



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

DE LA INVERSIÓN SOCIALEMNTE RESPONSABLE A LA INVERSIÓN COHERENTE CON LA FE CATÓLICA

Autor: Rocío Acedo-Rico Pablo-Romero

Director: María Luisa Garayalde Niño

ÍNDICE

1.	RESUMEN/ABSTRACT	3
2.	INTRODUCCIÓN	5
2.1	Objetivo.....	5
2.2	Estructura.....	6
2.3	Metodología.....	7
3.	ESTADO DE LA CUESTIÓN	8
3.1	INVERSIONES ESG	8
3.1.1	Definición.....	8
3.1.2	Agencias de Rating y sus criterios	9
3.1.3	Inconsistencias de las agencias de “rating”	13
3.1.4	¿Por qué es necesaria una estandarización?	19
3.1.5	Inicios de una estandarización	20
3.1.6	¿Qué impacto tienen las inversiones ESG?	21
3.2	INVERSIONES ÉTICAS INSPIRADAS POR LA DOCTRINA SOCIAL DE LA IGLESIA. 23	
3.2.1	Criterios Católicos para invertir.....	27
4.	ANÁLISIS DEL EURO STOXX 600.....	35
4.1	Demostración de la inconsistencia de las calificaciones ESG	36
4.1.1	Empresas de consumo discrecional	39
4.1.2	Empresas de Energía	40
4.1.3	Empresas financieras.....	41
4.1.4	Empresas industriales.....	42
4.1.5	Empresas inmobiliarias.....	43
4.1.6	Empresas de materiales	43
4.1.7	Empresas de productos de consumo básico	44
4.1.8	Empresas de salud	45
4.1.9	Empresas de servicios de comunicación	46
4.1.10	Empresas de servicios públicos	47
4.1.11	Empresas de tecnología de la información	48
4.2	Comparativa de criterios católicos y criterios ESG	49
5.	CONCLUSIONES	55
6.	ANEXOS	58
Anexo I:	Empresas del Euro Stoxx 600.....	58
Anexo II:	Ratings de una muestra de 20 empresas del Euro Stoxx 600	1
Anexo III:	Calificaciones de las empresas del sector financiero	1

Anexo IV: Calificaciones de las empresas del sector industrial	2
BIBLIOGRAFÍA	5

Índice de tablas:

Tabla 1: Criterios medioambientales.....	16
Tabla 2: Criterios sociales	17
Tabla 3: Criterios de gobernanza.....	17
Tabla 4: Resumen del principio de protección de la vida humana	29
Tabla 5: Resumen del principio de protección de la dignidad humana	32
Tabla 6: Ajuste de rango de las calificaciones de msci	38
Tabla 7: Ajuste de las calificaciones de msci	38
Tabla 8: Empresas de consumo discrecional	39
Tabla 9: Empresas de energía.....	40
Tabla 10: Empresas financieras con calificaciones similares.....	41
Tabla 11: Empresas financieras con calificaciones inconsistentes.....	41
Tabla 12: Empresas industriales con calificaciones similares	42
Tabla 13: Empresas industriales con calificaciones inconsistentes.....	42
Tabla 14: Empresas inmobiliarias	43
Tabla 15: Empresas de materiales.....	43
Tabla 16: Empresas de productos de consumo básico	44
Tabla 17: Empresas de salud	45
Tabla 18: Empresas de servicios de comunicación	46
Tabla 19: Empresas de servicios públicos	47
Tabla 20: Empresas de tecnología de la información.....	48
Tabla 21: Distribución empresas en función de si cumplen con los criterios católicos .	50
Tabla 22: Distribución gics empresas que no cumplen	51
Tabla 23: Distribución gics empresas que cumplen	51
Tabla 24: Retorno total anualizado en función del tamaño y de criterios católicos.....	53
Tabla 25: Retorno total anualizado en función del sector gics y de criterios católicos .	54

Índice Ilustraciones:

Ilustración 1: Desglose de la calificación medioambiental de facebook.....	18
Ilustración 2 Distribución sectores gics del euro stoxx 600	36
Ilustración 3: Retorno total anualizado (rta) compañías que cumplen con los criterios católicos vs las que no cumplen con dichos criterios	52
Ilustración 4: Ristribución empresas en función de su capitalización bursátil	53
Ilustración 5: Retorno total anualizado empresas de materiales	55

1. RESUMEN/ABSTRACT

Las *ESG Rating Agencies* tiene un papel fundamental en los mercados financieros debido al auge que se está produciendo en las inversiones sostenibles. Las agencias tienen la misión de calificar a las empresas con una puntuación en cuanto a criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG por sus siglas en inglés). Con estas calificaciones los inversores establecen sus carteras de inversión. Este trabajo comprueba la inconsistencia de las calificaciones de estas agencias con la consiguiente confusión creada entre los inversores. Se desarrollará la necesidad de buscar una estandarización entre las agencias. Además, se profundizará en unos criterios “nuevos” a la hora de invertir, criterios que nacen de la Doctrina Social de la Iglesia, y que ponen al hombre en el centro de las decisiones de inversión. Estos criterios morales permiten guiar las decisiones de inversión de manera coherente con la fe católica y sin renunciar a rentabilidad. A través del análisis de las compañías que integran el Euro Stoxx 600 se demuestra que una cartera compuesta por las compañías que cumplen estos requisitos hubiese generado una rentabilidad anualizada a tres, cinco y diez años mayor que la obtenida por una cartera de compañías que no cumplen dichos criterios.

Palabras clave: ESG, Agencias calificadoras de ESG, criterios católicos, Doctrina Social de la Iglesia.

ESG Rating Agencies have a fundamental role in the financial markets due to the boom in sustainable investments. The agencies are in charge of rating companies upon environmental, social and governance (ESG) criteria. With these ratings, investors establish their investment portfolios. This paper will test the inconsistency in the ratings of these agencies with the consequent confusion that it generates among investors. The need to seek standardization among the agencies will be developed through the discussion. In addition, it will look at "new" criteria for investment, criteria that stem from the Social Doctrine of the Church, and which put the men at the center of investment decisions. These moral criteria make it possible to guide investment decisions in a way that is consistent with the Catholic faith and without sacrificing profitability. An analysis of the companies comprising the Euro Stoxx 600 shows that a portfolio composed of companies that meet these criteria would have generated a higher annualized return

over three, five and ten years than that obtained by a portfolio of companies that do not meet these criteria.

Keywords: ESG, ESG Rating Agencies, Catholic criteria, Social Doctrine of the Church.

2. INTRODUCCIÓN

“La economía y las finanzas no existen sólo para sí mismas; son sólo un instrumento, un medio. Su finalidad es únicamente la persona humana y su realización plena en la dignidad. Este es el único capital que conviene salvar”

(Benedicto XIV, 12 de junio de 2010)

2.1 Objetivo

Las inversiones socialmente responsables, que siguen criterios ESG (Environmental, Social and Governance), están experimentando un gran auge en los mercados financieros. Es posible hablar de un cambio estructural en las pequeñas y grandes inversiones, pues cada vez es más latente la necesidad de cuidar tanto a las personas como a los recursos limitados que proporciona el medioambiente. Por ello, se puede afirmar que las inversiones de impacto están predominando el mercado.

Ahora bien, a la vez que aumentan las inversiones socialmente responsables, se está produciendo un problema que puede tener graves consecuencias. Es posible identificar una clara falta de estandarización de criterios y métodos utilizados por las “*ESG rating agencies*” a la hora de calificar a las empresas en función de su comportamiento socialmente responsable. Esta falta de consistencia hace que sea difícil comparar los resultados que obtienen las empresas por las distintas agencias calificadoras, llegando a conclusiones erróneas. Los resultados que arrojan los proveedores de calificaciones pueden ser fácilmente malinterpretados y confundir a los inversores.

El objetivo del presente trabajo es exponer las diferencias que existen entre las principales agencias calificadoras de criterios ESG, por medio de la comparación de las calificaciones que han obtenido las empresas del Euro Stoxx 600. Con ello, se busca explicar la importancia y necesidad de una consistencia para que las inversiones socialmente responsables tengan sentido y sobre todo tengan un impacto. Además, se propondrán unos criterios morales que emanan de la Doctrina Social de la Iglesia (DSI) y van un paso más allá de las inversiones ESG, pues ponen al hombre y su dignidad en el centro del análisis y de la actividad económica. Dichos criterios arrojan luz para analizar

a las empresas y así evitar invertir en aquellas que entran en conflicto con el Magisterio Católico.

Por último, a través de las compañías del Euro Stoxx 600 se buscará demostrar que no es necesario renunciar a rentabilidad invirtiendo según la moral católica. Para ello se comparará la rentabilidad total anualizada de aquellas empresas que si cumplen con los criterios católicos frente a la rentabilidad anualizada de las compañías que no cumplen con los criterios, que serán previamente definidos.

2.2 Estructura

El trabajo consta de dos partes muy identificadas, una parte teórica donde se expone el tema a analizar y una parte práctica donde se aplica lo explicado en una muestra concreta, el Euro Stoxx 600. A su vez, en la parte teórica es posible identificar dos ámbitos concretos de investigación, al igual que en la parte práctica que consta, también, de dos análisis diferenciados.

En primer lugar, en el estado de la cuestión, se expone el contexto de crecimiento de las inversiones socialmente responsables, haciendo hincapié en las inversiones ESG. Se analizarán las principales estrategias de inversiones ESG, así como el trabajo de las agencias calificadoras de ESG. Se profundizará en evidencias que demuestran como dichas agencias utilizan sus propias criterios y metodologías para analizar las empresas y el efecto que tiene este hecho.

Por otro lado, también en el estado de la cuestión, se introduce una nueva forma de invertir, una inversión que sigue el Magisterio de la Iglesia. Tras el análisis de encíclicas, cartas pastorales y las guías de inversión emitidas por cinco Conferencias Episcopales diferentes, entre otros documentos eclesiológicos consultados, se han definido una serie de criterios de exclusión que permiten orientar el análisis y la inversión de aquellos católicos que buscan que su fe no se vea comprometida con sus inversiones.

En segundo lugar, en la parte práctica se analizarán las empresas del Euro Stoxx 600 para demostrar lo expuesto en el estado de la cuestión. Por un lado, mediante las calificaciones de algunas de las *ESG Rating Agencies*, se demostrará la falta de

consistencia en cuanto a las calificaciones que estas dan a una misma empresa. Esto permitirá confirmar que, efectivamente, es necesario homogenizar procesos, criterios y metodologías para evitar resultados contradictorios. Por otro lado, se calculará la rentabilidad total anualizada a tres, cinco y diez años de todas las empresas del Euro Stoxx 600, con el objetivo de comparar las rentabilidades de aquellas empresas del Euro Stoxx que cumplen con los criterios católicos, con las que no cumplen. De esta manera se busca comprobar si efectivamente invertir siguiendo el Magisterio Católico implica renunciar a rentabilidad o no.

2.3 Metodología

El trabajo presenta un razonamiento deductivo pues comienza con un análisis y descripción de como las inversiones sostenibles han ido implantándose en el mercado. A continuación, se describe una nueva forma de invertir que sigue el Magisterio de la Iglesia Católica. Para finalmente, plasmar este análisis en una valoración práctica del Euro Stoxx 600.

La primera parte del trabajo se trata de un estudio descriptivo, donde se presenta una visión global de las inversiones sostenibles e inversiones católicas. Para la realización de esta descripción, se ha llevado a cabo una revisión bibliográfica consultando diferentes artículos e informes del sector sobre la actualizad de las inversiones ESG, lo cual ha permitido identificar los principales términos, tecnicismos y conceptos. Por ejemplo, se hace una descripción de que es una agencia calificador de ESG, cual es su forma de trabajar y que tipos de agencias que existen. También, a través de un estudio realizado por el MIT Sloan School of Management, titulado *“Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”*, se ha podido explicar de manera evidenciada la realidad acerca de la falta de homogenización en las calificaciones que otorgan las *ESG Rating Agencies*.

Continuando con la parte descriptiva del trabajo, se han consultado cinco informes de cinco Conferencias Episcopales, los cuales recogen orientaciones o guías de inversión para católicos. A raíz de estos documentos, se ha descritos una serie de criterios de exclusión junto con evidencias de la DSI (encíclicas, cartas pastorales...) sobre las que se basan dichos criterios.

En la segunda parte del trabajo, se realiza un breve estudio explicativo. Tomando como ejemplo las 600 empresas del Euro Stoxx, y haciendo uso de los datos obtenidos de Bloomberg, que ha permitido obtener seis *ratings* de seis proveedores de calificaciones diferentes, así como las rentabilidades de las empresas del índice, con el objetivo de hacer una valoración y análisis de la tesis principal.

3. ESTADO DE LA CUESTIÓN

3.1 INVERSIONES ESG

3.1.1 Definición

La inversión socialmente responsable es aquella que combina objetivos de rentabilidad financiera con aspectos ambientales, sociales y de gobernanza (criterios ASG o ESG en inglés) en la toma de decisiones de inversión. Actualmente, se está produciendo un cambio estructural en las estrategias de inversión, pues existe una creciente demanda por utilizar criterios y estrategias de inversión sostenible y responsable (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Este tipo de inversión socialmente responsable está creciendo y ganando popularidad no solo por el factor psicológico de “sentirse bien”, sino, entre otros motivos, por su potencial a la hora de detectar riesgos financieros que no suelen ser detectados en los resultados financieros trimestrales de empresas: riesgos como un trabajo discriminatorio, o riesgos asociados con el medio ambiente que están relacionados con problemas en las cadenas de suministros de las empresas (Poh, 2020).

La inversión socialmente responsable surgió con el fin de tener un impacto positivo en la sociedad, aunque hoy en día lo que principalmente motiva a los inversores es obtener una mayor diversificación en sus carteras y con ello obtener una mayor rentabilidad o una reducción de los riesgos. En el momento en el que se deja de medir el impacto que tiene una cartera socialmente responsable, dicha cartera y estrategia que persigue, se quedarán en puro marketing (Webb, 2020).

3.1.2 Agencias de Rating y sus criterios

Existen unas compañías que se encargan de proporcionar investigación y calificación sobre que tan bien las distintas empresas están integrando las preocupaciones ambientales, sociales y de buen gobierno, estas son las conocidas agencias calificadoras de ESG (*ESG Rating Agencies o Providers*). En la actualidad, existe una creciente competencia en el mercado entre las distintas agencias de calificación de ESG, pudiendo destacar empresas como MSCI o Sustainalytics (Poh, 2020). Existen aproximadamente 30 proveedores de datos ESG importantes en todo el mundo. Sin embargo, no todas ellas tienen cobertura global. Están surgiendo numerosas agencias boutiques que buscan proporcionar información sobre empresas de las regiones en las que operan, pues existen compañías que por su tamaño o características no sean analizadas por las grandes agencias (Macdonald & Ho, 2020).

Debido al gran impulso y respaldo que está recibiendo la inversión socialmente responsable, las agencias de calificación, junto con los grandes índices bursátiles de sostenibilidad, tienen un importante rol e influencia. Los inversores se apoyan en las investigaciones y evaluaciones de los proveedores de calificaciones ESG para conocer como está siendo el comportamiento de las empresas y así determinar en donde invertir. Estas agencias son sin duda una importante fuente de información a la hora de decidir si invertir en una empresa u otra (Berg, Kölbl, & Rigobon, 2020).

Las agencias de calificación de la sostenibilidad, mediante sus propios procesos y metodologías, evalúan no solo los criterios y resultados financieros de una empresa, sino también sus criterios y resultados ambientales, sociales y de buen gobierno. Realizan su trabajo por medio de la recopilación y análisis de información corporativa de distintas fuentes. Analizan datos de las diferentes áreas de la empresa como RRHH, su relación con los clientes, con los proveedores, con el gobierno corporativo de la empresa, como gestionan sus impactos medioambientales, que medidas toman ante distintas controversias y demás áreas de interés para los inversores (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Toda la información necesaria para poder realizar su propia metodología de calificación se obtiene de diversas fuentes, desde bases de datos externas, memorias o

informes de sostenibilidad de las propias empresas, hasta el uso de cuestionarios que hacen las agencias y mandan a las compañías para completar la información obtenida por fuentes externas. Todos estos datos deben ser traducidos a métricas medibles, ponderando para ello una serie de criterios que evalúen cada dimensión: la financiera, la ambiental, la social y de gobierno. Una vez finalizado se elabora un rating y los correspondientes informes (Fernández Izquierdo et al., 2018).

Las evaluaciones y análisis de dichas agencias son utilizadas, también, para elaborar los índices bursátiles de sostenibilidad más prestigiosos, que permiten ver la evolución de los precios de aquellos títulos más representativos del mercado socialmente responsable. Además, las *ESG rating Agencies* facilitan, dinamizan y promueven más inversiones ESG. Es preciso matizar que la inversión socialmente responsable es un concepto cambiante y dinámico dado que la terminología que emplea, así como las estrategias y metodologías de evaluación varían a lo largo del tiempo, de los países, de los diferentes valores y creencias de las partes interesadas (Fernández Izquierdo et al., 2018). Lo cual dificulta una cierta consistencia y armonización de criterios que permitan, en cierta medida, crear unas calificaciones objetivas.

Entre las grandes *ESG rating agencies* es posible destacar las siguientes:

- MSCI ESG Research: mide la resistencia de una empresa a los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza de la industria a largo plazo. Utilizan una metodología basada en reglas para identificar a los líderes y rezagados de una determinada industria de acuerdo con su exposición a los riesgos ESG. Ofrece la elaboración de calificaciones que varía de líder (AAA, AA), promedio (A, BBB, BB) a rezagado (B, CCC). Además ofrecen calificaciones de renta variable y fija, prestamos, fondos mutuos y ETF. Los riesgos y oportunidades ESG suelen variar según la industria y la empresa, por ello MSCI ofrece un modelo de calificaciones en el cual busca identificar los riesgos ESG que son más relevantes en una sub-industria o sector GICS (MSCI, 2021).
- Sustainalytics: establece unas calificaciones que permiten medir la exposición de la empresa a riesgos ESG impulsados por su gestión de los problemas ESG más importantes. Para facilitar la interpretación de las

calificaciones de una empresa han creado cinco categorías o niveles de riesgo ESG: insignificante, bajo, medio, alto y severo (la escala de calificaciones es de 0 a 100, siendo 100 la más severa). Las calificaciones de Sustainalytics abarcan más de 12.000 empresas, incluyendo los principales índices globales (Sustainalytics, 2021).

- RobecoSam: la puntuación de esta agencia es conocida como “smart ESG” y es una clasificación de sostenibilidad que Robeco otorga a una empresa utilizando factores medioambientales, sociales y de gobernanza, eliminando los sesgos del proceso de recopilación de datos. Utiliza una innovadora metodología que busca acabar con sesgos regionales y de tamaño, que otras metodologías convencionales no han logrado superar (lo que suele suceder es que las empresas de mayor capitalización tienen mejores procesos de divulgación de sostenibilidad corporativa que las pequeñas empresas, y las empresas europeas tienden a ser más transparentes, por ello estas suelen tener calificaciones más altas). Con la nueva metodología se busca acabar con estos sesgos, y generar puntuación ESG imparciales y financieramente relevantes para los inversores. La principal base de datos que utiliza Robeco es una encuesta que se hace a más de 4.700 empresas basada en criterios ESG específicos del sector (Robeco, 2021a).
- ISS ESG: cubre la investigación y las calificaciones ESG de empresas y países, permitiendo identificar riesgos y oportunidades sociales y medioambientales importantes. Además, proporciona datos sobre el clima, análisis y servicios de asesoramiento para ayudar a sus clientes a entender, medir y actuar sobre los riesgos relacionados con el clima en todas las clases de activos. Analiza la gestión ESG de una empresa sobre la base de hasta 100 criterios de calificación, la mayoría específicos del sector. Los indicadores son revisados y actualizados constantemente para que estén siempre alineados con los últimos hallazgos científicos, desarrollos tecnológicos y cambios regulatorios. Miden el comportamiento ESG en una escala de 0 a 100 (ISS, 2021).

- Vigeo Eiris: como agencia de calificación ESG, Vigeo Eiris evalúa y analiza la integración en las organizaciones de los factores sociales, ambientales y de gobernanza en sus estrategias, operaciones y decisiones. Busca promover el desempeño económico, la inversión responsable y la creación de valor sostenible. La metodología que emplea garantiza la imparcialidad de sus análisis, la igualdad de trato para todas las empresas y la trazabilidad de la información recopilada (Vigeo Eiris, 2021).

Además de señalar aquellas agencias que más influencia tienen en el mercado, resulta interesante identificar siete estrategias diferentes de la Inversión Socialmente Responsable (Eurosif, 2018):

1. Inversiones temáticas de sostenibilidad: inversiones en activos directamente vinculados a la promoción de la sostenibilidad, por ejemplo energías renovables.
2. Estrategia Best-In-Class: se trata de un estilo de inversión comparativo donde se busca invertir en aquellas inversiones con mayor rendimiento dentro de una categoría o clase en base a criterios ESG.
3. Exclusiones: este enfoque implica excluir a empresas, sectores o países del universo inversor si están implicados en ciertas actividades controvertidas.
4. Screening basado en normas internacionales ESG: filtrar inversiones en base al cumplimiento de unos determinados estándares y normas internacionales
5. Integración de factores ESG en el análisis financiero: incluir oportunidades ESG en el análisis financiero tradicional.
6. Compromiso y votación sobre asuntos de sostenibilidad: participar de manera activa en la propiedad de las empresas mediante la votación de acciones y el compromiso con las empresas en asuntos ESG. Es un proceso a largo plazo que pretende influir en el comportamiento de las empresas
7. Inversión de impacto: inversiones en empresas, organizaciones o fondos con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con un alto rendimiento financiero.

Antes de analizar las discrepancias entre las grandes agencias de calificación, resulta interesante mencionar la clasificación propuesta por Research Affiliates en enero del

2020 en su artículo “*What a Difference an ESG Rating Provider Makes!*”, en el cual se propone tres grandes tipos de agencias proveedoras de ESG “ratings”:

1. Las fundamentales: dentro de esta categoría se encuentran aquellas agencias que recogen y agregan información pública de las empresas que están analizando (de sus páginas web, informes de sostenibilidad, organizaciones, ONGs...), y difunden esta información de forma sistemática y organizada. No tiene como tal una metodología para proveer a la empresa con una calificación. Los propios usuarios de esta información desarrollarán su propia metodología. Un ejemplo sería Thomson Reuters o Bloomberg.
2. Las integrales o exhaustivas: en este tipo de categoría se encontrarán aquellas agencias que utilizan una combinación de información objetiva y subjetiva del mercado ESG. Este tipo de agencias desarrollan su propia metodología, y categorizan a las empresas con una calificación (*ESG rating o score*). En su análisis combinan información pública con información producida por sus propios analistas por medio de cuestionarios o entrevistas con las empresas. Este tipo de proveedores emplean cientos de criterios que abarcan las preocupaciones medioambientales, sociales y de gobernanza. Dentro de esta categoría encontraríamos a agencias como MSCI y Sustainalytics, la mayor parte de las agencias se encuentran dentro de esta categoría. En el análisis de las empresas del Euro Stoxx 600 se utilizarán particularmente este tipo de agencias.
3. Especialistas: aquellos proveedores de información ESG que se especializan en un criterio o una problemática concreta dentro de todo lo que abarca el ESG. Como puede ser, por ejemplo, centrarse en calificaciones de medioambiente, o carbón, centrarse en aspectos de gobernanza, como derechos humanos. Tiene experiencia en un campo concreto y se especializan en un ámbito acotado. Un ejemplo es CDP (Carbon Disclosure Project).

3.1.3 Inconsistencias de las agencias de “rating”

El análisis ESG es, por su propia definición, inevitablemente subjetivo. Cada uno de los diferentes proveedores de análisis y calificaciones ESG tienen diferentes formas de

clasificar los distintos ámbitos de una empresa, para uno de ellos puede ser que las preocupaciones sociales sean más importantes que por ejemplo la huella de carbón, que puede ser de mayor relevancia para otro, de ahí la subjetividad (Poh, 2020). Si bien es cierto que los parámetros con respecto al buen gobierno (como por ejemplo, el derecho a voto, la independencia del Consejo...) se pueden comparar de manera más objetiva entre empresas, no ocurre de igual forma con los parámetros sociales y medioambientales. Comparar el desempeño social o medioambiental de un fabricante de coches con el de una empresa de programación informática es difícil (Larere, 2021).

Un estudio realizado por el MIT Sloan Business School of Management muestra una escasa correlación entre las calificaciones ESG que dan las principales agencias de calificación sobre una misma compañía. Las calificaciones muestran una correlación de un 54%, siendo la horquilla de 38% al 71%, lo que implica que la información otorgada por las distintas agencias calificadoras de ESG arrojan resultados muy dispares (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2020).

No existe una metodología ni una información estándar para la valoración llevada a cabo por las agencias. Por ello desde un punto de vista empírico, los resultados no son homogéneos ni existe un consenso al respecto, con lo cual una evaluación cuantitativa es extremadamente difícil (Fernández Izquierdo et al., 2018). Además, las grandes agencias de calificación no solo no están de acuerdo con la definición, entendimiento y teoría de lo que es socialmente responsable, sino que además su forma de medirlo también difiere significativamente. Por lo tanto, la información que proviene de estos proveedores debería ser interpretada con cautela pues puede llevar a conclusiones erróneas, como condenar a una empresa (excluyéndola del universo inversor) o ponderando con mayor peso a otras, en base a criterios no certeros (Chatterji et al., 2015).

Por reflejar esta situación de divergencia, es posible tomar como ejemplo el sector del tabaco, que durante muchos años ha sido excluido de las inversiones sostenibles. En base a los últimos informes de calificación del año 2020, ISS ESG con sede en Múnich asignó a British American Tobacco Plc una calificación débil, apuntando un alto riesgo, mientras que Sustainalytics le asignó una puntuación de 24,4 que representa riesgo

medio-bajo en su escala (Poh, 2020). Con este ejemplo sencillo, se puede apreciar como las calificaciones difieren entre los diferentes proveedores de ESG “Ratings”. Más adelante se analizarán, con más detalle, las contradictorias calificaciones de las empresas del Euro Stoxx 600.

Otro factor que influye considerablemente en esta divergencia es el hecho de que tampoco exista un estándar obligatorio de como las empresas deben divulgar los datos y la información ESG de sus actividades. Así lo afirma Sylvain Guyoton, Vicepresidenta Senior de investigación de EcoVadis (agencia de calificación de sostenibilidad con sede en París): *“El principal desafío es la falta de coherencia en las divulgaciones ESG de las compañías”* (Poh, 2020).

Es precioso detenerse en las causas de la divergencia existente entre los proveedores de calificaciones ESG. Según el MIT Sloan School of Management, las fuentes de esta divergencia son tres: el ámbito, la medición y las ponderaciones (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2020). Por partes:

- Diferencias en cuanto al ámbito: las distintas agencias se basan en diferentes conjuntos de atributos, criterios o factores, como pueden ser las emisiones de carbono o las prácticas laborales entre muchos otros. Cada agencia califica a las empresas incluyendo una serie de atributos, que no tienen por qué ser los mismos para todas ellas.
- Diferencias en cuanto a la medición: en este caso, a la hora de medir un mismo atributo, las agencias pueden usar distintos indicadores que pueden dar lugar a evaluaciones diferentes.
- Diferencias en las ponderaciones: surge cuando las agencias de calificación adoptan diferentes puntos de vista sobre la importancia relativa de los diferentes atributos, que afectan al “rating” final.

Las contribuciones del ámbito de estudio, la forma de medirlo y las ponderaciones dadas están entrelazadas a la hora de llegar a un “rating” final para una empresa. Dado que los distintos proveedores difieren en estos tres factores, resulta difícil interpretar las calificaciones dadas a las empresas. Los tres principales efectos que provoca esta falta de correlación entre las agencias calificadoras son (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2020):

1. No se reflejará los resultados que las empresas obtienen en materia ESG en el precio de sus acciones o bonos dado que los inversores se enfrentaran al reto de tratar de identificar aquellas empresas que están obteniendo mejores resultados socialmente responsables. La divergencia de las calificaciones dispersa las preferencias de los inversores en cuanto a las empresas más ESG.
2. Obstaculiza la ambición de las empresas para mejorar sus resultados ambientales, sociales y de buena gobernanza pues reciben señales contradictorias de las agencias de calificación sobre qué acciones se esperan y valoran por el mercado.
3. Por último, estas divergencias plantean un reto para la investigación empírica ya que el uso de un proveedor frente a otro puede alterar los resultados y las conclusiones de un estudio.

Los criterios utilizados por las agencias de calificación son parecidos entre ellas, pero no todos tienen el mismo peso en la calificación final, ni todos tienen porque medir ese criterio de la misma forma, como ya se ha mencionado anteriormente. Aun así, se pueden exponer los criterios ESG más utilizados en las siguientes tablas¹:

Tabla 1: Criterios Medioambientales

Medioambientales			
<i>Cambio Climático</i>	<i>Recursos Naturales</i>	<i>Contaminación & Residuos</i>	<i>Oportunidades Medioambientales</i>
Emisiones de Carbón Huella de carbón del producto	Escasez de agua Biodiversidad Uso de la tierra Abastecimiento de materias primas	Emisiones tóxicas Materiales de empaquetamiento Materiales Residuales Residuos Electrónicos	Tecnologías limpias Energías renovables

En primer lugar en cuanto a la “E”, los criterios medioambientales, incluyen la energía que una empresa consume, los residuos que vierte, los recursos que necesita para llevar a cabo su actividad. Además, incluye también las emisiones de carbono o de otras sustancias que pueden dañar el ambiente. En definitiva todas las empresas utilizan

¹ Los criterios descritos en las tablas han sido sacados de dos de las principales agencias de rating: MSCI y Sustainalytics (<https://www.msci.com/documents/10199/7b77de78-0c6e-0a45-f4dd-e65025552bae> & <https://www.sustainalytics.com/esg-data/#1602042307346-5448de14-bd18>)

energía y recursos y por lo tanto todas afectan y son afectadas por el medioambiente (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

Tabla 2: Criterios Sociales

Sociales		
Capital Humano	Responsabilidad del producto	Oportunidades sociales
Recursos Humanos Salud y seguridad Desarrollo del capital humano Estándares en la cadena de suministro Prácticas laborales justas	Seguridad y calidad de productos Privacidad y seguridad de datos Seguridad de productos financieros Inversiones responsables	Acceso a comunicaciones Acceso a financiación Acceso a seguridad social Nutrición y salud

En segundo lugar, los criterios sociales, la “S”, aborda las relaciones que se producen en la empresa con las personas e instituciones con las que hace negocios. Incluye las relaciones laborales y la diversidad e inclusión. Dado que toda empresa opera en una sociedad y con unas personas, estas relaciones se dan en todas las empresas (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

Tabla 3: Criterios de Gobernanza

Gobernanza	
Gobierno Corporativo	Comportamiento empresarial
Consejo de administración Pagos Propiedad Contabilidad	Ética empresarial Prácticas anticompetitivas Transparencia fiscal Corrupción e Inestabilidad Inestabilidad del sistema financiero Cumplimiento normativo

Por último, la “G”, la gobernanza de una empresa se refiere al sistema interno de prácticas, controles y procedimientos que una empresa adopta para dirigir la empresa, tomar decisiones eficaces y cumplir con la ley. Toda empresa, por ser en sí misma una creación legal, requiere y necesita una gobernanza (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

A continuación, tomando de base el estudio realizado por Research Affiliates², es posible ver como dos grandes proveedores de ratings desglosan la calificación de la “E” de ESG de Facebook. Cada agencia desglosa la clasificación medioambiental en distintas subcategorías o criterios, y además estas subcategorías tienen un peso diferente en cada agencia. Con este ejemplo se pretende mostrar las fuentes de la falta de consistencia que hay entre las agencias de ESG Rating.

Ilustración 1: Desglose de la calificación medioambiental de Facebook

Facebook Environmental Rating Breakdown by Provider as of December 31, 2017						
Provider 1				Provider 2		
Category	Score	Weight	Category	Score	Weight	
Environmental Strategy	37	33.0%	Operations Incidents	100	22.3%	
Minimizing Environmental Impacts from Energy Use	68	33.0%	Green Procurement Policy	0	10.0%	
Management of Environmental Impacts from Personal Transportation	30	33.0%	Sustainable Products & Services	0	10.0%	
Pollution Prevention	0	0.0%	Environmental Management System	20	6.7%	
Green Products and Services	0	0.0%	Env. Management System (EMS) Cert.	0	6.7%	
Protection of Biodiversity	0	0.0%	Environmental Supply Chain Incidents	100	6.7%	
Protection of Water Resources	0	0.0%	Product & Service Incidents	100	6.7%	
Atmospheric Emissions	0	0.0%	Environmental Policy	0	3.3%	
Waste Management	0	0.0%	Environmental Fines and Penalties	100	3.3%	
Local Pollution	0	0.0%	CDP Participation	0	3.3%	
Impacts of Product Use and Disposal	0	0.0%	Scope of GHG Reporting	0	3.3%	
Supply Chain: Environmental Factors	0	0.0%	GHG Reduction Program	50	3.3%	
			Renewable Energy Program	100	3.3%	
			Carbon Intensity	20	3.3%	
			Carbon Intensity Trend	20	3.3%	
			Renewable Energy Use	100	3.3%	

Fuente: Research Affiliates

La conclusión que se puede extraer de esta tabla es que ambos proveedores de datos y calificaciones incluyen distintas métricas para evaluar las características medioambientales de una empresa, en este caso Facebook, asignando diferentes pesos a las diferentes métricas. Lo cual hace que finalmente (en este ejemplo) el proveedor 1 de un *rating* final de 0,77 a la empresa, y el proveedor 2 un *rating* del 0,23 (Li & Polychronopoulos, 2020). El primero le da una calificación significativamente superior a la media, y el segundo proveedor una calificación considerablemente inferior a la media, lo cual confunde y no permite saber si realmente esta empresa tiene un comportamiento medioambiental bueno o malo.

² What a Difference an ESG Rating Provider Makes!

3.1.4 ¿Por qué es necesaria una estandarización?

Las grandes agencias calificadoras de ESG se enfrentan al reto de lograr un modelo unificado que permita evaluar de forma homogénea si los activos de las carteras son o no sostenibles. Los principales desafíos a los que se enfrentan y por los cuales es necesaria una estandarización son los siguientes (Nieto, 2020):

- Los datos/factores que se analizan de las empresas para hacer la evaluación ESG, ya que estos van desde 10 factores hasta 400, y cada una de las agencias los puntúa de una forma distinta. Por lo tanto la forma de evaluar y medir los factores no es homogénea.
- Falta de información proporcionada por las empresas y la inconsistencia de esta.
- La frecuencia con la que se realizan las evaluaciones de las empresas también varía entre las distintas agencias de calificación, por lo que puede llevar a unos resultados distorsionados entre unas y otras.
- Como ya ha sido mencionado con anterioridad, la metodología que cada agencia utiliza para ponderar la nota que se otorga a cada empresa varía mucho de agencia en agencia en función de sus preferencias subjetivas
- Por último, uno de los grandes retos a los que esta industria se enfrenta es el sesgo individual de los agentes, los encargados de realizar el análisis. Cada agencia tiene una tendencia natural y se centra en unos aspectos concretos, *“Solo el sesgo del agente podría representar hasta un 18% de las divergencias entre agentes calificadores y es el problema más complejo para solucionar del sector”* (Nieto, 2020).

Por todo ello, es importante y necesario llegar a una estandarización en la metodología y criterios utilizados para evaluar el comportamiento socialmente responsable de las empresas. De lo contrario, si no se llega a una convergencia a la hora de calificar a las empresas, los resultados que se arrojen realmente no son válidos y no aporta una buena información para los inversores. Es decir, si hay una escasa convergencia entre las firmas de rating, las calificaciones van a tener una escasa validez, lo cual tendrá un grave impacto tanto en las propias empresas como en los inversores de las mismas (Chatterji et al., 2015).

Por un lado, en cuanto a las empresas, cada vez más se está invirtiendo mucho dinero en actividades socialmente responsables, de hecho alrededor de ocho mil empresas han firmado el Pacto Mundial de las Naciones Unidas mostrando su compromiso con la Responsabilidad Social Corporativa. Las empresas, por lo tanto, están respondiendo a la presión de los grupos de interés sobre los problemas sociales. De ahí que si las calificaciones no son válidas, no se estará reconociendo debidamente el esfuerzo social de las empresas y no se estarán teniendo el impacto que se espera de ellas (Chatterji et al., 2015).

Por otro lado, los inversores también se encuentran ante un desafío si las métricas de las agencias calificadoras no son válidas. En este sentido, aproximadamente, uno de cada nueve dólares en EEUU, y uno de cada seis dólares en Europa están siendo erróneamente invertidos lo que implica graves ineficiencias en los mercados globales de capital. Las agencias calificadoras de ESG, al no ser capaces de armonizar sus métricas y estandarizar sus procesos, asignan distintas calificaciones a las empresas, lo cual no permite discernir de manera correcta y minuciosa cuales son las empresas que verdaderamente son socialmente responsables, y por lo tanto el dinero no se estará invirtiendo en las empresas que mayor impacto puedan tener (Chatterji et al., 2015). Supone un importante reto para aquellos que buscan contribuir a una economía ambientalmente sostenible y socialmente justa.

3.1.5 Inicios de una estandarización

La Unión Europea ha lanzado lo que se conoce como el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE, el cual es un importante objetivo político de toda la UE que quiere promover la inversión sostenible en los 27 países del bloque. En marzo de 2019, el Parlamento y el Consejo de la UE introdujeron un nuevo reglamento para garantizar la coherencia, la divulgación de información y la transparencia en las actividades de asesores y otros participantes de los mercados financieros. Este reglamento busca establecer la forma en que los riesgos y oportunidades de ESG deben integrarse en los procesos de las empresas para favorecer los intereses de los clientes (Ward & Wu, 2019).

El plan está respaldado por un conjunto de normas nuevas y normas mejoradas. Entre estas, se encuentra el nuevo Reglamento de Divulgación de las Finanzas Sostenibles

(SFDR, por sus siglas en inglés) que tiene como objetivo clasificar mejor las credenciales de sostenibilidad de los fondos de inversión, y también la nueva Taxonomía de la UE que pretende definir por primera vez qué actividades económicas son "verdes" (Robeco, 2021b). La taxonomía describe criterios técnicos para la selección de 67 actividades económicas que pueden contribuir a la mitigación del cambio climático. Con esta nueva normativa, aquellos gestores que comercialicen activos calificados como medioambientalmente sostenibles deberán explicar y divulgar información sobre la relación que guardan con las 67 actividades descritas en la taxonomía (Ward & Wu, 2019).

En la UE vemos que se está comenzando a dar ciertos pasos hacia una mayor estandarización y transparencia de la inversión sostenibles, aunque aún no se habla de homogenizar los criterios y metodologías de las agencias de *ESG Rating*.

3.1.6 ¿Qué impacto tienen las inversiones ESG?

Como se ha ido mencionando, las inversiones sostenibles y socialmente responsables han ido creciendo en los últimos años a escalas inimaginables. Para reflejar este crecimiento se ha acudido al Informe de tendencias que publica cada dos años *Global Sustainable Investment Alliance*. El último informe publicado es el de 2018, en el cual se refleja el crecimiento de este tipo de inversiones. A principios de 2016, las inversiones sostenibles globales alcanzaron los 22.8 trillones de dólares, pasando a alcanzar 30,7 trillones de dólares en 2018, un 34% más. Sin duda las inversiones sociales y sostenibles continúan ascendiendo a nivel mundial y tienen una gran importancia en los mercados financieros. Entre las diferentes estrategias de inversión, la integración de criterios ESG aumento en un 64% del 2016 al 2018 (Global Sustainable Investment Alliance, 2018).

Aquellas empresas que prestan atención a las preocupaciones ambientales, sociales y de gobernanza experimentan un mayor nivel de rendimiento y de creación de valor, pues conlleva una mayor rentabilidad y una reducción del riesgo. La integración de los ESG en las empresas está vinculado a su flujo de caja, lo que se traduce en un crecimiento de los ingresos, una reducción de costes, minimización de intervención legales, aumento de la productividad de los empleados y optimización de la inversión y gastos de capital (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

Al integrar los criterios ESG en el negocio de la empresa se consigue un mayor crecimiento de ingresos porque atrae más clientes B2B y B2C con productos sostenibles y se consigue un mejor acceso a recursos debido a las fuertes relaciones que se generan en la comunidad en la que se opera. Se reducen costes porque supone un consumo inferior de energía y de agua. Se minimizan las intervenciones legales pues permite a las empresas lograr una mayor libertad estratégica, aliviando la presión regulatoria debido a que una solidez en materia ESG ayuda a reducir el riesgo de que sufran medidas gubernamentales adversas (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

Además, ayuda a las empresas a atraer y retener a empleados de calidad, mejorar la motivación de los mismo al inculcarles un sentido concreto del trabajo que realizan y, por tanto, lograr un aumento de productividad en general. Sin duda la satisfacción de los empleados (que se puede lograr con una propuesta solida en materia de ESG) esta positivamente relacionada con el rendimiento de sus acciones. Por último, se optimizan y aumentan los rendimientos de las inversiones al asignar mejor el capital a largo plazo (por ejemplo, instalaciones y equipos más sostenibles) y además te permite evitar inversiones que puedan no ser rentables por cuestiones medioambientales a largo plazo (Henisz, Koller, & Nuttall, 2019).

Pero eso no es todo, los criterios ESG no solo tienen un impacto en las propias empresas, si no que están influyendo en gran medida en el comportamiento de los consumidores y de los inversores (por ejemplo, esa creciente aversión a los plásticos de un solo uso es un gran ejemplo de cómo están impactando en las conductas de los consumidores). Muchos inversores valoran los criterios ESG del mismo modo que otras variables tradicionales que pueden influir en las previsiones de una determinada empresa, se están convirtiendo pues en un criterio más de evaluación para minimizar riesgos de inversión y aumentar rentabilidades (Ward & Wu, 2019). Es por ello por lo que se está dando esa tendencia masiva a valorar el comportamiento sostenible y responsable de las empresas, que sin duda impacta directamente sobre las políticas que estas toman. Esta tendencia obliga a las empresas a cambiar muchas de sus conductas y a reportar esos cambios en sus *Sustainability Reports*.

3.2 INVERSIONES ÉTICAS INSPIRADAS POR LA DOCTRINA SOCIAL DE LA IGLESIA.

“La opción de invertir en un lugar y no en otro, es siempre una opción moral” afirma San Juan Pablo II en su encíclica Centesimus Annus (36) (Juan Pablo II, 1991). Es posible identificar unas guías de inversión iluminadas por las Doctrina Social de la Iglesia (DSI) que van más allá de los criterios ESG, o de Inversión Socialmente Responsable, asumiendo y superando estos criterios en cuanto a exigencias morales. La Iglesia Católica a través de sus enseñanzas, como las encíclicas, no pretende entrar de forma directa y formal en cuestiones técnicas que no son de su competencia y que no domina, como el campo de los mercados financieros, sino que habla desde su experiencia como experta en la humanidad. Por ello, la Iglesia no pretende dar soluciones concretas que se deban seguir de forma rígida, sino que se sitúa en un plano de grandes principios y a partir de ellos el hombre puede diseñar su proyecto de forma creativa (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

La DSI reconoce la importancia que tienen las dinámicas financieras, los mercados y los productos de inversión, como elementos fundamentales para el desarrollo económico y el progreso humano. Por ello, es importante definir un marco ético en el cuál enmarcar las inversiones para que verdaderamente contribuyan al desarrollo humano. Toda inversión tiene un componente moral, y es posible definir una serie de criterios o principios que están alineados con los productos de inversiones ESG, pero que cambien el foco y lo pongan en la persona (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

San Juan Pablo II afirmaba que la dimensión moral de toda acción humana, libre y consciente, no se puede evitar. Toda actividad humana lleva consigo, por lo tanto, una dimensión ética o moral, lo cual aplica también a toda actividad económica, empresarial y financiera. Además, no hay necesidad de sacrificar rentabilidad por integridad, pues al utilizar un “filtro” ético los inversores pueden elegir entre una amplia gama de empresas, de todos los sectores y ubicaciones geográficas, a la vez que se sienten conformes con sus inversiones, no entrando en conflicto con sus valores católicos. Al utilizar este tipo de criterios, los inversores pueden estar seguros de que su dinero no

se está usando para financiar el mal, contaminar el mundo o violar derechos humanos (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

La capacidad de adquirir, poseer, administrar y disponer de bienes y activos financieros no es un fin en sí mismo, afirma la Conferencia Episcopal Austriaca, es un medio para dar fruto, para obtener una rentabilidad y poner los talentos al servicio de la sociedad, y por tanto, tener un impacto. Al invertir generas demanda, y por tanto al excluir ciertos mercados o empresas, indirectamente quitas demanda de esos segmentos y con ello generas cambios en el sistema (Austrian Bishop's Conference, 2018). Es posible definir una inversión moralmente sostenible que no solo tenga en cuenta objetivos de rentabilidad, liquidez y seguridad de las inversiones, sino que añada unos objetivos morales no financieros. Para lograr estos objetivos no financieros, se pueden definir y emplear unos criterios que te sugieran donde invertir y donde no, o mostrar de manera activa cuales son las consecuencias de una inversión u otra (Deutsche Bishopskonferenz & Zentralkomitee der deutschen Katholiken).

El objetivo fundamental de la conducta financiera de la Iglesia es respetar la dignidad de la persona, que sea el hombre el centro de toda actividad financiera, en la carta pastoral *Gaudium et Spes* queda reflejado de una manera muy clara: *“También en la vida económico-social deben respetarse y promoverse la dignidad de la persona humana, su entera vocación y el bien de toda la sociedad. Porque el hombre es el autor, el centro y el fin de toda la vida económico-social (Pablo IV, 1965).* La persona humana, tal y como enseña la Iglesia, debe ser entendida como el principio, sujeto y el fin de toda institución social, incluyendo el marco de las finanzas, dado que el hombre está llamado a ser el centro y autor de toda actividad económica. Es de este principio de donde nace esta ética inspirada por la DSI que impulsa un nuevo “estilo” de inversión, donde lo que se busca fundamentalmente es el proteger la dignidad de la persona y preservar la creación obra hecha para ser dominada y cuidada por el hombre (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

El hombre es, por tanto, el principio ético de donde emanan los criterios de inversión católicos que inspiran las decisiones de invertir en un lugar u otro. El hombre como

individuo, en la sociedad y con la creación (Deutsche Bishopskonferenz & Zentralkomitee der deutschen Katholiken):

- Como individuo: el hombre, como criatura de Dios, debe ser protegido desde su concepción hasta su muerte por el valor inalienable que tiene su vida.
- En la sociedad: la sociedad debe ser diseñada y formada de manera que permita al hombre desarrollarse como seres sociales.
- Con la creación: los recursos de la creación deben ser utilizados de tal manera que se permita desarrollar la vida de la humanidad asegurando que es protegida para que perdure de una generación a otra.

El mundo ha sido creado para los hombres, y estos se encuentran con la responsabilidad de cuidar esta creación y protegerla, pero también de dominarla y trabajarla. Si bien es cierto, el hombre se encuentra con la limitación de bienes y recursos planetarios al igual que con una falta de recursos económicos. Tal hecho se ha dado a lo largo de la historia del hombre, y por tanto al contar con esta responsabilidad de administrar los bienes de la creación, la dimensión ética de la actividad económica podría resumirse en hacerse las siguientes preguntas: ¿Qué producir?, ¿Para quién producir?, ¿Cómo producir?, ¿Cómo distribuir lo producido?, y ¿Cómo consumir lo producido? Esto es lo que la Iglesia se lleva formulando a lo largo de muchos años y constituye el origen de los principios, criterios y orientaciones que inspiran la ética financiera acorde con la DSI (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

“Toda actividad humana, en efecto, está llamada a producir fruto, sirviéndose con generosidad y equidad de los dones que Dios pone originalmente a disposición de todos. [...] Esa llamada constituye una invitación permanente a la libertad humana” (Congregación para la Doctrina de la Fe y Dicasterio para el servicio del desarrollo humano integral, 2018).

Dentro de este “estilo” de inversión, inspirado por la DSI, es posible identificar tres tipos de estrategias fundamentales, que coinciden con algunas de las estrategias de inversión socialmente responsable (Deutsche Bishopskonferenz & Zentralkomitee der deutschen Katholiken):

1. Criterios de exclusión: Excluir del universo inversor aquellas empresas, sectores o actividades que comprometen los valores católicos de la persona. (Prevenir)
2. Best-in-class approach: seleccionar aquellas inversiones que mejor se adaptan a los criterios éticos y con ello lograr una mejora constante y progresiva de la cartera. (promover)
3. Engagement: tratar de influir en las propias empresas para que cambien algunas de sus actividades. Ejercer una estrategia de participación activa en aquellas empresas en las que se invierte: ejerciendo las responsabilidades normales como accionista, votando, apoyando las políticas de la empresa acordes con los valores éticos y oponiéndose a aquellas que entren en conflicto con los mismos. (influir, cambiar) (USCCB, 2003).

Cuando verdaderamente se pone la actividad financiera al servicio de la economía real y se logra insertar un marco institucional robusto, eficiente y sobre todo ético, las finanzas son un elemento fundamental para conseguir el bien común y respetar la dignidad de toda persona humana (Fernández-Fernández & Blázquez Bernaldo de Quiros, 2020).

El dinero es en sí mismo un buen instrumento, que es puesto en las manos del hombre y del cual puede disponer en su libertad, pudiendo ampliar sus posibilidades. Sin embargo, debe disponerse con cuidado, pues el dinero puede ponerse fácilmente en contra del hombre. Lo mismo ocurre con la multitud de instrumentos financieros que hay en el mundo a disposición del hombre para obtener rentabilidad, como bien dice la DSI: *“debe buscarse siempre el beneficio, pero nunca a toda costa, ni como referencia única de la acción económica”* (11) (Congregación para la Doctrina de la Fe y Dicasterio para el servicio del desarrollo humano integral, 2018). Es por ello, que siguiendo el Magisterio Católico se presentan a continuación una serie de criterios que pueden guiar las inversiones de aquellos que quieran seguir la DSI y poner al hombre en el centro de sus actividades financieras, y como se demostrará posteriormente no supondrá un recorte en la rentabilidad para sus carteras.

3.2.1 Criterios Católicos para invertir

En primer lugar, dos principios fundamentales deben guiar la acción de invertir. Por un lado, la rentabilidad financiera, se debe buscar una administración financiera responsable de los recursos económicos que permita obtener una rentabilidad, es decir un dar fruto a los recursos de los que se dispone. Por otro lado, la acción de invertir debe seguir unos criterios éticos y sociales, basados en la moral católica (en las virtudes de prudencia y de justicia), para ello es importante fijarse en los productos y servicios que producen las empresas y en las políticas que desarrollan las mismas. En definitiva, la acción de invertir debe busca rentabilidad financiera sin comprometerse con la moral católica (USCCB, 2003).

Dado que no existe como tal un documento oficial del Vaticano en donde se recojan unas directrices de inversión para los católicos que quieran invertir su dinero sin comprometer sus creencias, ha sido necesario buscar que es lo que distintas Conferencias Episcopales indican al respecto. Por lo tanto, tras la lectura de diferentes propuestas de inversión de las Conferencias Episcopales de Estados Unidos, Austria, Alemania, Francia e Italia, ha sido posible definir una serie de principios o criterios que guíen las inversiones de aquellas personas con sensibilidad católica que no quiera comprometer sus creencias a sus inversiones. A continuación se presentan dichos criterios basándose siempre en los que la DSI enseña:

- 1. Protección de la vida humana:** *“La vida humana ha de ser tenida como sagrada, porque desde su inicio es fruto de la acción creadora de Dios y permanece siempre en una especial relación con el Creador, su único fin. Sólo Dios es Señor de la vida desde su comienzo hasta su término; nadie, en ninguna circunstancia, puede atribuirse el derecho de matar de modo directo a un ser humano inocente”* (CCE, n. 2258.). La vida humana tiene un carácter sagrado para la Iglesia, se defiende desde su concepción hasta su muerte. No es de extrañar que este sea el primer criterio que guie la acción de invertir. A su vez, es posible desglosar este principio en “subcriterios” que iluminen las decisiones de inversión, todos ellos relacionados con la vida humana:

Aborto: *«Antes de haberte formado yo en el seno materno, te conocía, y antes que nacieses te tenía consagrado»* (Jr 1, 5). Todas las Conferencias Episcopales coinciden

en que deben excluir del universo inversor todas aquellas empresas cuyas actividades estén involucradas de manera directa en el aborto o que lo apoyen de alguna forma indirecta. Es decir, aquellas empresas que se dedican a la realización de abortos, a la producción de abortivos o que promuevan la cultura de la muerte por medio de sus políticas (ejemplo: una empresa que dona a una organización que realiza abortos o que contribuye a su aceptación, o una aseguradora que dentro de sus seguros cubre abortos). Tampoco se invertirá en la deuda de aquellos países cuyas leyes permitan el aborto.

Anticonceptivos: en la encíclica *Humanae Vitae*, Pablo IV explica que *“Dios ha dispuesto con sabiduría leyes y ritmos naturales de fecundidad que por sí mismos distancian los nacimientos. La Iglesia, sin embargo, al exigir que los hombres observen las normas de la ley natural interpretada por su constante doctrina, enseña que cualquier acto matrimonial debe quedar abierto a la transmisión de la vida”* (Pablo IV, 1968). Por ello, siguiendo la DSI, y en línea con lo recogido en las Conferencias Episcopales analizadas, no se deberá invertir en aquellas empresas que fabriquen anticonceptivos o que obtengan una parte significativa de sus ingresos de la venta de ellos, aunque no los produzcan.

Eutanasia: la práctica de la eutanasia, independientemente de los motivos o medios, consiste en poner fin a la vida de una persona disminuida, enferma o moribunda, y es por tanto moralmente inaceptable. Tanto la acción como la omisión constituyen un homicidio grave contra la dignidad de la persona humana y contrario al respeto de Dios vivo, su creador (CCE, n.2277.). De las cinco Conferencias Episcopales analizadas, solamente la Austriaca menciona la eutanasia como un criterio de exclusión, afirmando que no se podrá invertir en aquellas empresas o estados que estén relacionados con la eutanasia (Austrian Bishop’s Conference, 2018).

Investigación con células embrionarias y clonación humana: La Congregación para la Doctrina de la Fe explica que *“Ninguna finalidad, aunque fuese en sí misma noble, como la previsión de una utilidad para la ciencia, para otros seres humanos o para la sociedad, puede justificar de algún modo las experiencias sobre embriones o fetos humanos vivos, viables o no, dentro del seno materno o fuera de él. El consentimiento*

informado, requerido para la experimentación clínica en el adulto, no puede ser otorgado por los padres, ya que éstos no pueden disponer de la integridad ni de la vida del ser que debe todavía nacer. Por otra parte, la experimentación sobre los embriones o fetos comporta siempre el riesgo, y más frecuentemente la previsión cierta, de un daño para su integridad física o incluso de su muerte” (Congregación para la Doctrina de la Fe, 1982). Por tanto, se excluye del universo inversor aquellas compañías que se dediquen a la investigación científica de fetos o embriones humanos que impliquen el fin de la vida humana prenatal, que haga uso de los tejidos derivados de abortos o que viole la dignidad de la persona en desarrollo. Tampoco se invertirá en aquellas que realicen clonaciones humanas o que estén involucradas en la venta de embriones humanos.

Pena de muerte: La Iglesia enseña, a la luz del Evangelio, que «la pena de muerte es inadmisibile, porque atenta contra la inviolabilidad y la dignidad de la persona» (Discurso del Santo Padre Francisco con motivo del XXV Aniversario del Catecismo de la Iglesia Católica, 11 de octubre de 2017), y se compromete con determinación a su abolición en todo el mundo (CCE, n.2267.). No se invertirá en aquellos países donde se permita y sea legitima la pena de muerte.

Tabla 4: Resumen del principio de Protección de la Vida Humana³

Protección de la Vida Humana	USCCB's Investment policies	Conferencia Episcopal Austriaca	Deutsche Bishopskonferenz	Conferencia Episcopal Italiana	Conferencia Episcopal Francesa
Aborto	X	X	X	X	X
Anticonceptivos	X	X	X	X	X
Eutanasia		X			
Investigación/Clonación	X	X	X	X	X
Pena Muerte	X		X	X	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de los distintos documentos de las Conferencias Episcopales

- 2. Protección de la Dignidad Humana:** *“Dios no hace acepción de personas, porque todos los hombres tienen la misma dignidad de criaturas a su imagen y semejanza. La Encarnación del Hijo de Dios manifiesta la igualdad de todas las personas en cuanto*

³ Con estas tablas se pretende mostrar de manera resumida en que Conferencias Episcopales se recogen dichos subcriterios.

a dignidad [...] Puesto que en el rostro de cada hombre resplandece algo de la gloria de Dios, la dignidad de todo hombre ante Dios es el fundamento de la dignidad del hombre ante los demás hombres. Esto es, además, el fundamento último de la radical igualdad y fraternidad entre los hombres, independientemente de su raza, Nación, sexo, origen, cultura y clase.” (Compendio de la doctrina social de la Iglesia, n.144-145.). El segundo criterio que debe guiar las inversiones desde la DSI es el de la búsqueda y protección de la dignidad inalienable de toda persona, que a su vez puede desglosarse en “subcriterios” que permitan plasmar ese respeto a dignidad humana en el universo inversor:

Derechos humanos: El Magisterio de la Iglesia evalúa positivamente la Declaración Universal de los Derechos del Hombre proclamada por las Naciones Unidas el 10 de diciembre de 1948, que San Juan Pablo II definió como *“una piedra miliar en el camino del progreso moral de la humanidad”*. La DSI afirma que la raíz de los derechos del hombre se debe buscar en la dignidad que pertenece a todo ser humano. Esta dignidad se descubre y se comprende con la razón, pero el fundamento natural de los derechos aparece aún más sólido a la luz de la fe, ya que la dignidad humana, *“después de haber sido otorgada por Dios y herida profundamente por el pecado, fue asumida y redimida por Jesucristo mediante su encarnación, muerte y resurrección.”* (Pontificio Consejo para la Justicia y la Paz, 2004). Este criterio implicaría el uso de la estrategia de “engagement” para tratar de promover y apoyar de manera activa decisiones de accionistas que protejan y promuevan los derechos humanos. Por ejemplo, con el uso de resoluciones de accionistas que proporcionen salarios, condiciones de trabajo y otras prestaciones sociales justas, que permitan a los empleados satisfacer sus necesidades básicas (el trabajo es una expresión de la dignidad humana). Este criterio implica, también, el dejar de invertir en aquellas empresas o países que no proporcionen y protejan los derechos humanos de sus trabajadores o de sus ciudadanos, por ejemplo en aquellos en los que no se permita la libertad de asociación, la eliminación del trabajo forzoso, la abolición del trabajo infantil o la eliminación de la discriminación en materia de empleo.

Pornografía: *“La pornografía [...] ofende la castidad porque desnaturaliza la finalidad del acto sexual. Atenta gravemente a la dignidad de quienes se dedican a ella*

(actores, comerciantes, público), pues cada uno viene a ser para otro objeto de un placer rudimentario y de una ganancia ilícita. Introduce a unos y a otros en la ilusión de un mundo ficticio. Es una falta grave.” (CCE, n.2354.). Por ello, no se invertirá en compañías que produzcan, promuevan o participen de manera indirecta en la pornografía, ya que es una explotación del cuerpo humano y desvirtúa a la persona.

Conductas Adictivas: hay determinados productos y sustancias que generan adicciones y esclavizan a las personas no dejándolas ser dueñas de sus cuerpos, y por tanto coartando su libertad. Por ello, no se deberá invertir en aquellas empresas que producen o comercializan productos o sustancias que generan conductas adictivas. Este tipo de negocios pueden ir desde la producción y comercialización de juegos adictivos, hasta aquellos que producen y fomentan el consumo de tabaco y alcohol. La Iglesia considera que la adicción es una enfermedad que amenaza la vida. No obstante, se puede aceptar el consumo limitado y responsable de tabaco y alcohol, por lo que no se espera que se aplique la exclusión total, sino que se analicen las empresas para ver qué tipo de políticas de comercialización utilizan y si incitan a conductas adictivas o no, ya que no es el producto en sí mismo el que genera la degradación, sino el uso distorsionado que se hace de él.

Gobernanza de países: la dignidad de la persona la garantizan los gobiernos de los países asegurando y salvaguardando los derechos y libertades de sus ciudadanos. Por ello, se considera que aquellos países en los que hay una restricción grave, persistente y sistemática de los derechos humanos no pueden ser objeto de inversiones. Como pueden ser aquellos regímenes totalitarios o dictaduras militares que destrozan el carácter de los ciudadanos, dado que la vida humana no puede desarrollarse libremente. Además, se excluirán aquellos países donde haya corrupción, uno de los mayores obstáculos para el desarrollo sostenible, condenado por la Iglesia ya que es una de las principales causas de la pobreza y el subdesarrollo. Por último, se deberá comprobar que los estados cumplen con las reglas de funcionamiento del mercado y prácticas competitivas, preocupados por promover la equidad en los intercambios económicos.

Fomento de la responsabilidad corporativa: se invertirá en aquellas empresas que lleven a cabo prácticas de responsabilidad social corporativa, en las cuales se eviten escándalos y controversias donde se vea amenazada la dignidad humana. Se excluirá del universo inversor aquellas empresas que estén envueltas o hayan estado envueltas en casos graves de blanqueo de capitales o de financiación al terrorismo internacional (problema cada vez más latente en los mercados financieros). También se vigilará que las empresas no estén envueltas en casos de corrupción, datos falsificados o de contabilidad fraudulenta. Es decir, se excluirán aquellas empresas que desarrollen prácticas desleales y poco éticas que distorsionen el mercado. La Iglesia se preocupa por el respeto de las reglas del buen gobierno que permiten y promueven la convergencia entre el orden económico y la regla moral.

Tabla 5: Resumen del principio de Protección de la Dignidad Humana

Protección de la Dignidad Humana	USCCB's investment policies	Conferencia Episcopal Austriaca	Deutsche Bishopskonferenz	Conferencia Episcopal Italiana	Conferencia Episcopal Francesa
Derecho Humanos	X	X	X	X	X
Pornografía	X	X	X	X	
Conductas adictivas		X	X	X	
Gobernanza		X	X	X	X
Responsabilidad corporativa	X	X	X	X	X

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de los distintos documentos de las Conferencias Episcopales

3. Reducción de las armas⁴: a medida que va evolucionando la industria armamentística, se va incrementando la acumulación de armas para la seguridad y la defensa. Básicamente esta acumulación de armas sirve para poder aterrizar a posibles adversarios y así evitar un posible ataque. Muchos consideran esta carrera armamentística como el método más eficaz para asentar y preservar la paz entre las naciones. La posición de la Iglesia al respecto es clara, así lo afirma Pablo IV en *Gaudium et Spes*: “la carrera de armamentos, a la que acuden tantas naciones, no es camino seguro para conservar firmemente la paz, y que el llamado equilibrio de que ella proviene no es la paz segura y auténtica. De ahí que no sólo no se eliminan las causas de conflicto, sino que más bien se corre el riesgo de agravarlas poco a poco. Al

⁴ En el caso de este principio no se incluye una tabla resumen ya que todas las Conferencias Episcopales incluyen este principio en sus propuestas de guías de inversión.

gastar inmensas cantidades en tener siempre a punto nuevas armas, no se pueden remediar suficientemente tantas miserias del mundo entero. En vez de restañar verdadera y radicalmente las disensiones entre las naciones, otras zonas del mundo quedan afectadas por ellas. Hay que elegir nuevas rutas que partan de una renovación de la mentalidad para eliminar este escándalo y poder restablecer la verdadera paz, quedando el mundo liberado de la ansiedad que le oprime” (Pablo IV, 1965). Por lo tanto, se evitará invertir en empresas dedicadas principalmente a la producción o ventas de armas de destrucción masiva, como las armas nucleares, biológicas y químicas, así como las minas antipersonales y las municiones en racimo. No se excluirán las empresas que se dedican a la producción y venta de armas convencionales pues estas se utilizan para la defensa, como, por ejemplo, las fuerzas policiales las emplean para garantizar el orden público.

Los criterios descritos hasta el momento entrarían bajo las categorías de “social” y “governance” de los criterios ESG (Environmental, Social and Governance).

- 4. Protección de la creación:** la creación es el inmenso don que Dios ha dado a los hombres, el Papa Francisco enfatiza muy frecuentemente la importancia de que el hombre custodie y proteja la creación al igual que custodia su vida, pues tan íntimamente conectadas. En su encíclica *Laudato Si'* afirma que: *“si ya no hablamos el lenguaje de la fraternidad y de la belleza en nuestra relación con el mundo, nuestras actitudes serán las del dominador, del consumidor o del mero explotador de recursos, incapaz de poner un límite a sus intereses inmediatos. En cambio, si nos sentimos íntimamente unidos a todo lo que existe, la sobriedad y el cuidado brotarán de modo espontáneo* (Francisco, 2015). También hace un llamamiento al desafío urgente de proteger nuestra casa común, la creación, y la necesidad de que unir a toda la humanidad en la búsqueda de un desarrollo sostenible e integral (Francisco, 2015). Por ello, las políticas de inversión deberán promover y apoyar resoluciones que fomenten la preservación del patrimonio ecológico del planeta por medio de iniciativas para la conservación de energía, desarrollo de recursos energéticos alternativos renovables y limpios, preservación de la diversidad biológica y la disminución de los gases del efecto invernadero entre otras. Se excluirán aquellas empresas que tienen o han tenido graves disputas y escándalos relacionados con la

contaminación del medio ambiente, y que llevan a cabo prácticas que contribuyen a la degradación del mundo. Se debe buscar la preservación de la vivienda común, especialmente protegerla para las generaciones futuras.

Todos los criterios expuestos hasta ahora quedan recogidos en al menos una de las Conferencias Episcopales analizadas, que han emitido documentos donde exponen unas guías de inversión para aquellos inversores con sensibilidad católica. Sin embargo, es preciso mencionar dos criterios que, aunque no sean recogidos por las Conferencias Episcopales, la DSI hace referencia a ellos y levanta la voz pues son temas que tienen una gran relevancia en la sociedad de hoy en día. Estos dos criterios son los siguientes:

Libertad Religiosa: En el catecismo de la Iglesia Católica se recoge que toda persona, creada a imagen de Dios, tiene el derecho natural de ser reconocida como libre y responsable, que debe ser reconocido y protegido civilmente. Esta libertad se expresa de manera especial en materia religiosa y moral, la libertad religiosa es *“una exigencia inseparable de la dignidad del hombre”* (CCE, n 1738 y 1747). Este criterio se traduce en no invertir en aquellas empresas o países que llevan a cabo conductas o políticas que atacan o no permiten a las personas de ejercer su derecho a libertad religiosa de cualquier credo.

Ideología de género: desde una perspectiva católica, la institución del matrimonio y de la familia está sufriendo un grave ataque debido a la creciente imposición de la ideología de género. En palabras del Papa Francisco en la exhortación apostólica *Amoris Laetitia* (56): *“Otro desafío surge de diversas formas de una ideología, genéricamente llamada gender, que «niega la diferencia y la reciprocidad natural de hombre y de mujer. Esta presenta una sociedad sin diferencias de sexo, y vacía el fundamento antropológico de la familia. Esta ideología lleva a proyectos educativos y directrices legislativas que promueven una identidad personal y una intimidad afectiva radicalmente desvinculadas de la diversidad biológica entre hombre y mujer. La identidad humana viene determinada por una opción individualista, que también cambia con el tiempo»”* (Francisco, 2016). Por ello, no se invertirá en empresas ni países cuyas políticas promuevan y reconozcan esta ideología, y por lo tanto que supongan un ataque a la

concepción antropológica del hombre, y que por tanto desvirtúen la institución del matrimonio y la familia.

Estos dos criterios, como ya se ha mencionado, no quedan recogidos por ningún documento episcopal como tal, sin embargo, si son mencionados y definidos en las Guías de Inversión de la empresa de asesoramiento Altum Faithful Investing (Altum Faithful Investing, 2021).

A través de estos criterios de inversión es posible plasmar el Magisterio de la Iglesia Católica en una cartera de inversión, de manera que aquellas personas que quieran invertir y dar fruto a su dinero de una manera coherente con su fe, puedan hacerlo.

4. ANÁLISIS DEL EURO STOXX 600

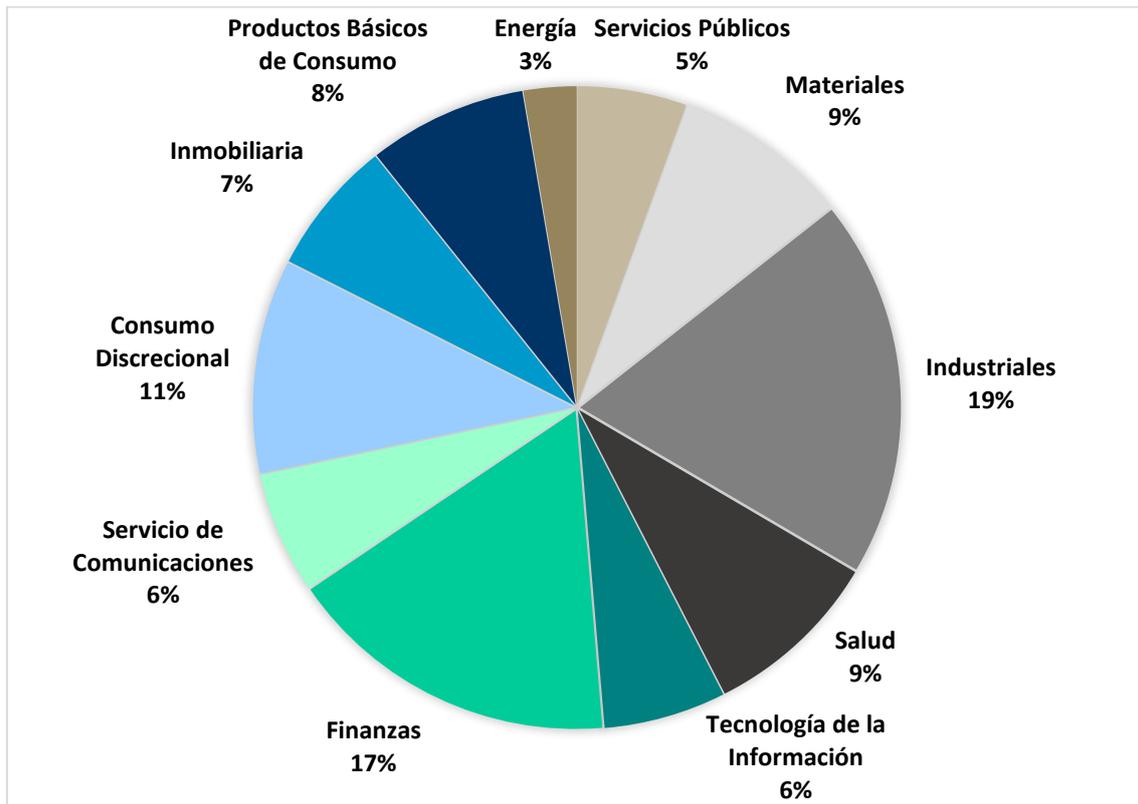
Tomando como muestra las 600 empresas del Euro Stoxx 600⁵, que recoge las principales compañías europeas, se analizará, en primer lugar, las calificaciones que han recibido por seis de las principales agencias de calificación, para analizar si realmente existe o no una discrepancia entre lo que dicen unas agencias y otras. En segundo lugar, teniendo en cuenta los criterios católicos descritos, y utilizando los datos proporcionados por Altum Faithful Investing⁶, se realizará una cartera con aquellas empresas del Euro Stoxx que cumplen con los criterios católicos y una cartera con las que no cumplen. A partir de ello, se comparará la rentabilidad anualizada a tres, cinco y diez años de ambas carteras para comprobar si invertir según el Magisterio Católico implica renunciar a rentabilidad o no.

En la siguiente ilustración queda reflejada la distribución de los sectores GICS de las empresas del Euro Stoxx 600. Tal y como muestra el gráfico, predominan las empresas del sector industrial, con un 19% del total, y el sector financiero con un 17%.

⁵ En el Anexo I se encuentra el listado de las empresas.

⁶ Altum Faithful Investing es una empresa de asesoramiento que tiene como misión “asesorar la gestión de las inversiones de nuestros clientes con profesionalidad, buscando siempre dos objetivos: obtener una adecuada rentabilidad y que la cartera de inversión cumpla en todo momento el magisterio de la Iglesia Católica” (<https://altum-fi.com/>). Altum analiza las compañías utilizando sus propias guías de inversión (Altum Investment Guidelines) que se basan en el Magisterio Católico, y recogen ese análisis en una herramienta (el Altum Explorer) que permite a sus clientes ver si una empresa cumple o no con las guías de Altum. Para la realización de este trabajo se ha utilizado el Altum Explorer con permiso de la empresa.

Ilustración 2 Distribución sectores GICS del Euro Stoxx 600



4.1 Demostración de la inconsistencia de las calificaciones ESG

En primer lugar, antes de proceder al análisis de las calificaciones de las empresas del Euro Stoxx 600, conviene puntualizar que es lo que miden cada una de las agencias y de las calificaciones que se van a estudiar. Pues simplemente leyendo la tabla del Anexo II⁷ se puede llegar a la conclusión de que es difícil comparar los distintos “ratings” pues cada uno tiene una escala distinta, y por ello es necesario matizar como puntúa cada proveedor. Se han extraído las seis calificaciones disponibles en Bloomberg para las empresas del Euro Stoxx 600 a quince de marzo de 2021, aunque cabe matizar que no todas las compañías tienen calificaciones de todas las agencias.

La primera calificación que se recoge es el *Bloomberg ESG Disclosure Score*, que es la puntuación propia que proporciona Bloomberg, y se basa en el alcance de la divulgación de información ambiental, social y de gobierno de una empresa. Las empresas que no divulgan información ESG tienen un “n/a”. La puntuación oscila entre

⁷ Se ha cogido una muestra de 20 empresas de las 600 para poder comprobar con facilidad los diferentes ratings.

0,1, para las empresas que revelen poca información, y 100 para las que revelan todos los datos recogidos por Bloomberg. En definitiva, este *score*, mide la cantidad de datos ESG que una empresa comunica públicamente, y por lo tanto no mide el rendimiento de la empresa, por lo que en lo que respecta a este análisis no aporta mucha información y no será utilizado para extraer resultados.

La siguiente ponderación recogida es *ISS Quality Score* mide exclusivamente las prácticas de gobierno de la empresa, con una puntuación que oscila entre 1, que es la mejor puntuación y 10 que es la peor. Por otro lado, está el *CDP Climate Score*, el cual refleja el nivel de compromiso de la empresa con la mitigación del cambio climático, la adaptación y transparencia de sus políticas y acciones. Estas dos agencias entrarían dentro de las calificadas como especialistas ya que miden un factor, criterio, o comportamiento muy concreto de las empresas. Para el análisis que se está tratando de hacer, no reflejan información importante pues son difícilmente comparables con el resto de las calificaciones que no miden aspectos tan concretos.

Las siguientes agencias recogidas son Sustainalytics, RobecoSam y MSCI, las cuales entrarían dentro de la clasificación de integrales o exhaustivas. Las puntuaciones de estas tres agencias si permitirán llevar a cabo el análisis que se quiere reflejar en el presente trabajo. Las tres agencias recogen una puntuación que mide el comportamiento de la empresa en las tres variables: ambientales, sociales y de gobernanza, y por ello con estas puntuaciones si se pueden hacer comparaciones. Ahora bien, es necesario comprender como lo miden y que escala utilizan:

- Sustainalytics y RobecoSam utilizan una escala de 0 a 100, siendo 100 lo mejor y 0 lo peor.
- MCSI utiliza una escala que va de AAA, siendo lo mejor, a CCC siendo lo peor. Para facilitar el análisis se ha acudido al informe oficial de MSCI donde se desarrolla la metodología empleada en sus *ratings*, de la cual se ha extraído el siguiente cuadro:

Tabla 6: Ajuste de rango de las calificaciones de MSCI

MSCI Rating	Ponderación ajustada a una escala de 0-100
AAA	86 - 100
AA	71 - 86
A	57 - 71
BBB	43 - 57
BB	29 - 43
B	14 - 29
CCC	0 - 14

Fuente: Elaboración propia en base al MSCI ESG RATINGS METHODOLOGY Report 2019

Para facilitar la comparación de los resultados de las empresas se han convertido los *ratings* de MSCI a numéricos, siguiendo la tabla 6. Se ha otorgado a cada calificación el valor medio del rango que se les ha asignado en la metodología, quedando de la siguiente manera:

Tabla 7: Ajuste de las calificaciones de MSCI

MSCI Rating	Ponderación ajustada a una escala de 0-10
AAA	93
AA	79
A	64
BBB	50
BB	36
B	22
CCC	7

Fuente: Elaboración propia.

Una vez explicados los significados de las distintas puntuaciones ESG de las agencias y hecho los ajustes necesarios, es posible comenzar el análisis de las empresas del Euro Stoxx 600. Lo primero de todo, es necesario excluir de la muestra aquellas empresas que no tienen calificaciones de las tres agencias pues no es posible analizar las diferencias en sus puntuaciones. En total se han excluido para la realización de esta parte del análisis 231 empresas.

Al tener que prescindir de estas 231 empresas en el análisis, partimos de una muestra de 369 empresas, de las cuales se irán analizando las calificaciones de ESG por sectores GICS para que resulte más sencillo poder apreciar las diferencias entre las calificaciones de las tres agencias.

4.1.1 Empresas de consumo discrecional

Tabla 8: Empresas de consumo discrecional⁸

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
BERKELEY GR.HLDGS.	64	66,67	93
HUSQVARNA (B)	69	82,50	79
ELECTROLUX B	94	100,00	79
KINGFISHER	77	98,55	93
VALEO	92	98,31	93
TAYLOR WIMPEY	86	75,00	79
SEB S.A.	63	85,00	64
WHITBREAD	71	98,43	79
PANDORA	47	85,71	93
BARRATT DEVELOPMENTS	77	100,00	93
ACCOR	57	99,21	64
BURBERRY GROUP	98	88,57	93
INTERCONT HOTELS RG	95	86,61	79
PERSIMMON	59	50,00	50
NEXT	77	81,16	79
RENAULT	58	42,63	50
TAKEAWAY.COM HLDG.	31	55,68	50
SODEXO	97	87,40	50
SWATCH I	18	17,14	36
PUMA	87	48,57	93
ZALANDO	70	99,28	64
MICHELIN	74	94,92	79
EVOLUTION GAMING	11	2,08	79
CONTINENTAL	44	84,75	50
PORSCHE	29	72,11	7
DELIVERY HERO	28	53,03	64
FERRARI	71	40,00	50
COMPASS GR.	86	95,28	64
PADDY POWER	29	0,00	79
HENNES & MAURITZ AB	97	87,68	79
RICHEMONT	64	97,14	79
STELLANTIS BR RG	53	40,53	22
BMW ST.	100	92,63	64
ADIDAS	89	62,86	93
ESSILORLUXOTTICA	69	73,15	64
KERING	93	91,43	79
DAIMLER	42	81,05	50
INDITEX	99	100,00	93
HERMES INTL.	62	68,57	50

⁸ Los colores representan un degradado de color, verde siendo el valor más alto hasta rojo siendo el más bajo.

VOLKSWAGEN VZ.	79	10,53	7
LVMH	84	77,14	64
FAURECIA	56	91,53	36

Comenzando con las empresas de consumo discrecional, de las 42 empresas de este sector, se puede afirmar que Valeo, Taylor Wimpey, Burberry Group, Persimmon, Next, Renault, Inditex y Hermes son empresas que tienen las tres calificaciones bastante parecidas. Es decir solamente un 20% de las empresas de consumo discrecional que se están analizando muestran consistencia en sus calificaciones. También, cabe mencionar que algunas empresas muestran puntuaciones en dos de las agencias y una tercera puntuación inconsistente, como por ejemplo: Berkeley, Kingfisher, Seb, Whitbread, Takeaway.com, Swatch, Michelin, Continental, Essilorluxottica y Kering. Por otro lado, es interesante apreciar importantes discrepancias en empresas como Evolution Gaming, Porsche y VolksWagen.

4.1.2 Empresas de Energía

Tabla 9: Empresas de Energía

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
VOPAK	73	97,18	93
LUNDIN PETROLEUM	72	89,93	79
GALP ENERGIA	97	95,30	93
TENARIS	53	60,98	36
OMV	91	93,96	93
REPSOL	47	100,00	79
ENI	64	97,32	64
NESTE OIL	93	98,59	93
EQUINOR ASA	55	90,60	93
BP	67	80,54	50
TOTAL	93	96,64	64
ROYAL DUTCH SHELL	84	66,22	64

En el caso de las empresas del sector de la energía, llama la atención que la mayor parte de las empresas coinciden en dos de los tres *ratings* que se están observando. Esto ocurre en Vopak, Lundin, Tenaris, Eni, Equinor, Total y Royal Dutch (un 58% de las empresas). Además, cabe destacar que solo Repsol y BP muestran importantes inconsistencias, siendo Repsol la que más disparidad muestra. Galp, OMV y Neste tienen unas puntuaciones muy similares. Se podría decir que las calificaciones ESG del sector energético son bastante consistentes.

4.1.3 Empresas financieras

A continuación, fijando la atención en las empresas del sector financiero, cuya tabla se encuentra en el Anexo III dada la cantidad de empresas que hay en este sector, se puede sacar las siguientes conclusiones. En primer lugar, 14 de las 74 empresas presentan puntuaciones similares (un 19% de todas):

Tabla 10: Empresas financieras con calificaciones similares

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
RSA INSURANCE	78	67,78	79
AGEAS	60	64,81	50
KINNEVIK RG-B	78	68,79	79
INDUSTRIVAERDEN A	58	60,75	64
GBLGROUPE BRUXELLES LAMBERT	72	66,25	64
LEGAL & GENERAL GROUP	74	78,15	79
KBC GROEP	85	94,15	93
SWISS RE	97	84,81	93
DT. BOERSE	94	88,75	93
CREDIT AGRICOLE	62	57,09	64
INTESA SANPAOLO	94	95,65	93
AXA	99	96,30	93
ALLIANZ	98	80,00	93
BALOISE	52	44,07	50

Por otro lado, en la siguiente tabla es posible ver muchas de las empresas de este sector que tienen importantes inconsistencias entre sus calificaciones:

Tabla 11: Empresas financieras con calificaciones inconsistentes

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
WENDEL	96	64,00	79
EURAZEO	63	96,50	79
DIRECT LINE INS. GR.	37	75,56	64
COMMERZBANK	57	83,33	79
STANDARD LIFE RG	98	68,10	79
ST JAMES'S PLACE	82	34,00	79
MEDIOBANCA	72	94,50	36
HARGREAVES LANSDOWN	76	67,00	36
FINECOBANK SPA	72	54,73	64
SOFINA	11	26,25	36
CNP ASSURANCES	68	84,44	93
ADMIRAL GROUP	48	37,78	64
ERSTE BANK	69	82,84	79
CAIXABANK	96	59,95	79
DANSKE BANK	56	76,74	36
3I GROUP	81	97,75	79
EXOR HLDG	37	24,00	50

AVIVA	63	71,11	79
STANDARD CHARTERED	82	64,80	79
DT.BANK	87	52,49	64
SEB	64	92,54	79
ASS.GENERALI	91	83,70	79
CREDIT SUISSE	93	44,53	64
NATWEST GROUP	60	90,17	79
PARTNERS GR. HLDG.	86	74,00	64
DNB	57	99,38	79
NORDEA BANK	54	85,95	79
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	89	81,00	79
BANCO SANTANDER	95	69,40	50
PRUDENTIAL PLC	59	47,04	64
BNP PARIBAS	93	86,82	79
HSBC	62	78,23	50

4.1.4 Empresas industriales

En el caso de las empresas del sector industrial, la tabla con todas las calificaciones se encuentra en el Anexo IV pues también es un listado extenso. A continuación se encuentran aquellas empresas que muestran puntuaciones similares de las tres agencias (8 de las 64 empresas del sector industrial, un 12,5%):

Tabla 12: Empresas industriales con calificaciones similares

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
WARTSILA	89	91,37	93
MELROSE IND.	29	21,18	36
BOUYGUES	71	70,00	79
CNH INDUSTRIAL	100	92,09	93
SGS	97	97,37	93
VESTAS WIND	88	87,23	93
REED ELSEVIER	94	98,41	93
SCHNEIDER ELECTRIC	100	97,87	93

Además, otras 8 empresas han recibido unas puntuaciones significativamente inconsistentes:

Tabla 13: Empresas industriales con calificaciones inconsistentes

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
DCC	45	80,28	93
SMITHS GROUP	68	19,77	79
ADECCO	41	90,79	79
GEBERIT	58	100,00	79
ASHTREAD GROUP	55	34,62	79
SCHINDLER PS	55	85,61	36

WOLTERS KLUWER	53	73,81	93
EIFFAGE	56	38,57	79

4.1.5 Empresas inmobiliarias

Tabla 14: Empresas inmobiliarias

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
BRITISH LAND	77	96,30	93
LAND SECURITIES GR.	99	94,74	64
SWISS PRIME SITE	56	38,19	64
FONCIERE DES REGIONS	96	97,69	79
KLEPIERRE	70	91,90	79
GECINA	52	91,44	93
AROUNDTOWN	75	88,43	36
UNIBAIL-WFD UNIBAI	71	93,75	93
SEGRO	83	68,98	93
DT. WOHNEN I	60	60,19	79
VONOVIA	83	96,76	64

En el caso de las empresas inmobiliarias, destacan porque la mayoría de ellas han obtenido resultados parecidos en dos de las tres calificaciones (British Land, Land Securities, Fonciere des Regions, Gecina, Unibail y DT. Wohnen I). Además, cabe mencionar que ninguna de las empresas tiene puntuaciones similares de las tres agencias, lo cuál demuestra la falta de estandarización en cuanto a sus calificaciones.

4.1.6 Empresas de materiales

Tabla 15: Empresas de materiales

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
FUCHS PETROLUB SE	18	56,02	36
LANXESS	99	75,90	64
VOESTALPINE	52	82,76	79
JOHNSON MATTHEY	86	83,13	93
ARKEMA SA	96	77,11	64
FRESNILLO	56	40,74	36
POLYMETAL INTL.	93	97,73	64
CRODA INTL RG	56	93,64	93
CHR. HANSEN HLDG.	38	37,21	79
MONDI	75	84,21	93
NORSK HYDRO	75	98,55	79
SMURFIT KAPPA GROUP	50	95,74	64
SVENSKA CELLULOSA B	33	63,16	93
SOLVAY	79	80,12	93

UMICORE	50	77,71	93
YARA INTL.	49	92,17	50
COVESTRO	46	96,99	64
STORA ENSO	50	78,95	79
SYMRISE	54	96,39	64
EVONIK INDUSTRIES	74	90,36	64
HEIDELBERGCEMENT	74	29,27	79
NOVOZYMES AS	62	95,78	93
AKZO NOBEL	67	98,80	93
EMS N	12	7,83	22
UPM-KYMMENE	100	94,74	93
ANTOFAGASTA	92	84,06	79
ARCELORMITTAL	65	65,52	36
KONINKLIJKE DSM	81	100,00	93
GIVAUDAN	59	93,37	93
LAFARGEHOLCIM	86	87,80	50
CRH	91	70,73	93
SIKA	73	71,69	64
ANGLO AMERICAN	97	95,65	64
GLENORE	55	49,28	50
AIR LIQUIDE	61	62,05	64
BASF	58	69,28	79
RIO TINTO	88	66,67	64
LINDE	96	56,63	64
BOLIDEN	80	88,41	93
CLARIANT	95	97,59	79

En el caso de las empresas de materiales cabe destacar fundamentalmente que casi ninguna de las empresas muestra puntuaciones de las tres agencias que sean similares. Solamente se podría destacar a Glencore y a UPM-Kymmene. El resto muestran inconsistencias de las tres puntuaciones, como Svenska Cellulosa que es la que más llama la atención, o en dos de las tres puntuaciones como Yara Intl o Novozymes AS. Por lo general estas empresas han recibido calificaciones ESG contradictorias.

4.1.7 Empresas de productos de consumo básico

Tabla 16: Empresas de productos de consumo básico

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
WM MORRISON SUPERMARKETS	60	34,67	79
SAINSBURY (J)	52	69,33	93
HAKON INVESTMENT	76	52,00	93
ORKLA	86	87,43	93
REMY COINTREAU	38	50,82	64
JERONIMO MARTINS	63	100,00	79
KESKO B	92	98,67	93

COCA-COLA HBC	98	95,63	93
BARRY CALLEBAUT	45	97,27	79
SWEDISH MATCH	25	72,13	79
MOWI ASA	50	62,30	79
CARREFOUR	94	85,33	79
IMPERIAL BRANDS	50	72,68	64
LINDT AND SPRUENGLI	55	53,01	64
KERRY GROUP A	56	67,21	79
ESSITY (B)	93	96,88	93
TESCO	84	56,00	79
CARLSBERG B	51	70,49	93
ASSOCIATED BRITISH FOODS	65	49,18	79
BEIERSDORF	50	53,13	79
HEINEKEN HLDG.	89	84,15	64
KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	98	80,00	64
HENKEL VZ.	50	93,75	79
DANONE	90	94,54	93
PERNOD RICARD	66	89,07	79
RECKITT BENCKISER	86	75,00	64
HEINEKEN	91	86,89	79
BRIT.AMER.TOBACCO	100	77,05	50
DIAGEO	94	80,87	93
ANHEUSER-BUSCH INBEV	53	54,10	79
L'OREAL	67	87,50	93
NESTLE	91	91,26	79
DINO POLSKA	37	21,33	22
COLRUYT	30	38,67	64

De las empresas de productos de consumo básico cabe resaltar que solamente cuatro tienen unas calificaciones parecidas: Kesko, Coca-Cola HBC, Essity y Danone. También es sorprendente las calificaciones contradictorias de Hakon Investment, Barry Callebaut, Henkel y British American Tobacco. Por lo general, al igual que el sector anterior, estas empresas presentan también importantes inconsistencias en sus calificaciones ESG.

4.1.8 Empresas de salud

Tabla 17: Empresas de salud

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
ORION B	55	75,30	79
VIFOR PHARMA	68	53,85	93
WILLIAM DEMANT	51	51,68	64
QIAGEN	73	48,18	64
GRIFOLS	93	45,75	50
CARL-ZEISS MEDITEC	56	67,79	64

BIOMERIEUX	89	93,29	64
SONOVA	97	100,00	79
SMITH & NEPHEW	90	57,05	64
UCB	63	83,00	64
STRAUMANN N	57	61,07	64
FRESENIUS MED.CARE	85	68,46	50
GENMAB A/S	53	59,26	79
FRESENIUS	79	36,36	50
COLOPLAST	86	97,99	79
LONZA	65	56,28	93
KONINKLIJKE PHILIPS	99	98,66	36
SIEMENS HEALTHINEERS	54	37,58	36
MERCK KGAA	72	98,38	93
GLAXOSMITHKLINE	99	89,47	79
SANOFI	96	85,83	50
ASTRAZENECA	95	71,66	79
NOVO-NORDISK	74	93,52	93
NOVARTIS N	91	95,14	64
ROCHE GS	100	91,50	64
BAYER	66	83,81	36
IPSEN	78	66,40	64

Las empresas de este sector se caracterizan por presentar unas calificaciones parecidas en dos de las agencias, pero prácticamente ninguna muestra cierta consistencia en las tres agencias. En este sentido, se puede destacar William Demant, Grifols, UCB, Siemens Healthineers y Novo-Nordisk. Resulta interesante ver que cuando esto ocurre, es decir, cuando las empresas presentan calificaciones similares entre dos de las tres agencias no hay una tendencia a que sean siempre las dos mismas agencias las que coinciden. Esto apunta a esa falta de consistencia en el empleo de métricas y metodologías.

4.1.9 Empresas de servicios de comunicación

Tabla 18: Empresas de servicios de comunicación

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
SES SA	60	47,62	64
CD PROJECT	43	2,65	50
PROXIMUS	66	59,69	64
AUTO TRADER	71	28,80	64
PEARSON	96	97,62	64
TELEFONICA DEUTSCHLAND	57	86,05	79
UNITED INTERNET	52	45,74	36
TELE2 -B-	61	49,61	93
SCHIBSTED	67	47,95	64
ELISA COMMUNICATION	43	58,91	79

ILIAD SA	34	51,94	36
ADEVINTA-B RG	94	67,05	64
TELECOM ITALIA	97	96,90	50
BOLLORE	85	12,00	22
KPN	96	93,80	93
PUBLICIS GROUPE	90	91,27	64
WPP	79	87,30	79
TELIA	45	81,40	93
BT GROUP	58	79,84	79
TELEFONICA	84	94,57	64
TELENOR	53	57,36	93
SWISSCOM	73	98,45	93
ORANGE	64	85,27	64
VIVENDI	76	74,60	79
VODAFONE	65	82,95	79
DT.TELEKOM	94	100,00	50

En este sector se observa que solamente Proximus, KPN y Vivendi tienen las tres calificaciones muy similares, lo cual es un porcentaje muy bajo de toda la muestra de empresas de este sector. Además hay muchas empresas que tienen dos de las tres calificaciones parecidas, como son SES SA, Pearson, Schibsted, Iliad Sa, Telecom Italia, y Publicis Groupe entre otras. Por último, destacan CD Project, Auto Trader, Telefonica Deutschland, Tele2 y Bollore por tener inconsistencias importantes.

4.1.10 Empresas de servicios públicos

Tabla 19: Empresas de servicios públicos

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
ENAGAS	100	93,54	79
SEVERN TRENT	32	82,46	64
RED ELECTRICA CORP	98	100,00	93
UNITED UTILITIES GR.	92	85,23	79
SUEZ ENVIRONMENT	86	89,23	64
TERNA SPA	95	99,38	79
VEOLIA ENV.	97	76,00	64
SNAM	89	96,62	79
GAS NATURAL SDG	96	97,85	93
SSE	69	68,62	93
EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	97	92,31	93
ENDESA	94	97,23	79
RWE ST.	70	75,69	64
VERBUND	60	96,00	79
E.ON	41	93,85	79
ENGIE	95	72,92	64

EDF-ELECTR. DE FR.	90	98,46	64
NATIONAL GRID	62	51,69	93
ORSTED A/S	39	96,92	93
IBERDROLA	93	94,46	93
ENEL	99	92,92	93
FORTUM	58	87,08	50

Cinco de las veintidós empresas de este sector presentan unos valores consistentes entre las tres agencias (un 22% de las empresas), estas son: Red Eléctrica, Gas Natural, EDP, Iberdrola y Enel. Entre las empresas con mayores discrepancias encontramos unas seis empresas: Severn Trent, Veolia, Verbund, E.ON, EDF y National Grid. Este sector se encuentra aproximadamente con el mismo porcentaje de empresas con puntuaciones inconsistentes, parcialmente inconsistentes y consistentes.

4.1.11 Empresas de tecnología de la información

Tabla 20: Empresas de tecnología de la información

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
ATOS	100	96,97	93
SAGE GR.	79	80,30	79
TEMENOS GROUP	99	85,23	64
ASM INTL.	32	46,27	64
EDENRED	79	83,71	79
LOGITECH	59	99,35	79
AMADEUS IT HLDG	94	88,64	79
CAP GEMINI	85	98,48	79
STMICROELECTRONICS	91	92,54	79
HEXAGON B	37	16,88	50
ERICSSON	92	79,22	79
INFINEON	96	85,07	79
DASSAULT SYSTEMES	80	75,38	79
ADYEN	6	18,18	36
SAP ST.	100	97,73	93
ASML HLDG	95	94,03	93
NOKIA	85	95,45	79
BECHTLE	35	78,79	50

En este sector es posible observar empresas que tienen unos ratings muy parecidos como Atos, Sage, Edenred, Dassault Systemes, Sap y ASML. Pero a su vez, hay empresas que presentan unas inconsistencias destacables como ASM, Logitech, Hexagon, Adyen,

Bechtle. El resto de las empresas coinciden en dos de los tres *ratings*, lo cual implica también inconsistencia.

A modo de conclusión de esta parte del análisis, se ha podido comprobar, mirando los ESG *ratings* de tres de las agencias con mayor presencia en el mercado de la inversión sostenible, que realmente hay una falta de consistencia en las calificaciones que las empresas reciben acerca de sus comportamientos socialmente responsables y medioambientalmente sostenibles. Por lo general, se puede afirmar que en todos los sectores de las empresas que se han observado del Euro Stoxx 600 destacan las inconsistencias en sus calificaciones.

Con el análisis realizado se ha identificado que el sector de la energía es el que más consistencia a mostrado frente al resto de sectores, esto puede darse a que es un sector que está muy vigilado, sobre todo en aspectos medioambientales, y al estar tan documentado y estudiado las agencias de rating coinciden en sus posturas. Por el contrario, los sectores de materiales y productos de consumo básico son aquellos que menos consistencia han mostrado.

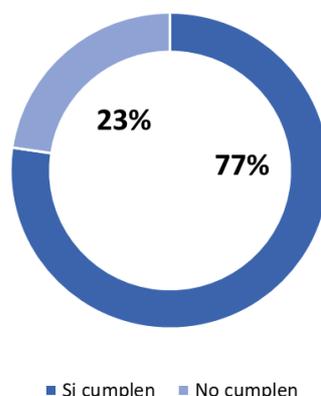
4.2 Comparativa de criterios católicos y criterios ESG

A continuación, tras el análisis de los ESG *ratings*, se procede a analizar la rentabilidad de aquellas empresas que cumplen con los criterios católicos frente a aquellas que no los cumplen. Para comprobar que invertir según criterios de la DSI no implica renunciar a rentabilidad, se realizan dos carteras, por un lado, una cartera con las empresas que si cumplen y por otro lado una cartera con las compañías que no cumplen. Para hacer esta distinción, como ya se ha mencionado anteriormente, se ha acudido a la herramienta de Altum Faithful Investing, el Altum Explorer, donde se ha podido consultar si las empresas del Euro Stoxx 600⁹ cumplen o no con el Magisterio Católico. En este caso la calificación que recibe la empresa es si cumple o no cumple con los criterios católicos, al incumplir solamente uno de los criterios mencionados ya se

⁹ Las compañías que se han analizado son los componentes del Stoxx Europe 600 UCITS ETF (ISIN: LU0328475792) que replica al índice Euro Stoxx 600 (en el anexo IV se pueden ver las 600 empresas que se han utilizado para el análisis).

clasificaría a la empresa como “incumplidora”. Los resultados de la clasificación son los siguientes:

Tabla 21: Distribución empresas en función de si cumplen con los criterios católicos



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Altum Explorer

De las 600 empresas analizadas, solamente el 23% no cumple con los criterios que reflejan la DSI. Simplemente de este dato ya se puede sacar una conclusión, y es que el universo inversor no tiene porque reducirse enormemente a la hora de invertir según unas guías católicas.

A continuación, se plasma la distribución de los sectores GICS de ambas carteras, es posible observar que dentro de la cartera de empresas que si cumplen con la DSI las empresas del sector industrial son las que más abundan, y en la cartera de las empresas que no cumplen, las más abundantes son las financieras. Además, cabe destacar que todas las empresas del sector inmobiliario cumplen con los criterios:

Tabla 23: Distribución GICS empresas que cumplen

Tabla 22: Distribución GICS empresas que NO cumplen



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Altum Explorer

Una vez vista la distribución sectorial de las carteras, se pasa al análisis de la rentabilidad de las compañías. En primer lugar, para la realización de esta comparativa ha sido necesario prescindir de 24 empresas, las cuales no tenían datos de retorno anualizado pasado pues son empresas que en esos momentos no existía. Por lo que se ha partido de 576 empresas. Los datos utilizados para comparar la cartera de empresas que cumplen con los criterios católicos frente a aquellas que no han sido obtenidos de Bloomberg y han sido calculados de la siguiente forma:

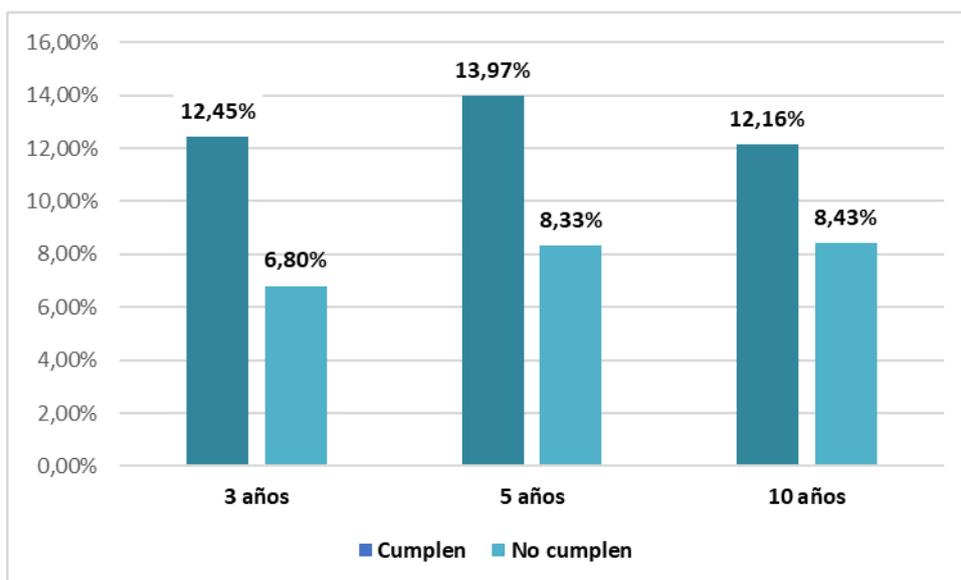
- Rentabilidad total anualizada¹⁰ a tres años: desde el primer día hábil hace tres años hasta el 23 de marzo del 2021. En este cálculo, los dividendos se reinvierten.

¹⁰ Rentabilidad media anual en ese periodo concreto (a 3, 5 o 10 años).

- Rentabilidad total anualizada a cinco años: desde el primer día hábil hace cinco años hasta el 23 de marzo del 2021. En este cálculo, los dividendos se reinvierten.
- Rentabilidad total anualizada a diez años: la fecha de inicio es el primer día hábil hace 10 años hasta el 23 de marzo de 2021. En este cálculo, los dividendos se reinvierten

En el siguiente gráfico se demuestra que la rentabilidad total anualizada a tres, cinco y diez años de la cartera que si cumple con los criterios católicos es bastante superior a la cartera de las empresas que no cumplen con los criterios católicos. A tres años, la rentabilidad de las empresas que cumplen han superado en un 83% a las que no cumplen, a cinco años, la cartera ha superado en un 68%, y a diez años han superado en un 44%.

Ilustración 3: Retorno Total Anualizado (RTA) compañías que cumplen con los criterios católicos vs las que no cumplen con dichos criterios¹¹



A la hora de invertir, sin duda, es muy importante que la cartera sea rentable, es decir, es fundamental clasificar a la cartera no solo en función de sus criterios éticos, sino también de su rendimiento económico. Es por ello por lo que resulta interesante comprobar las rentabilidades de las empresas en función de sus tamaños y de si cumplen o no con los criterios católicos. A continuación se puede observar cómo se ha realizado

¹¹ El retorno total anualizado utilizado para la realización del gráfico es a 23 de marzo del 2021

la clasificación de las empresas en función de su capitalización bursátil para posteriormente poder hacer la comparación de rentabilidades:

Ilustración 4: Distribución empresas en función de su capitalización bursátil

	Capitalización
Mid Cap	1.000 m - 10.000 m
Large Cap	10.000 m - 50.000 m
Mega Cap	50.000 m - 200.000 m
Giga Cap	más de 200.000 m

Según el tamaño y clasificación las empresas tienen los siguientes retornos totales anualizados:

Tabla 24: Retorno Total Anualizado en función del tamaño y de criterios católicos

	RTA - 3 años	RTA - 5 años	RTA - 10 años
Mid Cap	7,04%	10,07%	10,70%
Mid Cap (no)	1,12%	7,13%	8,29%
Large Cap	14,64%	16,10%	12,08%
Large Cap (no)	5,99%	6,67%	7,96%
Mega Cap	21,90%	19,74%	16,40%
Mega Cap (no)	9,58%	10,74%	8,80%
Giga Cap	28,39%	23,15%	15,05%
Giga Cap (no)	18,06%	12,66%	10,42%

Todas las empresas clasificadas según su capitalización bursátil muestran unas rentabilidades anualizadas consistentemente superiores en aquellas que si cumplen con el Magisterio Católico, frente a aquellas que no cumplen (las que tienen un “no”). Observando las rentabilidades anualizadas a tres y diez años, las Mega Caps son las que superan en mayor medida a las empresas que incumplen con respecto a las demás. En el caso de las rentabilidades a cinco años, las Giga Caps superan en mayor medida a las empresas que incumplen.

También resulta interesante comprobar si las empresas que cumplen con la DSI en función de los sectores GICS también superan a las que incumplen en cuanto a retorno anualizado se refiere. En el siguiente gráfico se muestran las empresas clasificadas por sectores, y a su vez en función de si cumplen o no, así como sus respectivas rentabilidades total es anualizadas a tres, cinco y diez años:

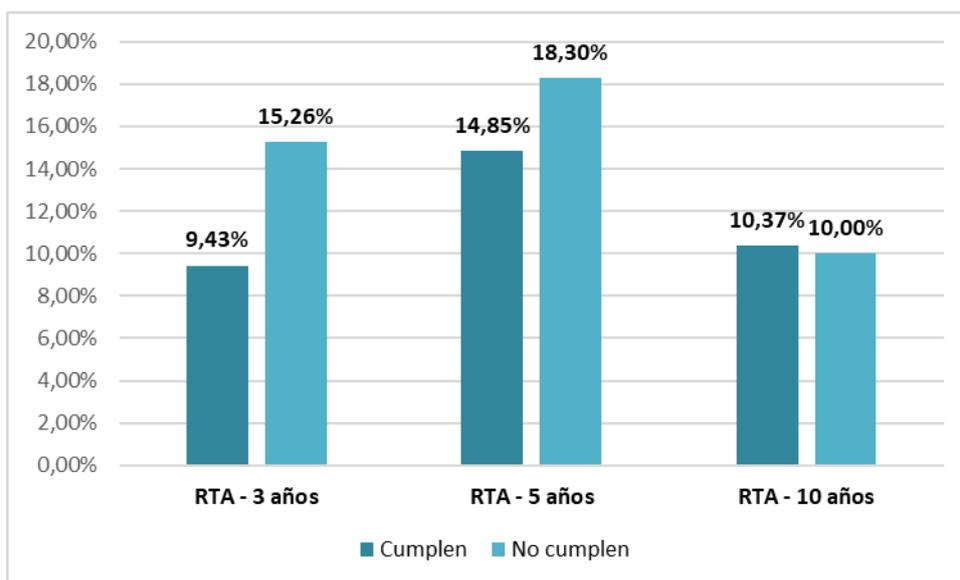
Tabla 25: Retorno Total Anualizado en función del sector GICS y de criterios católicos

		RTA - 3 años	RTA - 5 años	RTA - 10 años
Consumo discrecional	Cumplen	15,19%	15,79%	14,38%
	No cumplen	10,70%	10,85%	8,95%
Energía	Cumplen	1,14%	9,20%	5,80%
	No cumplen	-8,23%	2,82%	1,06%
Finanzas	Cumplen	4,80%	9,14%	8,31%
	No cumplen	-1,23%	4,35%	2,87%
Industriales	Cumplen	14,19%	14,88%	13,31%
	No cumplen	7,79%	9,24%	10,77%
Inmobiliaria	Cumplen	11,29%	10,49%	10,78%
	No cumplen	n/a	n/a	n/a
Materiales	Cumplen	9,43%	14,85%	10,37%
	No cumplen	15,26%	18,30%	10,00%
Productos de consumo básico	Cumplen	11,42%	9,57%	13,27%
	No cumplen	9,58%	9,46%	10,03%
Salud	Cumplen	18,12%	20,53%	18,64%
	No cumplen	15,03%	15,16%	16,91%
Servicio de comunicaciones	Cumplen	6,09%	6,12%	11,39%
	No cumplen	1,64%	-0,21%	2,33%
Servicios públicos	Cumplen	18,50%	13,73%	7,83%
	No cumplen	8,45%	1,04%	4,11%
Tecnología de la información	Cumplen	29,41%	32,42%	20,10%
	No cumplen	3,88%	7,97%	11,34%

Al realizar una comparación de rentabilidades anualizadas según los sectores GICS se muestra que, excepto el sector de los materiales, en todos los demás sectores las empresas que forman parte de la cartera que si cumple con lo criterios católicos tienen unas rentabilidades anualizadas superiores a la cartera de las empresas que no cumplen con los criterios católicos. Además, como ya se había mencionado con anterioridad, resulta interesante ver que del sector inmobiliario ninguna de las empresas incumple con los criterios católicos.

En el caso del sector de materiales las rentabilidades anualizadas son superiores en aquellas empresas que no cumplen con los criterios católicos, tal y como se aprecia en el siguiente gráfico:

Ilustración 5: Retorno Total Anualizado empresas de materiales



Por lo tanto, se puede afirmar que invertir de manera coherente con la fe católica no implica renunciar a rentabilidad, si no que incluso se puede conseguir unos retornos mejores. Cabe mencionar que en el caso de las empresas del sector de materiales tienen unos retornos superiores a aquellas empresas que no cumplen. Siendo este sector la única excepción, las empresas que cumplen tanto en función del tamaño como de los sectores muestran unas rentabilidades anualizadas superiores a tres, cinco y diez años.

5. CONCLUSIONES

Las inversiones socialmente responsables y medioambientalmente sostenibles tienen un importante papel en los mercados financieros actuales, canalizando la mayor parte de las inversiones y estrategias que siguen muchas de las principales operaciones bursátiles. Es por ello por lo que las agencias calificadoras de ESG tiene una gran importancia en cuanto a la divulgación de información acerca de las empresas en el ámbito de inversiones sostenibles.

Se ha podido comprobar y demostrar las limitaciones que persisten entre las grandes agencias de calificaciones debido a la falta de coherencia en cuanto a las métricas, criterios y metodologías que emplean. Dichas inconsistencias generan importantes preguntas a los inversores sobre que estrategias seguir para que sus inversiones tengan un verdadero impacto (como filtrar sus universos inversores, que empresas excluir, que

decisiones tomar...). Incluso algunas firmas de gestión de activos están desarrollando sus propias herramientas para tener unos sistemas que puntúen a las empresas de manera interna en cuanto a criterios ESG se refiere, para de tal forma hacer frente a las limitaciones de las *ESG Rating Agencies* (Ward & Wu, 2019).

Por medio de las empresas del Euro Stoxx 600, analizándolas por sectores, se ha verificado que efectivamente existe una profunda inconsistencia entre los *ESG ratings* de las distintas agencias. Comparando unos sectores con otros, se ha llegado a la conclusión de que el sector energético es el que muestra mayor consistencia en sus calificaciones, y que los sectores de materiales y productos de consumo básico son los que mayor inconsistencia arrojan.

Por todo ello, resulta necesario y urgente que las grandes agencias calificadoras comiencen a tomar medidas para homogenizar sus procesos y metodologías de manera que los inversores puedan y sigan fiándose de sus análisis. Otra solución, aunque más complicada, sería que las agencias fuesen completamente transparentes en cuanto a que criterios y subcriterios utilizan, que ponderaciones tienen cada uno de ellos, que metodología de análisis e investigación llevan a cabo, y como calculan la métrica final, de tal forma que el inversor pueda informarse y elegir aquella agencia con la que más se identifica.

Lo primordial es encontrar una forma por la cual el inversor sepa con seguridad que sus inversiones ESG van a tener un verdadero impacto en la sociedad y en el medioambiente, pues por eso llevan a cabo este tipo de inversión.

Por otro lado, para aquellos inversores católicos que busquen la coherencia completa entre su fe y su actividad inversora, es posible identificar una serie de criterios que orienten sus decisiones de inversión para que sus bolsillos nunca comprometan su fe. A través del análisis realizado con las empresas del Euro Stoxx 600 ha sido posible demostrar que invertir según la moral católica, y poniendo en el centro la dignidad de la persona, no supone renunciar a rentabilidad.

En primer lugar, se ha verificado que las empresas que sí cumplen con el Magisterio Católico han tenido unos retornos totales anualizados a tres, cinco y diez años

superiores a aquellas empresas que no cumplen con dichos criterios. A continuación, se ha buscado comprobar si clasificando las empresas en función de su capitalización bursátil se obtendrían los mismos resultados, y así ha sido. Por último, se han clasificado las empresas en función de los sectores GICS, a su vez que según su cumplimiento de los criterios católicos, en este caso el sector de materiales ha mostrado un resultado diferente al resto de sectores, pues aquellas empresas del sector de materiales que no cumplen los criterios católicos han tenido unas rentabilidades mayores. Cabe mencionar, para finalizar, que todas las empresas inmobiliarias del Euro Stoxx 600 cumplen con la DSI.

6. ANEXOS

Anexo I: Empresas del Euro Stoxx 600

3I GROUP	ALFA LAVAL	ASSURA
A2A	ALLEGRO.EU RG	ASTRAZENECA
AAK RG	ALLIANZ	ATLANTIA
AALBERTS INDUSTRIES	ALLREAL N	ATLAS COPCO-A
ABB	ALSTOM	ATOS
ABN AMRO GR.	ALSTRIA OFFICE REIT	AUTO TRADER
ACCIONA	ALTEN	AVAST
ACCOR	AMADEUS IT HLDG	AVEVA GROUP
ACKERMANS & VAN HAAREN	AMBU B	AVIVA
ACS ACTIV.CONSTR. Y SERV.	AMPLIFON	AXA
ADDTECH RG-B	AMS	AXFOOD
ADECCO	AMUNDI	B&M EUROPEAN VALUE RETAIL
ADEVINTA-B RG	ANDRITZ	BAE SYSTEMS
ADIDAS	ANGLO AMERICAN	BAKKA Frost
ADMIRAL GROUP	ANHEUSER-BUSCH INBEV	BALOISE
ADO PROPERTIES	ANTOFAGASTA	BANCO BILBAO VIZCAYA
ADYEN	ARCELORMITTAL	BANCO BPM
AEDIFICA	ARGEN X	BANCO DE SABADELL
AEGON	ARKEMA SA	BANCO SANTANDER
AENA	AROUNDTOWN	BANK OF IRELAND
AEROPORTS DE PARIS	ASHMORE GROUP	BANK PEKAO
AF POYRY AB	ASHTeAD GROUP	BANKINTER
AGEAS	ASM INTL.	BARCLAYS
AIR LIQUIDE	ASML HLDG	BARRATT DEVELOPMENTS
AIRBUS GROUP	ASR NEDERLAND	BARRY CALLEBAUT
AKZO NOBEL	ASS.GENERALI	BASF
ALCON	ASSA ABLOY AB	BAWAG GROUP
	ASSOCIATED BRITISH FOODS	BAYER

BC VAUDOISE N	CARNIVAL	CTS EVENTIM
BEAZLEY	CARREFOUR	DAIMLER
BECHTLE	CASTELLUM	DANONE
BEIERSDORF	CD PROJECT	DANSKE BANK
BEIJER	CELLNEX TELECOM	DASSAULT AVIATION
BELIMO HOLD.	CEMBRA MONEY BANK	DASSAULT SYSTEMES
BELLWAY	CENTRICA	DAV CAM MIL RG
BERKELEY GR.HLDGS.	CHR. HANSEN HLDG.	DCC
BESI RG	CLARIANT	DECHRA
BHP GR.	CLOSE BROTHERS GROUP	PHARMACEUTICALS
BILLERUD	CLX COMMUNICATIONS	DELIVERY HERO
BIOMERIEUX	CNH INDUSTRIAL	DERWENT LONDON
BIOVITRUM	CNP ASSURANCES	DET NORSKE OLJESELSKAP
BMW ST.	CO.DE ST.GOBAIN	DIAGEO
BNP PARIBAS	COCA-COLA HBC	DIALOG SEMICON.
BOLIDEN	COFINIMMO	DIASORIN
BOLLORE	COLOPLAST	DINO POLSKA
BOUYGUES	COLRUYT	DIPLOMA
BP	COMMERZBANK	DIRECT LINE INS. GR.
BRENNTAG	COMPASS GR.	DNB
BRIT.AMER.TOBACCO	CONTINENTAL	DOMETIC GROUP
BRITISH LAND	CONVATEC GROUP	DSV GROUP
BRITVIC	CORBION	DT. BOERSE
BT GROUP	COUNTRYSIDE	DT. WOHNEN I
BUNZL	PROPERTIES	DT.BANK
BURBERRY GROUP	COVESTRO	DT.POST
BUREAU VERITAS	CRANSWICK	DT.TELEKOM
CAIXABANK	CREDIT AGRICOLE	DUFRY
CAP GEMINI	CREDIT SUISSE	E.ON
CARLSBERG B	CRH	EDENRED
CARL-ZEISS MEDITEC	CRODA INTL RG	EDF-ELECTR. DE FR.

EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	EXOR HLDG	GENUS
EDP RENOVAVEIS S.A.	EXPERIAN	GEORG FISCHER N
EIFFAGE	FABERGE RG	GERRESHEIMER
ELECTROCOMPONENTS	FASTIGHETS BALDER	GETINGE B
ELECTROLUX B	FAURECIA	GETLINK
ELEKTA B	FERGUSON	GIVAUDAN
ELIA SYSTEM OP.	FERRARI	GJENSIDIGE FORSIKRING
ELIS	FERROVIAL	GLANBIA
ELISA COMMUNICATION	FINCOBANK SPA	GLAXOSMITHKLINE
EMS N	FLUGHAFEN ZURICH	GLENCORE
ENAGAS	FONCIERE DES REGIONS	GN STORE NORD
ENDESA	FORTUM	GRAINGER
ENEL	FREENET	GRAND CITY PROPERTIES
ENGIE	FRESENIUS	GRIFOLS
ENI	FRESENIUS MED.CARE	GVC HLDGS
ENTRA ASA	FRESNILLO	HAKON INVESTMENT
EPIROC-A RG	FUCHS PETROLUB SE	HALMA
EQT RG	G4S	HANNOVER RUECK.
EQUINOR ASA	GALAPAGOS	HARGREAVES LANSDOWN
ERICSSON	GALENICA SANTE	HAYS
ERSTE BANK	GALIFORM	HEIDELBERGCEMENT
ESSILORLUXOTTICA	GALP ENERGIA	HEINEKEN
ESSITY (B)	GAMES WORKSHOP	HEINEKEN HLDG.
EURAZEO	GAMESA	HELLOFRESH
EUROFINS SCIENTIFIC	GAS NATURAL SDG	HELVETIA
EURONEXT NV	GBLGROUPE BRUXELLES	HENKEL VZ.
EVOLUTION GAMING	LAMBERT	HENNES & MAURITZ AB
EVONIK INDUSTRIES	GEA GROUP	HERA
EVOTEC	GEBERIT	HERMES INTL.
EVRAZ PLC.	GECINA	HEXAGON B
	GENMAB A/S	HEXPOL

HIKMA PHARMACEUTICALS	INTERTEK GROUP	KUHNE&NAGEL
HISCOX	INTESA SANPAOLO	LA FRANCAISE DES JEUX
HOLMEN-B RG	INVESTMENT AB LATOUR	LAFARGEHOLCIM
HOMESERVE	INVESTOR B	LAND SECURITIES GR.
HSBC	IPSEN	LANXESS
HUHTAMAKI	ISS	LEG IMMOBILIEN
HUSQVARNA (B)	ITALGAS	LEGAL & GENERAL GROUP
IBERDROLA	ITV	LEGRAND SA
ICADE EMGP	JD SPORTS FASHION	LEONARDO- FINMECCANICA
IDORSIA	JDE PEET'S N.V	LIFCO
IG GR. HLDGS.	JERONIMO MARTINS	LINDE
ILIAD SA	JOHNSON MATTHEY	LINDT AND SPRUENGLI
IMCD	JULIUS BAER N	LLOYDS BANKING
IMI	KBC GROEP	LOGITECH
IMPERIAL BRANDS	KERING	LONDON & STAM PTY
INCHCAPE	KERRY GROUP A	LONDON STOCK EXCHANGE GROUP
INDITEX	KESKO B	LONZA
INDUSTRIVAERDEN A	KGHM POLSKA MIEDZ	L'OREAL
INDUTRADE	KINGFISHER	LUFTHANSA
INFINEON	KINGSPAN GROUP	LUNDBERGFORETAGEN AB B
INFORMA	KINNEVIK RG-B	LUNDIN PETROLEUM
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITALIANE	KION GROUP	LVMH
ING	KLEPIERRE	M&G RG
IMMOBILIARIA COLONIAL	KNORR BREMSE	MAN GRP RG
INT.CONSolid.AIRLINES GR.	KOJAMO	MARKS & SPENCER
INTERCONT HOTELS RG	KONE B	MEDIOBANCA
INTERMEDIATE CAPITAL GR.	KONINKLIJKE AHOLD DELHAIZE	MEGGITT
INTERPUMP GROUP	KONINKLIJKE DSM	MELROSE IND.
	KONINKLIJKE PHILIPS	MERCK KGAA
	KPN	

MERLIN PROPERTIES	ORANGE	QIAGEN
MICHELIN	ORION B	QUILTER
MOELLER MAERSK B-SHS	ORKLA	RAIFFEISEN BANK
MONCLER	ORPEA	RANDSTAD HLDGS.
MONDI	ORSTED A/S	RATIONAL
MORPHOSYS	OUTOTEC	RECKITT BENCKISER
MOWI ASA	PADDY POWER	RECORDATI
MTU AERO ENGINES	PANDORA	RED ELECTRICA CORP
MUENCH.RUECK	PARTNERS GR. HLDG.	REED ELSEVIER
NATIONAL GRID	PEARSON	REGUS
NATIXIS	PENNON GROUP	REMY COINTREAU
NATWEST GROUP	PERNOD RICARD	RENAULT
NEL	PERSIMMON	RENTOKIL INITIAL
NEMETSCHKE	PHOENIX GRP RG	REPSOL
NESTE OIL	POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	REXEL
NESTLE	POLYMETAL INTL.	RHEINMETALL ST.
NETCOMPAN GRP BR/RG	PORSCHE	RICHEMONT
NEXI	POSTE ITALIANE	RIGHTMOVE
NEXT	POWSZECHNA BANK POLSKI	RIO TINTO
NIBE INDUSTRIER B	POWSZECHNY ZAKLAD UBEZPIECZEN	ROCHE GS
NN GROUP	PRIMARY HEALTH PROP.	ROCKWOOL INTERNATIONAL
NOKIA	PROSIEBENSAT 1 MEDIA	ROLLS-ROYCE
NOKIAN RENKAAT	PROSUS	ROTORK
NORD ENTERTAINMENT	PROXIMUS	ROYAL DUTCH SHELL A
NORDEA BANK	PRUDENTIAL PLC	ROYAL MAIL
NORSK HYDRO	PRYSMIAN	ROYAL UNIBREW
NOVARTIS N	PSP SWISS PROPERTY	RSA INSURANCE
NOVO-NORDISK	PUBLICIS GROUPE	RUBIS
NOVOZYMES AS	PUMA	RWE ST.
OCADO GR.		RYANAIR HLDGS.
OMV		

SAAB B	SIEMENS ENERGY	STANDARD LIFE RG
SAFRAN	SIEMENS HEALTHINEERS	STELLANTIS BR RG
SAGAX (B)	SIG COMBIBLOC	STMICROELECTRONICS
SAGE GR.	SIGN AVIAT RG	STORA ENSO
SAINSBURY (J)	SIGNIFY	STOREBRAND
SALMAR	SIKA	STRAUMANN N
SAMHALLSBYGGNADSBOL AGET I NORDEN	SILTRONIC	SUEZ ENVIRONMENT
SAMPO	SIMCORP	SVENSKA CELLULOSA B
SANDVIK	SKANSKA B	SVENSKA HANDELSBANKEN
SANOFI	SKF AB B	SWATCH I
SAP ST.	SMITH & NEPHEW	SWECO RG-B
SARTORIUS (VZ.)	SMITH (DS)	SWEDBANK
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	SMITHS GROUP	SWEDISH MATCH
SBM OFFSHORE	SMURFIT KAPPA GROUP	SWISS LIFE
SCATEC SOLAR	SNAM	SWISS PRIME SITE
SCHIBSTED	SOC.GENERALE	SWISS RE
SCHINDLER PS	SODEXO	SWISSCOM
SCHNEIDER ELECTRIC	SOFINA	SYMRISE
SCHROEDERS SHS. VOTING	SOFTWAREONE HOLDING	TAG IMMOBILIEN
SCOR SE	SOITEC	TAKEAWAY.COM HLDG.
SCOUT24	SOLVAY	TATE & LYLE
SEB	SONOVA	TAYLOR WIMPEY
SEB S.A.	SOPRA GROUP	TEAMVIEWER
SECURITAS	SPECTRIS	TECAN N
SEGRO	SPIE	TECHNIPFMC
SES SA	SPIRAX-SARCO ENGIN.	TELE2 -B-
SEVERN TRENT	SR TELEPERFORMANCE	TELECOM ITALIA
SGS	SSE	TELEFONICA
SIEGFRIED HLDG.	ST JAMES'S PLACE	TELEFONICA DEUTSCHLAND
SIEMENS	STADLER RAIL	TELENOR
	STANDARD CHARTERED	

TELIA	UNICREDIT	VOLVO B
TEMENOS GROUP	UNILEVER	VONOVIA
TENARIS	UNIPER	VOPAK
TERNA SPA	UNITE GROUP	WALLENSTAM
TESCO	UNITED DRUG	WAREHOUSES DE PAUW
THALES	UNITED INTERNET	WARTSILA
THG HOLDINGS PLC	UNITED UTILITIES GR.	WEIR GROUP
THULE GROUP	UPM-KYMMENE	WENDEL
THYSSENKRUPP	VALEO	WHITBREAD
TOMRA SYSTEMS	VALMET	WIENERBERGER
TOPDANMARK	VARTA	WIHLBORGS FASTIGHETER AB
TOTAL	VAT GROUP	WILLIAM DEMANT
TRAINLINE RG	VEOLIA ENV.	WILLIAM HILL
TRAVIS PERKINS	VERBUND	WM MORRISON SUPERMARKETS
TRELLEBORG B	VESTAS WIND	WOLTERS KLUWER
TRITAX BIG BOX REIT	VICTREX	WORLDLINE
TRYG	VIFOR PHARMA	WPP
TUI AG	VINCI	YARA INTL.
UBISOFT	VISCOFAN	ZALANDO
UBS GR.	VIVENDI	ZUR ROSE
UCB	VODAFONE	ZURICH INS
UMICORE	VOESTALPINE	
UNIBAIL-WFD UNIBAI	VOLKSWAGEN VZ.	

Anexo II: Ratings de una muestra de 20 empresas del Euro Stoxx 600

Name	ISIN	Bloomberg ESG Disclose Score	ISS Quality Score	CDP Climate Score	MSCI Rating	RobecoSAM Rank	Sustainalytics
SES SA	LU0088087324	25,61983471	8	4	A	60	47,61904762
ENAGAS	ES0130960018	63,2231405	5	8	AA	100	93,53846154
WENDEL	FR0000121204	33,47107438	6	6	AA	96	64
GALAPAGOS	BE0003818359	24,38016529	9	0	BB	51	#N/A N/A
EURAZEO	FR0000121121	58,33333333	7	6	AA	63	96,5
WM MORRISON SUPERMARKETS	GB0006043169	42,97520661	9	4	AA	60	34,66666667
ORION B	FI0009014377	58,26446281	4	6	AA	55	75,30364372
DIRECT LINE INS. GR.	GB00BY9D0Y18	32,89473684	5	6	A	37	75,55555556
CD PROJECT	PLOPTTC00011	17,76859504	#N/A N/A	0	BBB	43	2,651515152
VOPAK	NL0009432491	53,71900826	2	0	AAA	73	97,18309859
SECURITAS	SE0000163594	38,42975207	7	4	BB	61	71,05263158
BRITISH LAND	GB0001367019	56,19834711	3	7	AAA	77	96,2962963
FUCHS PETROLUB SE	DE0005790430	#N/A N/A	8	0	BB	18	56,02409639
WARTSILA	FI0009003727	62,80991736	5	4	AAA	89	91,36690647
SCOR SE	FR0010411983	41,66666667	5	2	BBB	59	74,07407407
RAIFFEISEN BANK	AT0000606306	53,07017544	4	8	A	69	90,54726368
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	PLPKN0000018	55,78512397	#N/A N/A	0	A	45	#N/A N/A
PROXIMUS	BE0003810273	47,10743802	6	8	A	66	59,68992248
LANXESS	DE0005470405	60,33057851	1	8	A	99	75,90361446
LAND SECURITIES GR.	GB00BYW0PQ60	54,54545455	5	8	A	99	94,73684211

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg (datos de marzo del 2021)

Anexo III: Calificaciones de las empresas del sector financiero

Compañía	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
WENDEL	96	64,00	79
EURAZEO	63	96,50	79
DIRECT LINE INS. GR.	37	75,56	64
SCOR SE	59	74,07	50
RAIFFEISEN BANK	69	90,55	64
COMMERZBANK	57	83,33	79
STANDARD LIFE RG	98	68,10	79
ST JAMES'S PLACE	82	34,00	79
MEDIOBANCA	72	94,50	36
RSA INSURANCE	78	67,78	79
PHOENIX GRP RG	66	34,07	64
ABN AMRO GR.	94	94,53	50
AEGON	62	81,11	79
TRYG	46	45,56	79
HARGREAVES LANSDOWN	76	67,00	36
FINECOBANK SPA	72	54,73	64
SOFINA	11	26,25	36
GJENSIDIGE FORSIKRING	40	47,78	64
AGEAS	60	64,81	50
CNP ASSURANCES	68	84,44	93
ADMIRAL GROUP	48	37,78	64
SCHRODERS SHS. VOTING	55	95,50	93
KINNEVIK RG-B	78	68,79	79
JULIUS BAER N	85	83,50	64
ERSTE BANK	69	82,84	79
CAIXABANK	96	59,95	79
DANSKE BANK	56	76,74	36
3I GROUP	81	97,75	79
NATIXIS	71	98,25	93
SWISS LIFE	69	57,41	64

NN GROUP	95	94,81	79
INDUSTRIVAERDEN A	58	60,75	64
GBLGRUPE BRUXELLES LAMBERT	72	66,25	64
HANNOVER RUECK.	65	83,33	64
EXOR HLDG	37	24,00	50
AVIVA	63	71,11	79
STANDARD CHARTERED	82	64,80	79
SWEDBANK	93	74,50	79
SVENSKA HANDELSBANKEN	86	91,42	79
SOC.GENERALE	90	91,67	79
LEGAL & GENERAL GROUP	74	78,15	79
UNICREDIT	67	96,27	64
SAMPO	70	58,15	50
DT.BANK	87	52,49	64
SEB	64	92,54	79
ASS.GENERALI	91	83,70	79
KBC GROEP	85	94,15	93
SWISS RE	97	84,81	93
CREDIT SUISSE	93	44,53	64
BANCO BILBAO VIZCAYA	99	75,12	93
DT. BOERSE	94	88,75	93
NATWEST GROUP	60	90,17	79
PARTNERS GR. HLDG.	86	74,00	64
DNB	57	99,38	79
NORDEA BANK	54	85,95	79
LLOYDS BANKING	60	73,26	79
CREDIT AGRICOLE	62	57,09	64
BARCLAYS	88	68,16	64
MUENCH.RUECK	91	93,70	79
ING	70	93,41	79
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	89	81,00	79
BANCO SANTANDER	95	69,40	50
INTESA SANPAOLO	94	95,65	93
PRUDENTIAL PLC	59	47,04	64
UBS GR.	100	98,75	79
INVESTOR B	75	78,25	64
ZURICH INS.	100	87,78	79
AXA	99	96,30	93
BNP PARIBAS	93	86,82	79
ALLIANZ	98	80,00	93
HSBC	62	78,23	50
BALOISE	52	44,07	50
POSTE ITALIANE	95	91,55	64
AMUNDI	80	96,75	79

Anexo IV: Calificaciones de las empresas del sector industrial

Name	RobecoSAM Rank	Sustainalytics	MSCI Rating
SECURITAS	61	71,05	36
WARTSILA	89	91,37	93
DCC	45	80,28	93

PRYSMIAN	96	68,09	64
ROCKWOOL INTERNATIONAL	42	44,44	64
SMITHS GROUP	68	19,77	79
LUFTHANSA	61	83,10	50
ACS ACTIV.CONSTR. Y SERV.	94	92,86	64
GETLINK	81	73,33	64
DASSAULT AVIATION	58	47,27	22
ADECCO	41	90,79	79
BUNZL	70	84,62	64
SKANSKA B	73	82,86	79
RANDSTAD HLDGS.	91	85,53	79
RENTOKIL INITIAL	89	75,00	79
MELROSE IND.	29	21,18	36
ALFA LAVAL	57	73,38	79
BUREAU VERITAS	100	96,05	79
INTERTEK GROUP	63	57,89	79
BRENTAG	58	92,31	79
MTU AERO ENGINES	67	92,73	79
SKF AB B	69	90,65	79
ROLLS-ROYCE	94	85,45	50
ATLANTIA	85	77,78	36
BOUYGUES	71	70,00	79
FERROVIAL	96	95,71	64
ALSTOM	95	87,77	79
THALES	92	78,18	79
GAMESA	97	93,62	64
CNH INDUSTRIAL	100	92,09	93
KNORR BREMSE	75	67,63	64
AENA	58	86,67	64
SGS	97	97,37	93
BAE SYSTEMS	86	50,91	79
GEBERIT	58	100,00	79
LEGRAND SA	84	82,98	79
EPIROC-A RG	61	84,17	79
ASHTREAD GROUP	55	34,62	79
FERGUSON	79	66,67	93
EXPERIAN	81	82,89	50
SCHINDLER PS	55	85,61	36
CO.DE ST.GOBAIN	69	66,67	64
ASSA ABLOY AB	65	92,86	79
KUHNE&NAGEL	78	84,51	93
SANDVIK	92	79,86	79
VESTAS WIND	88	87,23	93
KONE B	73	81,29	50
DSV GROUP	72	66,20	64
MOELLER MAERSK B-SHS	66	57,04	64
REED ELSEVIER	94	98,41	93

VOLVO B	56	66,19	79
VINCI	83	67,14	64
DT.POST	92	99,30	79
ABB	56	89,36	79
SAFRAN	61	76,36	64
ATLAS COPCO-A	63	89,21	79
AIRBUS GROUP	75	89,09	36
SCHNEIDER ELECTRIC	100	97,87	93
SIEMENS	98	98,84	79
WOLTERS KLUWER	53	73,81	93
EIFFAGE	56	38,57	79
GEA GROUP	72	74,82	64
AEROPORTS DE PARIS	91	97,78	64

BIBLIOGRAFÍA

Altum Faithful Investing. (2021). *Altum Faithful Investing*. Obtenido de Altum Investment Guidelines: <https://altum-fi.com/con-criterio/>

Austrian Bishop's Conference. (2018). *Ethical investment guidelines of the Austrian Bishops' Conference and the religious orders of Austria (FinAnKo)*.

Berg, F., Kölbel, J., & Rigobon, R. (17 de Mayo de 2020). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*.

CATECISMO DE LA IGLESIA CATÓLICA. En la Santa Sede, https://www.vatican.va/archive/catechism_sp/index_sp.html (acceso el 21 de febrero de 2021).

Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2015). Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers. *Strategic Management Journal*.

Conferenza Episcopale Italiana (2020). *La Chiesa Cattolica e la gestione delle risorse finanziarie con criteri etici di responsabilità sociale, ambientale e di governance*.

Congregación para la Doctrina de la Fe (1982). Instrucción. Donum Vitae, I. El respeto de los embriones humanos, nº4. 22 de febrero de 1982. Obtenido de: https://www.vatican.va/roman_curia/congregations/cfaith/documents/rc_con_cfaith_doc_19870222_respect-for-human-life_sp.html

Congregación para la Doctrina de la Fe y Dicasterio para el servicio del desarrollo humano integral. (17 de Mayo de 2018). *Vatican*. Obtenido de OECONOMICAE ET PECUNIARIAE QUAESTIONES: http://www.vatican.va/roman_curia/congregations/cfaith/documents/rc_con_cfaith_doc_20180106_oeconomicae-et-pecuniariae_sp.html

Deutsche Bishopskonferenz & Zentralkomitee der deutschen Katholiken. (s.f.). *Making ethically-sustainable investments*.

Église catholique en France. (24 de Agosto de 2018). Église catholique en France. Édité par la Conférence des Évêques de France. Obtenido de Les repères éthiques de l'église catholique : la prise en compte de la doctrine sociale de l'église: <https://eglise.catholique.fr/sengager-dans-la-societe/economie/observatoire-fonds-ethiques/459480-reperes-ethiques-de-leglise-catholique-prise-compte-de-doctrine-sociale-de-leglise/#1535462095862-326f2acc-0b24>

Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Recuperado el 5 de Febrero de 2021, de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

Fernández Izquiero, M. Á., Muñoz Torres, M. J., Escrig Olmedo, E., Rivera Lirio, J. M., & Ferrero Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, LXXIII(224), 367-385.

Fernández-Fernández, J. L., & Blázquez Bernaldo de Quiros, D. (2020). Investment Inspired by the Principles of Catholic Social Teaching (CST) as a Contribution to the Social Development Goals (SDG): A Case Study. En *Handbook on Ethics in Finance* (págs. 1-20). San-Jose L., Retolaza J.L., van Liedekerke L. (eds).

Francisco (2015). Vaticano II. Carta Encíclica. Laudato Si'. 24 de mayo de 2015. Obtenido de: http://www.vatican.va/content/francesco/es/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html

Francisco (2016). Vaticano II. Exhortación Apostólica sobre el amor en la familia. Amoris Laetitia. 19 de marzo de 2016. Obtenido de: http://www.vatican.va/content/francesco/es/apost_exhortations/documents/papa-francesco_esortazione-ap_20160319_amoris-laetitia.html

Global Sustainable Investment Alliance. (2018). 2018 Global Sustainable Investment Review.

Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. McKinsey Quarterly.

ISS. (2021). *ISS ESG / Calificaciones y Clasificaciones* . Obtenido de Calificación Corporativa ESG: <https://www.issgovernance.com/esg/ratings/corporate-rating/>

Juan Pablo II (1991). Vaticano II. Carta Encíclica. Centesimus Annus. 1 de mayo de 1991. Obtenido de: http://www.vatican.va/content/john-paul-ii/es/encyclicals/documents/hf_jp-ii_enc_01051991_centesimus-annus.html

Larere, L. (1 de febrero de 2021). *Funds Society* . Obtenido de Sostenibilidad frente a criterios ESG: evitar la burbuja "verde": https://www.fundssociety.com/es/opinion/IMGP20-sostenibilidad-frente-a-criterios-esg-evitar-la-burbuja-verde?utm_source=Funds+Society&utm_campaign=5bb5881025-EMAIL_CAMPAIGN_2021_02_01_10_59&utm_medium=email&utm_term=0_7b97e0a084-5bb5881025-303042188

Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). *What a Difference an ESG Provider Makes!* Research Affiliates.

Macdonald, N., & Ho, J. (6 de Octubre de 2020). *KPMG*. Obtenido de ESG ratings are not perfect, but can be a valuable tool for asset managers: <https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2020/10/esg-ratings-are-not-perfect-but-can-be-a-valuable-tool-for-asset-managers.html>

MSCI. (2021). *Calificaciones ESG*. Obtenido de ¿Qué es una calificación ESG de MSCI?: <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

Nieto, E. (10 de Enero de 2020). *Funds People*. Obtenido de COMO TRABAJAR PARA UNIFICAR CRITERIOS ESG Y APLICARLOS A LA CARTERA DE INVERSIÓN: <https://fundsppeople.com/es/como-trabajar-para-unificar-criterios-esg-y-aplicarlos-a-la-cartera-de-inversion/>

Pablo VI (1965). Vaticano II. Constitución Pastoral. Gaudium et Spes sobre la Iglesia en el mundo actual. 7 de diciembre de 1965. Obtenido de: https://www.vatican.va/archive/hist_councils/ii_vatican_council/documents/vat-ii_const_19651207_gaudium-et-spes_sp.html

Pablo VI (1968). Vaticano II. Carta Encíclica. *Humanae Vitae*. 25 de julio de 1968. Obtenido de: http://www.vatican.va/content/paul-vi/es/encyclicals/documents/hf_p-vi_enc_25071968_humanae-vitae.html

Poh, J. (12 de Febrero de 2020). *Bloomberg*. Obtenido de Contradictorias calificaciones ESG confunden a inversionistas sostenibles: <https://www.bloomberg.com/latam/blog/contradictorias-calificaciones-esg-confunden-a-inversionistas-sostenibles/>

Pontificio Consejo para la Justicia y la Paz. (2004). *Compendio de la Doctrina Social de la Iglesia*. Ciudad del Vaticano: Pontificio. Obtenido de http://www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20060526_compendio-dott-soc_sp.html#Derechos%20de%20los%20pueblos%20y%20de%20las%20Naciones

Robeco. (2021a). *Robeco*. Obtenido de Smart ESG score: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/smart-esg-score.html>

Robeco. (2021b). *Robeco*. Obtenido de EU Sustainable Finance Action Plan: <https://www.robeco.com/es/fortalezas/inversion-sostenible/glosario/eu-sustainable-finance-action-plan.html>

Sustainalytics. (2021). *Sustainalytics a Morningstar Company*. Obtenido de Calificaciones de riesgo ESG: <https://www.sustainalytics.com/esg-data/#1602042307346-5448de14-bd18>

USCCB. (12 de Noviembre de 2003). *United States Conference of Catholic Bishops*. Obtenido de Socially Responsible Investment Guidelines: <https://www.usccb.org/about/financial-reporting/socially-responsible-investment-guidelines>

Vigeo Eiris. (2021). *VE*. Obtenido de VE, la opción para un crecimiento responsable: <https://vigeo-eiris.com/about-us-2/>

Ward, K., & Wu, J. (2019). *¿De qué forma están afectando los criterios ESG al panorama de la inversión?* J.P.Morgan Asset Management.

Webb, R. (30 de Junio de 2020). *Funds People*. Obtenido de Hay una muy buena razón para invertir con criterios ASG... y no es la rentabilidad:
<https://fundspeople.com/es/hay-una-muy-buena-razon-para-invertir-con-criterios-asg-y-no-es-la-rentabilidad/>