interconectividad mediática.

- **la creciente magnitud y la mayor frecuencia de los incidentes climáticos:** Los países de mercados emergentes normalmente están más expuestos a riesgos de cambio climático que los de mercados desarrollados ya que por lo general están ubicados en regiones más vulnerables, tienen economías de menor escala y más concentradas y la calidad de su infraestructura es menor. Las pérdidas económicas causadas por desastres climáticos y su impacto en el PIB son más considerables que en los países de altos niveles de ingresos.⁵ Asimismo, las medidas de mitigación y adaptación son más onerosas en términos comparativos en los mercados emergentes, y los participantes de los mercados todavía no están calculando y teniendo en cuenta el valor de los beneficios de la resiliencia (ver Gráfico 2).⁶
- **creciente escrutinio por parte de los inversores extranjeros:** a medida que más inversores en países de mercados desarrollados adoptan técnicas de integración de factores ASG, las cadenas de suministro de las empresas productoras se ven sujetas a un escrutinio más intenso en el proceso de evaluación de empresas emisoras. Los propietarios de activos también están solicitando cada vez más transparencia en cuanto a cómo se integran factores ASG en las políticas de inversión al momento de designar administradoras de activos.

Gráfico 2: Atlas de riesgos ASG por país: desastres naturales. Fuentes: Oficina de las Naciones Unidas para la Reducción del Riesgo de Desastres y S&P Global Ratings.



⁵ Consultar [Pérdidas económicas, pobreza y desastres](#), 1998-2017, Oficina de la ONU para la Reducción del Riesgo de Desastres, 2018.

⁶ Consultar «Cambio climático y costo de capital en países en vías de desarrollo», Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente, *Imperial College Business School*, Escuela de Estudios Orientales y Africanos de la Universidad de Londres, 2018.

Es importante señalar que la relevancia de los factores ASG en el riesgo crediticio se está comenzando a cuantificar en los mercados emergentes. Debido a que los asuntos ASG son más acentuados en los mercados emergentes, es más probable que impacten en el riesgo crediticio si no son gestionados de manera adecuada. Sin embargo, durante las mesas de trabajo, los participantes conocieron los primeros intentos de *medir* dicha relevancia por parte de las agencias de calificación crediticia.

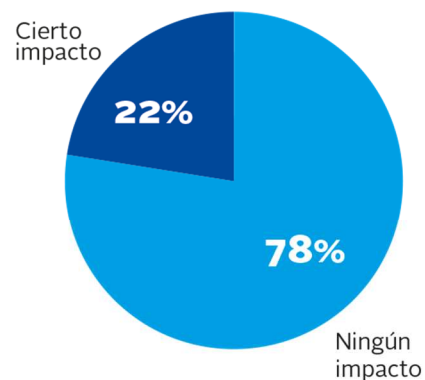
Por ejemplo, los analistas de crédito de *Fitch Ratings* presentaron los resultados de una revisión de 1.543 empresas emisoras, revelando que en el 22 % de las ocasiones, los factores ASG fueron relevantes para los créditos. Esto significa que o no fueron un factor determinante *clave* para la calificación pero impactaron la calificación en combinación con otros factores, o fueron altamente relevantes, impactando significativamente la calificación de manera individual.⁷ Esto se compara con un impacto de la relevancia de los factores ASG del 26 % para todos los países de mercados emergentes cubiertos por *Fitch Ratings*. Solamente en América Latina, el impacto fue del 40 %, teniendo en cuenta que en Brasil, Chile y México fue del 55 %, 54 % y 26 %, respectivamente (ver Gráfico 3).

⁷ Para conocer más información sobre los puntajes de relevancia ASG de *Fitch Ratings*, visite el sitio web www.fitchratings.com.

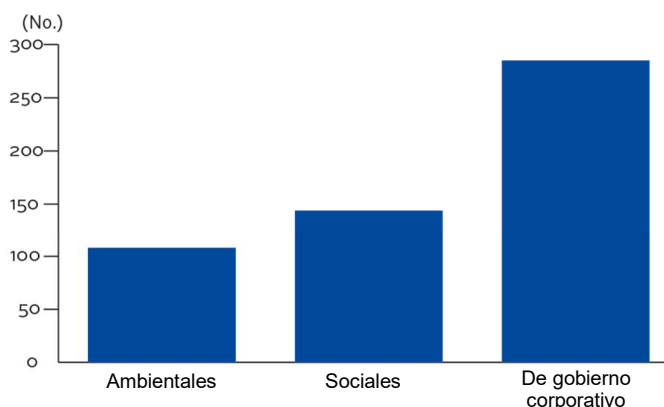
Gráfico 3. Puntajes de relevancia ASG en mercados emergentes. Fuente: Fitch Ratings.

Total (para las 1.534 entidades emisoras publicadas actualmente)

Relevancia para el portafolio de entidades emisoras



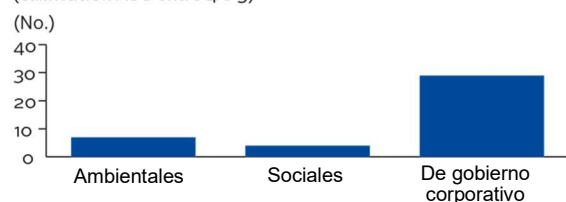
Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (Calificación ASG entre 4 o 5)



Mercados emergentes (para 556 entidades emisoras)

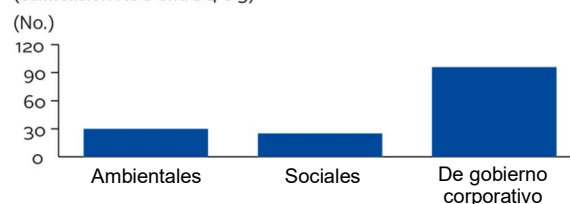
Mercados emergentes – Europa central y oriental

Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (calificación ASG entre 4 o 5)



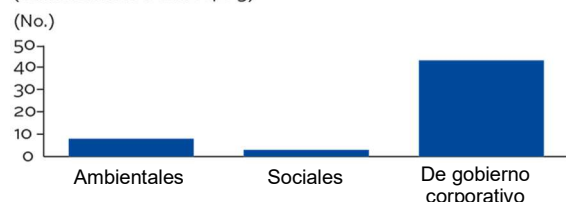
Mercados emergentes – Continente americano

Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (calificación ASG entre 4 o 5)



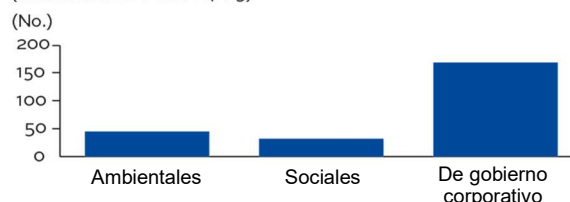
Mercados emergentes – Asia

Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (calificación ASG entre 4 o 5)



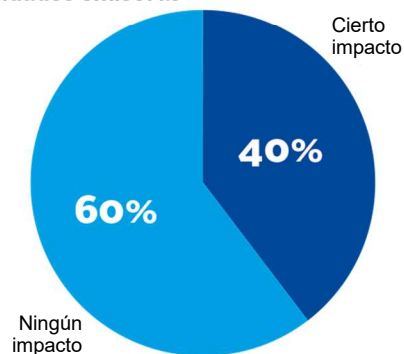
Mercados emergentes – Total

Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (calificación ASG entre 4 o 5)

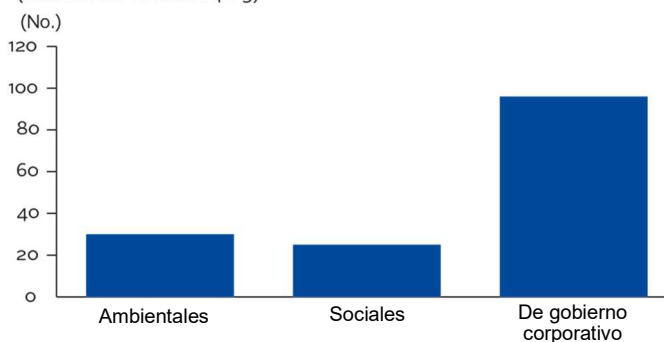


Empresas latinoamericanas (para 207 entidades emisoras)

Relevancia para el portafolio de entidades emisoras



Elementos ASG que repercuten en el impacto crediticio de las entidades emisoras (calificación ASG entre 4 o 5)

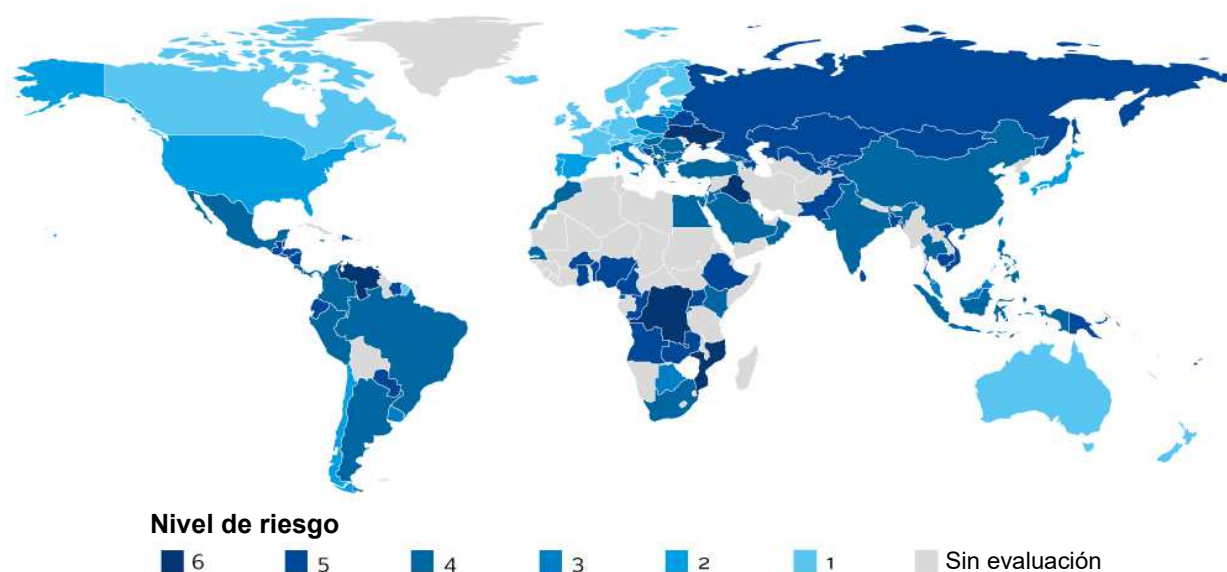


EL GOBIERNO CORPORATIVO ES UNA PRIORIDAD PARA LOS INVERSORES

Las preocupaciones de gobierno corporativo, ampliamente reconocidas como el factor más relevante en la evaluación del riesgo crediticio durante las mesas de trabajo en mercados desarrollados, fueron más marcadas en los mercados emergentes. Esto no es ninguna novedad ya que generalmente se asocia a los países de mercados emergentes con niveles más altos de inestabilidad política y corrupción, así como con debilidad institucional y un menor nivel de transparencia. Ésta también es la razón por la que los inversores exigen una prima de riesgo alta en estos mercados.

Sin embargo, incluso entre países de mercados emergentes, el nivel de riesgo asociado al gobierno corporativo varía. Esto va en consonancia con las observaciones del reciente *Atlas de Riesgos ASG* creado por *S&P Global Ratings* (ver Gráfico 4). De hecho, la importancia de la jurisdicción y los estándares locales al momento de evaluar la calidad crediticia de una entidad emisora de títulos fueron recalcados con mayor énfasis en las mesas de trabajo en mercados emergentes que en las de mercados desarrollados.

Gráfico 4. Atlas de riesgos ASG por país: riesgo asociado al gobierno corporativo. Fuente: S&P Global Ratings.



Los participantes también reconocieron que esto podría deberse a que hay más información disponible para evaluar características de gobierno corporativo. De forma contrastada, a menudo hay brechas en las métricas ambientales y sociales que no siempre son financieramente significativas desde la perspectiva del riesgo.

ESTRUCTURA CORPORATIVA: UN COMPONENTE IMPORTANTE

Un punto que se enfatizó durante las mesas de trabajo en mercados emergentes fue el hecho de que la estructura de gobierno corporativo es más importante en los países de mercados emergentes debido a dos particularidades únicas:

- **Es muy común encontrar empresas de propiedad de familias (no cotizadas).** Esto genera el riesgo asociado con que las juntas de las empresas no son verdaderamente independientes, como en los casos en los que la familia propietaria potencialmente influencia decisiones importantes. Por otra parte, aunque un profundo entendimiento del territorio local (incluyendo relaciones cercanas con las autoridades reguladoras) puede fortalecer, agilizar e incluso incrementar la estabilidad, también puede contribuir a un nivel deficiente de transparencia, poca disciplina en relación con la estructuración del capital y corrupción.
- **Las entidades del estado son más difíciles de evaluar.** Las entidades del estado hacen parte de los mercados desarrollados pero son mucho más comunes en los mercados emergentes, especialmente en China, como se puso de manifiesto en la mesa de trabajo que se desarrolló en este país. La cuestión del peligro moral relacionado con el gobierno corporativo (es decir, una evaluación de riesgos autocomplaciente debido a la expectativa de apoyo por parte del estado) fue planteada durante la discusión que se realizó en Hong Kong. Sin embargo, en Beijing también se mencionó que a raíz de la apertura gradual del mercado de bonos chino, sumada a estándares regulatorios más estrictos, crecientes incumplimientos por parte de las empresas y el desacelerado crecimiento económico, se están reevaluando las percepciones de riesgo. Cada vez es más evidente que el gobierno chino no tolerará que las deudas excesivas avancen de manera indiscriminada.

CRECIENTE RELEVANCIA DE LOS FACTORES AMBIENTALES Y SOCIALES

A pesar del énfasis puesto sobre el gobierno corporativo, los participantes tenían la expectativa de que las ponderaciones relativas de los factores ambientales y sociales en un contexto de riesgo crediticio se elevaran ya que, a medida que se comprenden mejor sus impactos, se vuelven más fáciles de medir o cobran mayor relevancia.

Como ocurrió en mesas de trabajo previas, se hizo hincapié sobre el hecho de que la materialidad de los factores ambientales y sociales varía significativamente entre sectores, e incluso según la entidad emisora dentro del mismo sector, dependiendo de su sensibilidad a los riesgos y su habilidad para gestionarlos.

Muchos sectores en mercados emergentes tienen altos niveles de riesgo ambiental y social. Cuatro de los cinco mercados emergentes donde se llevaron a cabo mesas de trabajo se encuentran dentro de los 10 países más ricos del mundo en términos de biodiversidad y albergan numerosas comunidades indígenas. Además, todos estos países tienen industrias extractivas activas, lo que

genera desafíos como la oposición de las comunidades. Un informe reciente publicado por *Moody's Investors Service* con respecto a las compañías mineras en América Latina incluye la contaminación del suelo y del agua, las restricciones de uso del suelo y los desastres naturales y los causados por el hombre en su lista de riesgos ambientales. En el contexto social se incluyen la salud y la seguridad, el capital humano y asuntos de producción responsable. El Gráfico 5 muestra los riesgos ambientales y sociales más prominentes para las compañías mineras en cuatro países latinoamericanos.

Gráfico 5. Riesgos ambientales y sociales más prominentes para las compañías mineras que operan en Brasil, Chile, México y Perú. Fuente: *Moody's Investors Service*.



El sector turístico (del que dependen en gran medida muchos países de mercados emergentes) fue otro ejemplo de dónde están surgiendo desafíos los riesgos ambientales. En el momento en el que se realizó la mesa de trabajo en Sudáfrica, Ciudad del Cabo se estaba recuperando de la peor etapa de una de las mayores sequías en su historia, la cual se desató tanto por un clima extremo como por deficiencias en la gestión de los recursos hídricos y de la infraestructura. La sequía afectó a los sectores hotelero, de restaurantes, minorista y agrícola. El clima económico se deterioró y las crecientes presiones fiscales contribuyeron a una reducción en la calidad crediticia de la Ciudad del Cabo. Esto conllevó al riesgo de una revisión a la baja de la calificación a finales de 2017, cuando *Moody's Investors Service* le asignó una calificación Baa3 (con una perspectiva negativa) a la deuda a largo plazo que revisó. La degradación de la calificación finalmente no ocurrió y la perspectiva terminó siendo calificada como estable en marzo de 2019 con

base en la nueva estrategia hídrica de la municipalidad, la cual mejoró la resiliencia del suministro de agua y de la infraestructura.⁸

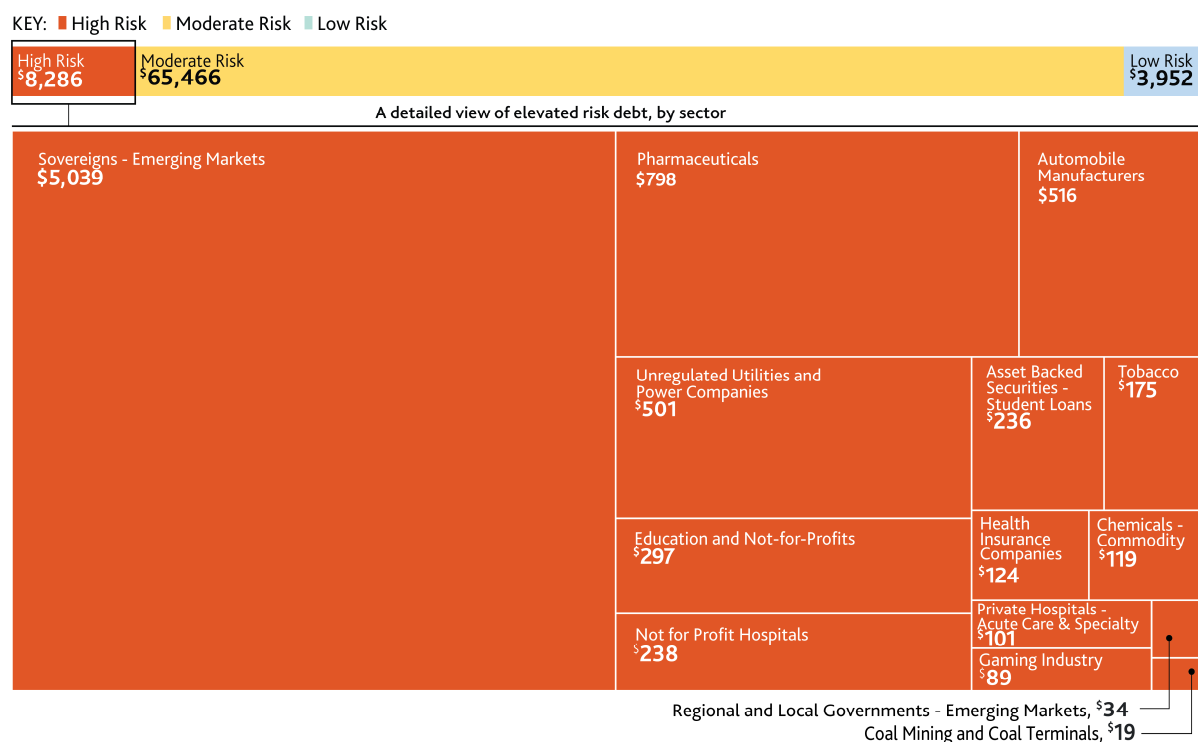
En otro contexto, la acumulación de algas sargazo en las playas de México fue otro ejemplo que se mencionó de problemas ambientales que afectan el turismo. Aunque las algas sargazo han llegado a las costas caribeñas a lo largo de la historia, su volumen se ha incrementado de forma desproporcionada, en parte debido a la deforestación en la Amazonía causada por la tala de la vegetación para crear tierras cultivables. De manera paralela, el uso intensivo de fertilizantes en Brasil y Congo han disparado los niveles de nitrógeno en los océanos, lo que estimula el crecimiento de dichas algas. Las algas sargazo y otros factores como la sobreoferta y la inseguridad están contribuyendo a la disminución de los ingresos provenientes del turismo, cuyo crecimiento experimentó en 2018 las tasas más bajas en siete años.

En los mercados emergentes, los factores sociales también plantean más riesgos tanto para los países en sí como para las evaluaciones de riesgo crediticio.⁹ Otro informe reciente de *Moody's Investors Service* evaluó los gobiernos de mercados emergentes, junto con las farmacéuticas y los fabricantes de automóviles, clasificándolos como los sectores más grandes con riesgos crediticios sociales (ver Gráfico 6). El informe citó el acceso a servicios básicos, la desigualdad de ingresos, los niveles de educación y el crimen como factores determinantes en dicho sentido.

⁸ Ver '[Acción de calificación: Moody's pone en revisión para degradación 15 gobiernos locales sudafricanos](#)', 28 de noviembre de 2017; y '[Acción de calificación: Moody's revisa y actualiza como estable la perspectiva de la calificación de la Ciudad del Cabo y confirma sus calificaciones](#)', 15 de marzo de 2019.

⁹ La sección titulada '[Gobiernos versus riesgo crediticio corporativo](#)' del tercer informe de la serie *Percepciones cambiantes, factores ASG, riesgo crediticio y clasificaciones de crédito* trata la diferencia entre riesgo crediticio soberano (es decir, la probabilidad relativa de la habilidad y disposición de un gobierno de pagar su deuda) con respecto al riesgo asociado a los países (el cual está más relacionado con el riesgo de invertir o de hacer préstamos en un país, incluyendo los riesgos políticos, el riesgo asociado a la tasa de cambio, el riesgo económico, la facilidad para hacer negocios y el riesgo de transferencia).

Gráfico 6. Sectores de alto riesgo en el mapa de calor de riesgos sociales de *Moody's* en relación con el valor de la deuda calificada (miles de millones de dólares). Fuente: *Moody's Investors Service*.



La categorización de riesgos ASG también fue el foco de un debate interesante. Se dieron ejemplos de cómo algunos factores pueden hacer parte de más de una categoría. Por ejemplo, en China la contaminación también se trajo a colación como una problemática social debido a que los niveles crecientes están causando preocupación entre los habitantes. Durante la mesa de trabajo en México, la controversia relacionada con la construcción de un nuevo aeropuerto fue catalogada tanto como una problemática ambiental, como un ejemplo de gestión y gobierno corporativo deficientes.

Finalmente, se discutieron diferentes desafíos regulatorios: algunos países se están poniendo más estrictos; en otros, las regulaciones son abundantes pero asegurar su cumplimiento es un asunto problemático. En China, los participantes mencionaron que el enfoque en la protección ambiental está acrecentándose debido a la introducción de restricciones en ciertos sectores para limitar las emisiones de carbono. Estas restricciones pueden golpear los flujos de caja y las utilidades, así como también pueden incrementar los costos a medida que las empresas se ajustan a normas más estrictas. En países latinoamericanos, las reglamentaciones ambientales y la normatividad en temas de salud y seguridad han estado instauradas desde hace más tiempo, pero el segundo desastre en menos de cuatro años en la operación de una empresa minera brasilera fue un recordatorio tanto de los costos (los cuales incluyeron vidas humanas), como de los riesgos asociados con un nivel de cumplimiento deficiente y la falta de control. La actual laxitud en la normatividad ambiental en Brasil también fue catalogada como una preocupación.

NIVELES VARIABLES DE REPORTE CORPORATIVO

Otra área de enfoque fue el nivel de reporte de las entidades emisoras, el cual varía considerablemente dependiendo del país de mercado emergente y del tamaño de la empresa.

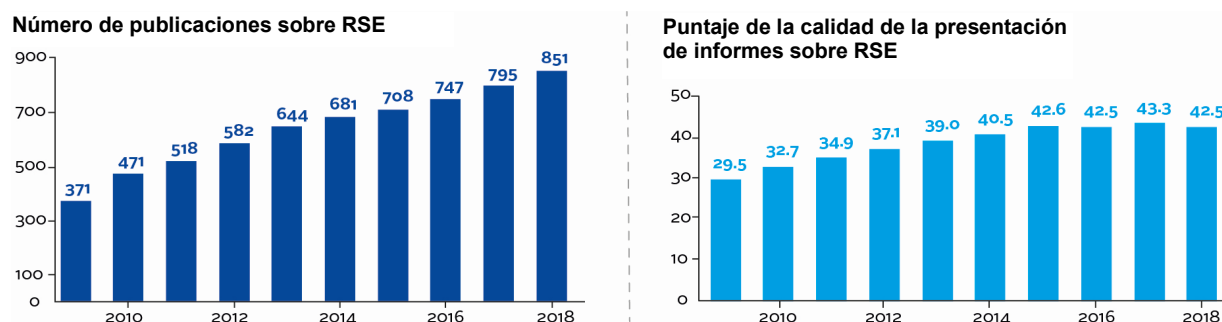
Los participantes mencionaron que las empresas más grandes tienden a tener un mejor nivel de reporte, y las multinacionales más aún, ya que probablemente tienen que cumplir con estándares y requisitos más estrictos en algunos de los mercados en los que operan. Por otra parte, el problema tiende a empeorar en el caso de las empresas privadas, muchas de las cuales son propiedad de familias, como se discutió anteriormente. Durante la mesa de trabajo en China, un inversor manifestó su esperanza en que la apertura gradual de mercados de capitales podría mejorar la situación del nivel de reporte en este país, ya que las empresas locales invertirían en países extranjeros donde los estándares son más estrictos.

La importancia del relacionamiento con los tenedores de bonos, el cual todavía es limitado en mercados emergentes, fue enfatizada durante las discusiones sobre la presentación de informes. Durante la mesa de trabajo que se realizó en São Paulo se observó que las compañías perciben las actividades de reporte o presentación de informes como una carga. Por lo tanto, los inversores tienen que tener claro lo que necesitan en términos de relevancia y materialidad para evitar la presentación de informes incompletos o parciales.

Solicitar más información y aclaraciones puede ser un buen punto de partida para el relacionamiento con una entidad emisora. Los participantes de la mesa de trabajo que se llevó a cabo en México recomendaron tener disponible una lista de preguntas para hacerle a la junta, como por ejemplo si la empresa está adherida a un estándar específico de presentación de informes sobre temas ASG. También se anotó que el relacionamiento debe ser dinámico y dirigido con un espíritu positivo (sin ánimo de asustar a las compañías, como lo expresó uno de los inversores), pero para lograr que entiendan que la falta de información puede conllevar a inversiones desfavorables y un costo de capital más alto.

La falta de estandarización y recursos para adquirir y manipular datos más allá de las métricas financieras tradicionales fueron mencionados como obstáculos significativos para lograr mejores análisis de riesgos. Esto hizo eco con observaciones compartidas en algunas de las mesas de trabajo en mercados desarrollados. Concretamente en Beijing se dijo que aunque las actividades de reporte sobre responsabilidad social empresarial (RSE) han aumentado de manera estable durante la última década en China, la calidad de las actividades de reporte sobre información ASG necesita mejorar (ver Gráfico 7).

Gráfico 7. Número de publicaciones de informes sobre RSE (izquierda) y calidad de la presentación de informes sobre RSE (derecha) por parte de empresas chinas que cotizan en bolsa con acciones tipo A. Fuentes: *Golden Credit Rating International* y *RKS*.



Nota: el puntaje de calidad de publicación de *RKS* oscila entre 0 y 100.

DIFERENTES PERSPECTIVAS DE HORIZONTES DE TIEMPO

Los participantes coincidieron en que las evaluaciones de riesgo crediticio tienen que ser más **prospectivas y menos reactivas**. El lente ASG se describió como un elemento habilitador que facilita la identificación de ganadoras y perdedoras a largo plazo. Sin embargo, dos consideraciones surgieron en contraste con las discusiones en mercados desarrollados:

- **Las evaluaciones tienden a ser más frecuentes en mercados emergentes porque los riesgos son mayores, lo que motiva a usar un enfoque a corto plazo.** Un inversor en China observó que la falta de un marco de referencia ASG sistemático para el análisis de riesgo crediticio dificulta tomar decisiones de inversión ágilmente.
- **Sin embargo, cuando la liquidez es deficiente o en mercados donde los flujos de capital son limitados, las decisiones de inversión pueden ser más binarias.** En Sudáfrica, los inversores participantes señalaron que los títulos con frecuencia se suscriben en la emisión y se retienen hasta que son redimidos. Aunque el riesgo de refinanciación sigue siendo relevante si los títulos se refinancian, hay menores preocupaciones con respecto a la evaluación periódica de riesgos durante la vida útil de los títulos.

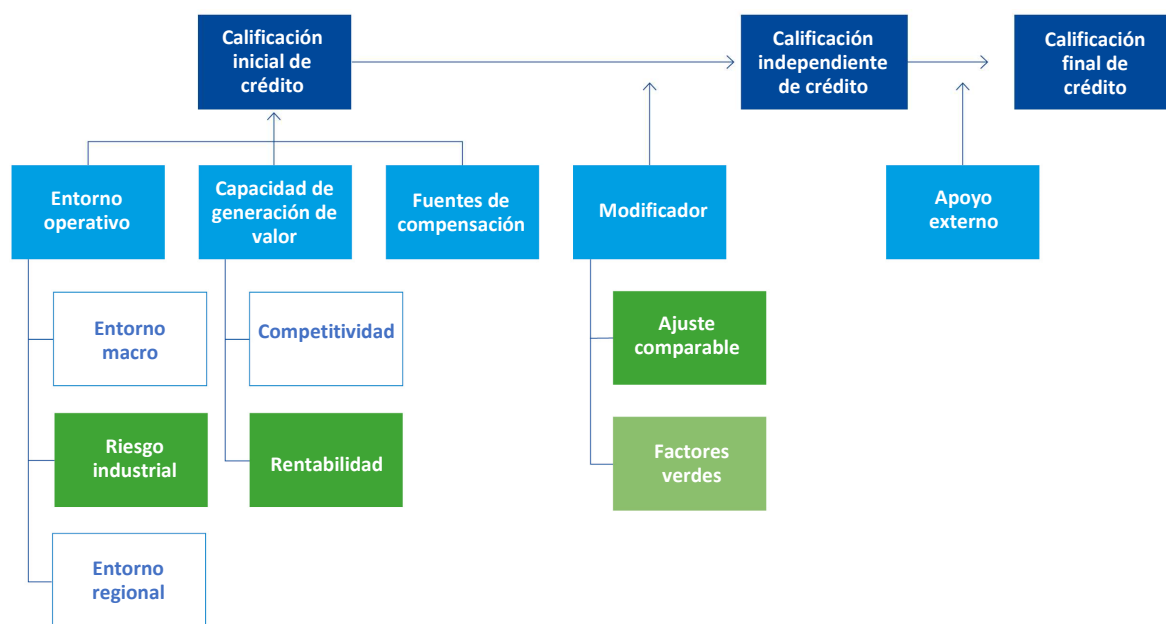
PROGRESO EN CHINA

En el foro realizado en China se detectaron cambios rápidos en varios frentes.

La consideración de factores ASG ya no se asocia únicamente con bonos verdes. Cuando se lanzó la *Declaración sobre asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito* en 2016, tres agencias de calificación crediticia locales apoyaron la iniciativa: *China Chengxin Credit Management Co. Ltd. (CCX)*, *Dagong Global Credit Ratings Group* y *Golden Credit Rating International Co. Ltd.* En ese momento, estas organizaciones se enfocaban principalmente en la evaluación de bonos verdes. Aunque estos continúan siendo una prioridad, las agencias de

calificación crediticia integran factores ASG con mayor frecuencia al momento de evaluar la capacidad de endeudamiento de títulos dominantes. Es decir, las agencias de calificación crediticia están comenzando a aclarar cómo están los factores ASG incorporados en sus metodologías y algunas están desarrollando una taxonomía ASG interna (ver Gráfico 8).

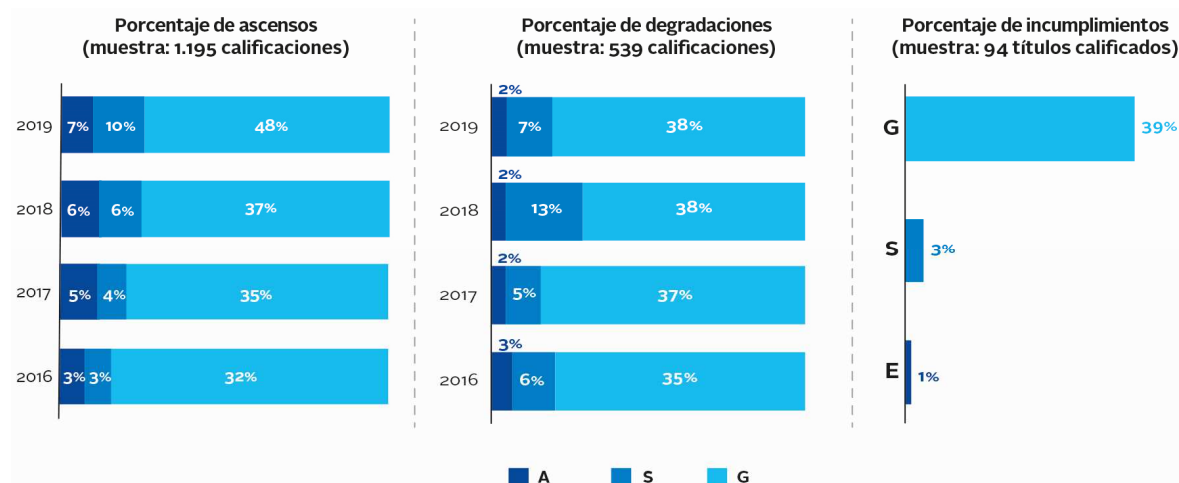
Gráfico 8. Ejemplo de dónde están los factores ambientales incorporados en la metodología de calificación de crédito de *Dagong*. Fuente: *Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.*



Nota: Los rectángulos verdes son las secciones de la metodología que tienen factores ambientales incorporados.

El riesgo crediticio está creciendo, como lo evidencia el incremento en el número de incumplimientos de las obligaciones de deudas corporativas. Por otra parte, los elevados costos asociados con regulaciones ambientales más estrictas, controles de salud y seguridad y el escrutinio regulatorio están afectando de forma negativa los balances generales y el flujo de efectivo. Los analistas de crédito están teniendo esto en cuenta para el proceso de evaluación de riesgos. Por ejemplo, *Dagong Global Credit Rating* presentó el caso de una compañía farmacéutica con una calificación AA cuya perspectiva fue actualizada pasando de estable a negativa en parte porque las operaciones fueron detenidas dos veces desde 2017 debido a niveles excesivos de contaminación. Mientras tanto, *Golden Credit Rating International* presentó una prueba retrospectiva que evidenció cómo los factores ASG contribuyeron a la acción de calificación o a incumplimientos de obligaciones por parte de las empresas (ver Gráfico 9).

Gráfico 9. Relevancia de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la acción de calificación y en los incumplimientos de obligaciones por parte de las empresas.
Fuente: Golden Credit Rating International.



Nota: Los porcentajes muestran la tasa de ascensos y degradaciones impulsadas por factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo, o dónde los factores ASG contribuyeron a un incumplimiento del pago de obligaciones derivadas de bonos durante el período de 2016 a 2019.

El panorama de las agencias de calificación crediticia también está cambiando: el mercado chino se está abriendo tanto a inversores extranjeros como a nuevas agencias de calificación crediticia. Cuando se realizó el foro en Beijing, *S&P Global (China) Ratings* se acababa de convertir en la primera agencia de calificación crediticia de propiedad completamente extranjera en recibir licencia para calificar títulos locales. Unos meses después, esta organización emitió su primera calificación de crédito con base en la escala para China de *S&P Global Ratings*, asignándole un grado AAA a *ICBC Financial Leasing Co., Ltd.* con una perspectiva estable.¹⁰ Las competidoras extranjeras le darán un nuevo ángulo al mercado y potencialmente desafiarán la visión (que hasta ahora ha sido notablemente generosa) de capacidad de endeudamiento de las agencias de calificación locales.

Por último, el hecho de que haya planes para exigir que todas las empresas que cotizan en bolsa y todas las entidades emisoras de títulos reporten información ASG probablemente mejorará la consistencia y transparencia de los datos. Esto es parte de los esfuerzos de los responsables de formular políticas para atraer inversores extranjeros al mercado chino, incluyendo bonos verdes, y pone en relieve la importancia de una intervención centralizada o regulatoria en China como un catalizador de cambio.

¹⁰ Ver '[S&P Global China Ratings publica su primera calificación en el mercado doméstico chino](#)', 11 de julio de 2019.

CONCLUSIONES CLAVE

El diálogo mundial que el PRI inició entre los inversores que invierten en renta fija y las agencias de calificación crediticia es el primero con un enfoque específico en el riesgo crediticio. Este espacio ha puesto al día a los inversores con respecto al progreso logrado por las agencias de calificación crediticia en términos de consideración de factores ASG, ha desmentido concepciones erróneas y ha servido como plataforma para compartir desafíos de integración de asuntos ASG.

Aunque muchos de los puntos de la discusión eran comunes entre los mercados desarrollados y los emergentes, los foros en los mercados emergentes fueron únicos ya que ayudaron a poner de manifiesto lo siguiente:

- **La consideración de factores ASG en el análisis de riesgo crediticio en los mercados emergentes no significa simplemente crear una lista negra.** Usar el enfoque de filtrado o *screening* negativo para identificar entidades emisoras cuya calidad crediticia esté altamente comprometida por factores ASG es un método para la consideración de factores ASG y podría parecer el más relevante debido a que la escala de los desafíos ASG es mayor en estos países. Sin embargo, excluir sectores o empresas de un portafolio también puede dar como resultado la pérdida de oportunidades para identificar entidades emisoras cuya calidad crediticia podría mejorar si adoptaran más prácticas empresariales sostenibles. Por lo tanto, más que filtrar, evaluar la materialidad financiera de los factores ASG puede ser una herramienta útil para determinar el valor o precio equivalente de los riesgos de una forma más adecuada.
- **Entender las prácticas ASG de las compañías a través del relacionamiento con los tenedores de títulos puede evidenciar puntos ciegos.** Las deficiencias en términos de transparencia y rendición de cuentas son obstáculos significativos para invertir en mercados emergentes, pero el relacionamiento puede suministrar información adicional para evitar pérdidas y potencialmente aprovechar la valoración imprecisa de los riesgos. Es posible que los proveedores o actores de actividades posteriores tengan exposición a riesgos sin saberlo, incluyendo factores ASG. Pero cuando los riesgos se vuelven realidad, es posible que los mercados los reconozcan de manera tardía o que incluso reaccionen de forma exagerada, lo que puede crear oportunidades para inversores que estén bien preparados.
- **El escrutinio por parte de inversores extranjeros podría reducir o mejorar la gestión de problemáticas ASG relevantes desde el punto de vista crediticio en los mercados emergentes.** Los foros evidenciaron el poder de cambio que tienen los propietarios de activos, así como el desequilibrio entre donde se encuentran los fondos (normalmente en países solventes con grandes industrias de pensiones y de seguros) y donde los desafíos ASG son más apremiantes (principalmente en países en vías de desarrollo). Por esta razón, la presión externa por parte de los inversores puede promover el progreso hacia una consideración más sistemática y transparente de factores ASG en el análisis de riesgo crediticio en mercados emergentes.

PRÓXIMOS PASOS

En lo sucesivo, el PRI pretende trabajar en:

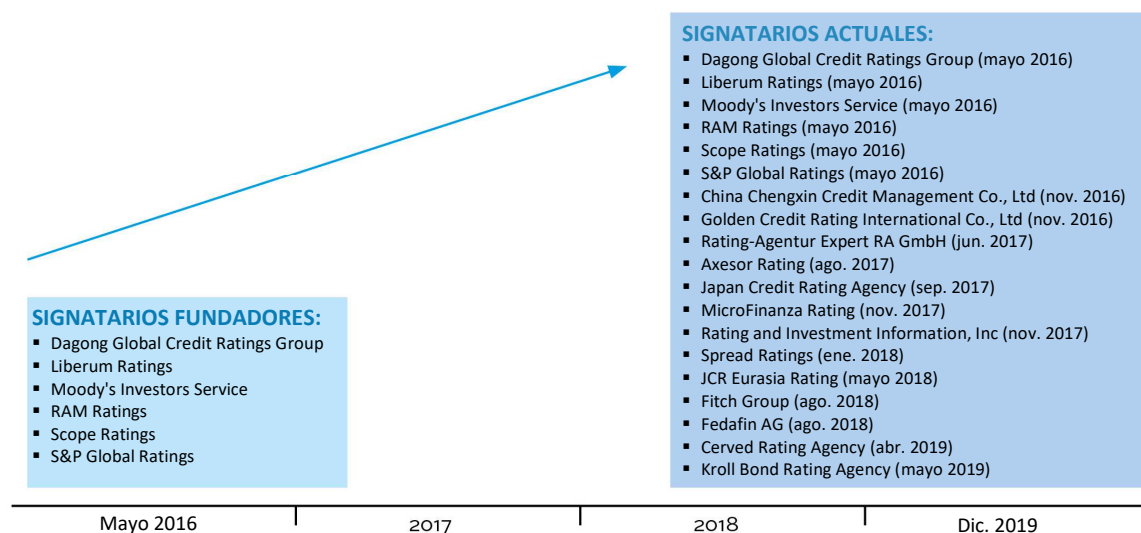
- fomentar la implementación de las soluciones emergentes descritas en la parte 3 de la serie de informes, con áreas de acción para superar algunas de las desconexiones iniciales entre los inversores y las agencias de calificación crediticia;
- identificar métricas relevantes desde el punto de vista crediticio sobre cuáles factores ASG pueden tener impacto; y
- ampliar el diálogo entre inversores y agencias de calificación crediticia hacia otros grupos de interés, en particular hacia las entidades emisoras.

El PRI iniciará otra serie de mesas de trabajo regionales con discusiones más enfocadas por sector y/o clase de activos, las cuales además involucrarán a entidades emisoras. Esto les permitirá a las empresas entender mejor cómo los costos de financiación podrían variar (hacia arriba o hacia abajo), dependiendo de su exposición a riesgos y de su enfoque con respecto a la gestión de riesgos, en un entorno en el que las sensibilidades a los modelos de creación de valor o de crecimiento están cambiando. Esto también fomentará el activismo entre los agentes de crédito, ayudándolos a darle forma a sus análisis por sector o clase de activos.

La iniciativa tiene como fin continuar facilitando un alineamiento optimizado entre grupos de interés clave de la cadena de inversión y, a su vez, impulsará la transparencia en la información, el nivel de concientización con respecto a los recursos y, principalmente, la consideración sistemática de factores ASG al momento de evaluar el riesgo crediticio subyacente.

ANEXO I: DEFENSORES DE LA DECLARACIÓN SOBRE ASUNTOS ASG EN EL RIESGO CREDITICIO Y EN LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITO

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA



Nota: Las fechas entre corchetes se refieren a cuándo las agencias de calificación crediticia firmaron la Declaración sobre asuntos ASG en el riesgo crediticio y en las calificaciones de crédito.

INVERSORES

PROPIETARIOS DE ACTIVOS		
<i>Allianz SE</i>	Iglesia de Suecia	<i>Pegaso - Fondo pensione complementare</i>
<i>ASR Nederland N.V.</i>	<i>ERAFP - Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique Pension Scheme</i>	Fondo de Protección de Pensiones del Reino Unido
<i>AustralianSuper</i>	<i>First State Superannuation Scheme</i>	Consejo de Inversión de Pensiones del Sector Público de Canadá
<i>AXA Group</i>	<i>Fonds de réserve pour les retraites - FRR</i>	<i>QBE Insurance Group Limited</i>
<i>Bâtirente</i>	<i>Geroa pentsioak E.P.S.V. de empleo</i>	<i>Régime de Retraite de l'Université de Montréal</i>
Plan de Pensiones Municipales de British Columbia	<i>HESTA Super Fund</i>	<i>TPT Retirement Solutions</i>
<i>BT Pension Scheme</i>	<i>KfW Bankengruppe</i>	<i>Treehouse Investments, LLC</i>
<i>Caisse de dépôt et placement du Québec</i>	<i>KLP</i>	Corporación de Administración de Activos de la Universidad de Toronto
Sistema de Pensiones de los Empleados Públicos de California (CalPERS)	<i>Länsförsäkringar AB</i>	<i>Victorian Funds Management Corporation</i>
<i>CCOO, FP</i>	Esquema de Jubilación de Gobiernos Locales de la República de Irlanda	<i>Wespath Investment Management</i>
<i>CDC - Caisse des dépôts et consignations</i>	Fondo de pensiones del Gobierno Noruego (Folketrygdfondet)	<i>Zurich Insurance Group</i>
<i>Challenger Limited</i>	Plan de Pensiones de Profesores de Ontario	<i>Gramercy Funds Management</i>

ADMINISTRADORAS DE ACTIVOS		
Aberdeen Standard Investments	Erste Asset Management GmbH	Nikko Asset Management Co. Ltd.
ACTIAM	ESG Portfolio Management	NN Investment Partners
Addenda Capital Inc.	Federal Finance	Nomura Asset Management Co., Ltd.
AEGON Asset Management	Fidelity International	OFI Asset Management
Alberta Investment Management Corporation	Fiera Capital Corporation	Öhman
Alliance Bernstein	Franklin Templeton Investments	OP Wealth Management (OP Asset Management Ltd, OP Fund Management Ltd and OP Property Management Ltd)
Allianz Global Investors	Futuregrowth Asset Management	Ostrum Asset Management
AlphaFixe Capital Inc.	Galliard Capital Management, Inc.	Partners Group AG
AMP Capital Investors	Generation Investment Management LLP	Payden & Rygel
Anima Sgr	Global Evolution	PGGM Investments
APG Asset Management	Goldman Sachs Asset Management (GSAM)	PGIM Fixed Income
Ardea Investment Management	Gramercy Funds Management	PIMCO
Australian Ethical Investment Ltd.	Hermes Investment Management	PineBridge Investments
Aviva Investors	HSBC Global Asset Management	Principal Global Investors
AXA Investment Managers	IFM Investors	Prudential Portfolio Managers (Sudáfrica)
Bank J. Safra Sarasin Ltd	Income Research & Management	Public Investment Corporation (PIC)
Barings LLC	Insight Investment	QIC
BlueBay Asset Management LLP	Investec Asset Management	RBC Global Asset Management
BMO Global Asset Management	Itaú Asset Management	RobecoSAM AG
BNP Paribas Asset Management	IVM Caring Capital	Royal London Asset Management
Brandywine Global Investment Management, LLC	Janus Henderson Investors	Sage Advisory Services Ltd. Co.
Breckinridge Capital Advisors	Jarislowsky, Fraser Limited	Sanlam Investment Management (SIM)
British Columbia Investment Management Corporation	Kempen Capital Management NV	Sarasin & Partners LLP
Brown Advisory	La Française Group	Saturna Capital
Caja Ingenieros Gestión SGIIC, SAU	Legal & General Investment Management (Holdings)	Schroders
Calvert Research and Management	Leith Wheeler Investment Counsel Ltd.	Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) AB
Candriam Investors Group	LocalTapiola Asset Management Ltd	SKY Harbor Capital Management
Christian Brothers Inv. Services, Inc.	Lombard Odier	Sparinvest S.A.
CIBC Asset Management Inc.	Longfellow Investment Management Co., LLC	Stone Harbor Investment Partners LP
Colchester Global Investors Limited	M&G Investments	Svenska Handelsbanken AB (Publ)
Colonial First State Global Asset Management	Maitri Asset Management	T&D Asset Management Co., Ltd.
Commonfund	Maple-Brown Abbott Limited	Tareno AG
Compass Group	Mariner Investment Group, LLC.	TD Asset Management (TD Asset Management Inc.)
Conning	MFS Investment Management	Tokio Marine Asset Management Co., Ltd. Japan
Connor, Clark & Lunn Investment Management Ltd.	Mirova	Triodos Investment Management B.V.
DDJ Capital Management, LLC	MN	UBS Asset Management
Delta Alternative Management	Mondrian Investment Partners Limited	Union Asset Management Holding AG
Domini Impact Investments	Moneda Asset Management	Union Bancaire Privée, UBP SA
EGAMO	Montrusco Bolton Investments Inc. (MBII)	Vancity Investment Management
Element Investment Managers	Neuberger Berman Group LLC	Wellington Management Company LLP

CRÉDITOS

Autor:

- Carmen Nuzzo, PRI

Editor:

- Eliane Chavagnon

Diseño:

- Ana Plasencia, PRI