



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

EVALUACIÓN CRÍTICA DE LOS RATINGS ESG Y SU VALOR INFORMATIVO EN EL CONTEXTO DE LA SOSTENABILIDAD

Autor: Max Uebele

Director: Ramón Bermejo Climent

Abstract

Las agencias de rating ESG (Environmental, Social and Governance) desempeñan un papel esencial en la medición de la sostenibilidad, pero también de los riesgos financieros/materiales y de las buenas/malas prácticas empresariales. Especialmente para las estrategias de Socially Responsible Investment, cada vez más populares hoy en día, estos proveedores tienen una importancia crucial, ya que hacen tangible para un grupo muy heterogéneo de partes interesadas e inversores lo que constituye la sostenibilidad desde su punto de vista. Sin embargo, debido a la falta de regulación y normalización del mercado de calificaciones, existe un alto grado de discrepancia entre los ratings ofrecidos. Algunas fuentes de error en los ratings intensifican aún más la asimetría de la información, que ya ha sacado a la luz medidas impopulares como corporate greenwashing debido a la naturaleza unilateral de corporate disclosure. Además, debido al inmenso crecimiento del mercado de SRI y al alto nivel de actividad de fusiones y adquisiciones en el mercado de las calificaciones, la constelación del mercado cambia tan rápidamente como los propios ratings, lo que puede hacer que los inversores pierdan rápidamente la pista de lo que está ocurriendo. A partir de una amplia revisión bibliográfica sobre los principales antecedentes, motivaciones y stakeholders en el mercado de los ratings ESG y de un estudio de caso cualitativo, este trabajo muestra que, a pesar de las tecnologías de recopilación de datos basadas en la AI, que no dejan de mejorar, y de los ambiciosos planes de acción política, sigue habiendo demasiada opacidad en el mercado de los ratings ESG y que el concepto de sostenibilidad no se ha hecho necesariamente más tangible.

Índice de contenidos

Abstract	ii
Índice de figuras	iv
Índice de tablas	v
Índice de abreviaturas	vi
1 Introducción	7
2 Metodología	10
3 Revisión bibliográfica	11
3.1 Introducción en la implementación de ESG.....	11
3.1.1 Origen y definición de ESG.....	11
3.1.2 Aparición de normas de información más amplias.....	12
3.1.3 Relevancia de los ESG en los mercados financieros	17
3.2 Resumen del mercado Europeo de ratings ESG	19
3.2.1 Relación de inversiones sostenibles y ratings ESG	20
3.2.2 Proveedores de ratings ESG	21
3.2.3 Métodos y tecnologías de recogida de datos.....	25
3.3 Medir la sostenibilidad en ratings ESG	28
4 Estudio de caso	33
4.1 Metodología.....	33
4.1.1 Carácter de la pregunta	33
4.1.2 Diseño de la investigación.....	34
4.1.3 Determinación de los criterios y variables de medición	34
4.1.4 Selección de los elementos de la prueba.....	35
4.1.5 Recogida de datos.....	35
4.1.6 Introducción a los objetos de estudio.....	36
4.2 Discusión de los resultados.....	37
4.2.1 Observaciones generales.....	37
4.2.2 Estandarización.....	38
4.2.3 Transparencia	38
4.2.4 Sesgos	39
4.2.5 Trade-Offs	39
4.2.6 Credibilidad de la información	39
4.2.7 Independencia.....	40
5 Conclusiones	41
Bibliografía	43
Apéndices	52

Índice de figuras

Ilustración 1: Número acumulado de artículos académicos que mencionan ESG en combinación con la inversión a lo largo del tiempo (ilustración propia, datos recuperados a 13.06.2021 de dimensions.ai (Dimensions, 2021).	17
Ilustración 2: Razones para utilizar los ratings ESG (SustainAbility, 2020, p. 21)	20

Índice de tablas

Tabla 1: Estrategias de inversión SRI (Eurosif, 2018, p. 13)	19
Tabla 2: Resumen de los proveedores de ratings ESG relevantes (presentación propia)....	24
Tabla 3: Metrics for ESG Sub-Categories of Daimler AG (Bloomberg L.P., 20201)	26
Tabla 4: Variables de medición del análisis de contenido cualitativo (representación propia).....	35

Índice de abreviaturas

AI.....	Artificial Intelligence
CDP	Carbon Disclosure Project
CDSB.....	Climate Disclosure Standards Board
Ceres	Coalition of Environmentally Responsible Economies
CSA	Corporate Sustainability Assessment
ESG.....	Environmental, Social, Governance
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
GRI	Global Reporting Initiative
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS.....	International Financial Reporting Standards
IIRC	International Integrated Reporting Council
ISO.....	International Organization for Standardization
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
ONG	Organizaciones no gubernamentales
ONU	Organización de Naciones Unidas
PRI.....	Principles for Responsible Investment
RI	Responsible Investment
RSE.....	Responsabilidad social de las empresas
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SDGs.....	Sustainable Development Goals
SRI.....	Socially Responsible Investment
SSRO	Service, support, research and others
TBL.....	Triple Bottom Line
UE.....	Unión Europea
UNEP.....	UN Environment Programme

1 Introducción

“Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.” (World Commission on Environment and Development, 1987, p. 41). En estas 23 palabras se sentaron los cimientos, a finales del siglo pasado, de una multitud de innovaciones políticas, sociales y económicas que, con el paso de los años, se irían concretando cada vez más en los aspectos individuales de la vida. Ciertamente, también representan una nueva conciencia en cierta medida. Una conciencia de responsabilidad global por el medio ambiente y, por tanto, por la base común de la vida en este planeta. Unos años más tarde, el tema de la sostenibilidad debería haber llegado también a los responsables de la toma de decisiones de este mundo, lo que es visible a través del Protocolo de Kioto (Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, 2008), los Objetivos del Milenio de la ONU (Naciones Unidas, 2015b) y, posteriormente, el Acuerdo sobre el Clima de París (Naciones Unidas, 2015a).

Lo que se ha convertido en algo deseable en la política y entre el público en general se ha establecido también en el mundo financiero. Los denominados factores ESG, que representan un término colectivo para los subaspectos medioambientales, sociales y de gobernanza, son una expresión del hecho de que los inversores también se preocupan cada vez más por los datos no financieros y les otorgan una importancia que antes no tenían (Schneider y Schmidpeter, 2015, p. 1029). La aplicación de estos datos puede tener motivos muy diferentes. Los primeros enfoques se basaban en los valores y buscaban lograr una inversión particularmente ética o, más ampliamente, satisfacer el deseo del público de hacer una diferencia positiva en la sociedad (Revelli, 2017, p. 712). Esto contrasta con las teorías más modernas que tratan de eliminar de sus carteras las prácticas empresariales especialmente deficientes, o buscan alternativas especialmente sostenibles, como en la inversión de impacto orientada a objetivos (Eurosif, 2018, p. 36).

Sin embargo, el motor más importante de este concepto ha sido probablemente el hecho de que muchos inversores han llegado a apreciar la ESG como una medida de sostenibilidad financiera a largo plazo, de menor riesgo o incluso de mayor crecimiento; en otras palabras, no sólo parece oportuna sobre la base de consideraciones de valor, sino que también representa un valor añadido material (De Lucia et al., 2020, pp. 17-18). Las épocas de crisis, como la crisis financiera mundial de 2008 y ahora la crisis de la Corona

en particular, han tendido a exacerbar el interés por las inversiones "más estables" (Broadstock et al., 2021). Esto puede verse fácilmente en las previsiones actuales del mercado, que ven un enorme aumento de las inversiones sostenibles (US SIF, 2020, p. 1; Morningstar, 2021, p. 2).

Sin embargo, hay que preguntarse aquí: ¿qué significa realmente la sostenibilidad en el contexto de la ESG? ¿Cómo se puede medir cualitativa y cuantitativamente? Para garantizar la mensurabilidad, hay que recoger, procesar y analizar los datos. Esta función la suelen realizar las agencias de rating, que en el sentido tradicional asumen esta tarea para el mundo de la inversión con la ayuda de analistas especialmente formados. Con el tiempo, estos también se han desarrollado en el ámbito de la ESG y hoy en día representan importantes puntos de referencia para los inversores, que pueden utilizarse como una aproximación al riesgo de impago del crédito, por ejemplo (S&P Global, 2020). Existe una tendencia discernible para que los datos ESG, que bien pueden caracterizarse por diferentes métodos de recopilación y tipos de datos, se combinen en scores globales aproximadas, similares a los ratings de los bonos (S&P Global, 2021). Sin embargo, a diferencia de este último, los métodos de recogida de datos y el diseño de las puntuaciones todavía están sujetos a muchos factores imponderables, que podrían deberse a la joven edad del mercado, pero también a la falta de regulación y estandarización (Windolph, 2011, p. 42).

Además, a menudo se afirma que, a pesar de la comparabilidad creada entre las empresas por estos scores, la comparabilidad de los propios scores y, por tanto, su comprensibilidad es insuficiente. Además, se critica que los propios scores difieran demasiado en el tiempo debido a una práctica viva de las fusiones y adquisiciones (SustainAbility, 2020, p. 7), pero también debido a las innovaciones técnicas, los nuevos requisitos políticos o simplemente las nuevas tendencias de los inversores (Hughes et al., 2021, p. 3). Así, un estudio de 2021 descubrió que una muestra de puntuaciones históricas de 2011 a 2017 del rating ESG de Refinitiv (anteriormente ASSET4) difería en un promedio de -20,6% en dos fechas diferentes de extracción de datos (2018 y 2020), y entre las subpuntuaciones individuales hasta en un -47,4% para E, un +8,6% para S y un +116,2% para G (Berg et al., 2021, pp. 8-9, 34).

Otro factor que no debe ignorarse es la clásica asimetría de la información, que por un lado justifica la existencia de los ratings, pero por otro también pone en tela de juicio la comprensibilidad de los mismos debido a la escasa información sobre el significado del propio rating (Corporate Finance Institute, 2021). Por último, el panorama de los inversores está cambiando y muchos pequeños inversores acuden en masa a los mercados de valores con la ayuda de los “trading apps” (Refinitiv, 2021) y piden datos más simplificados en los que puedan confiar (un fenómeno similar puede verse en el mercado de la alimentación con el ejemplo de la Nutri-Score (Foodwatch International, 2020)).

Con el trasfondo de todos los diferentes impulsores y partes interesadas que rodean el concepto de ESG en el mercado financiero, el objetivo de este documento es explicar mejor sus orígenes y su significado desde la perspectiva de estas mismas partes interesadas e intentar cuestionar de forma crítica si este concepto se mapea de forma significativa para los inversores, especialmente en el sector del rating, es decir, si se puede esperar la sostenibilidad siempre que el término se aplique a una empresa o inversión financiera concreta. Por lo tanto, la pregunta de investigación es: Evaluación crítica de los ratings ESG y su valor informativo en el contexto de la sostenibilidad.

2 Metodología

Los objetivos de esta tesis, expuestos en el apartado anterior, se pretenden alcanzar de dos maneras. En primer lugar, con la ayuda de una amplia investigación bibliográfica, esta tesis presentará los antecedentes, los motivos y los participantes en el surgimiento de la ESG, luego, sobre la base de esta información, iluminará el mercado del rating, sus proveedores y sus tecnologías y, por último, buscará posibilidades y enfoques sobre cómo se puede hacer medible el concepto de sostenibilidad en relación con los ratings ESG. También se investigarán las principales críticas a los actuales proveedores de ratings ESG y las posibles fuentes de error.

Sobre la base de esta comprensión global, se llevará a cabo un estudio de caso utilizando dos proveedores de ratings relevantes como ejemplos para comprobar hasta qué punto los motivos y puntos de crítica recogidos pueden aplicarse también al statu quo y dónde podrían estar las posibles fuentes de error. Esto debería servir para crear una base para nuevas investigaciones y para desarrollar una mejor comprensión de la medida en que el concepto de sostenibilidad ya puede ser calificado de forma creíble y consistente en términos de usuarios.

3 Revisión bibliográfica

3.1 Introducción en la implementación de ESG en los mercados financieros

Antes de analizar en profundidad el mercado de los ratings ESG y sus métodos de recopilación de datos, primero analizaremos sus orígenes y los principales factores que influyen en él. Al hacerlo, no sólo se establecerán sus orígenes teóricos, sino también sus paralelismos y conexiones con la política y los mercados financieros, con el fin de comprender la conveniencia pública de la transparencia, por un lado, pero también la demanda específica de los mercados financieros y los perfiles de los inversores de estos datos y sus calificaciones. Para ello, es necesario abordar también las normas de información como una priorización promovida políticamente a la divulgación de datos y las convenciones e instituciones relacionadas, ya que son partes interesadas igualmente importantes en la preparación y aplicación de los ratings ESG y, en comparación con los mercados financieros, representan intereses públicos de importancia elemental en el panorama general.

3.1.1 Origen y definición de ESG

En la ciencia, ESG representa una especie de término colectivo para los aspectos parciales esenciales de la responsabilidad de las empresas en su ciclo corporativo normal y su inclusión en el proceso de inversión (Schneider & Schmidpeter, 2015, p. 1029). El término se mencionó por primera vez en el Informe del Pacto Mundial de la Organización de Naciones Unidas (ONU) de 2004: "elaborar directrices y recomendaciones sobre cómo integrar mejor las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo en la gestión de activos, los servicios de corretaje de valores y las funciones de investigación asociadas" (United Nations, The Global Compact, 2004, p. ii y vii) y en ese momento representó una invitación a los principales actores del sector financiero para ayudar a dar forma y aplicar las medidas mencionadas (Eccles et al., 2019, p. 577).

Históricamente, los ESG se inscriben en la tradición de la responsabilidad social de las empresas (RSE) (Bowen y Johnson, 1953), que se originó ya en 1953 y se estableció posteriormente como un concepto contrario significativamente más amplio a la entonces conocida doctrina de Milton Friedman " The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits " (Friedman, 1970, p. 32). Concebida originalmente como un instrumento predominantemente social, la teoría de las partes interesadas de Freeman añadió a la RSE las que amplían la responsabilidad en el ciclo empresarial a "...cualquier

grupo o individuo que pueda afectar o se vea afectado por la consecución de los objetivos de una empresa" (Freeman, 1984, p. 46).

Por último, Carroll concretó la responsabilidad corporativa en los cuatro niveles de económico (necesario), legal (también necesario), ético (esperado) y filantrópico (deseado), lo que en definitiva supone no sólo una visión utilitaria de la práctica corporativa, sino que atribuye a la empresa un elemento participativo al estilo de la ciudadanía corporativa (Carroll, 1991, p. 40). Sin embargo, estos modelos son criticados por hacer una distinción demasiado estricta entre los aspectos económicos y los políticos (Scherer & Palazzo, 2011, p. 900), lo que entonces sería menos aplicable a la ESG, que se caracteriza por el mundo financiero, pero representaría un avance en este aspecto.

Sobre esta base teórica, se desarrolló la idea de la Triple Bottom Line (TBL) en el curso del desarrollo sostenible anteriormente mencionado (Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo, 1987, p. 41), que representa un marco de información y contabilidad ampliado por la idea de sostenibilidad (Elkington, 1994, pp. 96-97). Además de su responsabilidad económica genérica, este marco también asigna una responsabilidad social y ecológica a la empresa (Longoni, 2014, p. 5). Por otra parte, se han creado agendas como la Agenda 2030 de la ONU de Sustainable Development Goals (SDGs), que son fundamentales para los objetivos generales que se dirigen a las organizaciones informantes (Naciones Unidas, s.f.-a). Esto creó la base para que los responsables políticos tomaran medidas, que posteriormente se analizarán.

3.1.2 Aparición de normas de información más amplias

La evaluación y la ponderación de los datos ESG fueron precedidas por convenciones de información orientativas, cuyo contenido pretendía impulsar la priorización de los datos materiales en el ámbito del desarrollo sostenible o TBL. Debido principalmente a la atención prestada a la responsabilidad más amplia de las empresas y a la importancia esencial del desarrollo sostenible, no sólo en el sentido económico, sino también en el medioambiental (Rothenberg et al., 2001, p. 240), hubo un deseo creciente de ampliar las normas de información sobre las prácticas empresariales para incluir subáreas esenciales para la evolución reciente. Poco a poco fueron surgiendo convenios y normas internacionales, que posteriormente se transformaron en mayor o menor medida en derecho nacional o supranacional. Los patrocinadores de estas instituciones van desde instituciones multiestatales como las Naciones Unidas hasta organizaciones no gubernamentales (ONG)

y actores privados. Este desarrollo fue precedido por las Líneas Directrices de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para Empresas Multinacionales, que representan un acuerdo internacional sobre el gobierno corporativo responsable, pero con carácter voluntario (OCDE, 2011, p. 13). A continuación, se presentan brevemente las principales normas desarrolladas sobre esta base:

Global Reporting Initiative (GRI)

El primer enfoque, y el de mayor alcance, es la Global Reporting Initiative (GRI, n.d.-b), que se creó en 1997. Sus orígenes se remontan a un proyecto conjunto de la Coalition of Environmentally Responsible Economies (Ceres, s.f.) con el UN Environment Programme (UNEP, s.f.) y, en un principio, estableció los primeros enfoques globales para la elaboración de informes de sostenibilidad con sus directrices, que se actualizaron en varias ocasiones (Schneider & Schmidpeter, 2015b, p. 293). La organización, con sede en Ámsterdam, sigue un enfoque de múltiples partes interesadas y es aplicada por las empresas de forma voluntaria (Global Reporting Initiative, s.d.-a). En 2016, el GRI publicó las primeras normas internacionales para la elaboración de informes de sostenibilidad, las Normas para la Elaboración de Informes de Sostenibilidad, como un desarrollo más de su catálogo de recomendaciones. La última versión de las normas, fiel a la TBL previamente elicitada, incluye normas en las subáreas GRI 200: Económica, GRI 300: Medioambiental y GRI 400: Social (Consolidated Set of GRI Sustainability Reporting Standards 2020, 2020, p. 3). En 2020, las normas han sido aplicadas de alguna forma por el 67% de las N100 y el 73% de las G250 (100 y 250 mayores empresas por ingresos en una economía), lo que también las convierte en clave en la aplicación práctica en este ámbito (KPMG, 2020, p. 25). Su enfoque sistemático demuestra que el GRI trata de medir cómo las prácticas empresariales afectan a los distintos aspectos de su entorno, y no al revés. Asimismo, es evidente en su planteamiento que el mayor número posible de partes interesadas debe participar en la concepción, pero también en el uso de los datos, por lo que en el caso del GRI no se trata tanto de una herramienta al servicio de los inversores.

UN Global Compact

El UN Global Compact, creado sólo un poco más tarde, en 1999, representa la mayor iniciativa mundial de gobierno corporativo responsable y abarca, entre otras cosas, las áreas de los derechos humanos, las normas laborales, el medio ambiente y los

procedimientos de corrupción, como se refleja en sus diez principios rectores (United Nations, s.f.). En términos de enfoque, los principios implican sobre todo

- 7 "Las empresas deben apoyar un enfoque preventivo ante los desafíos medioambientales".
- 8 "[...] emprender iniciativas para promover una mayor responsabilidad medioambiental";
- 9 "[...] fomentar el desarrollo y la difusión de tecnologías respetuosas con el medio ambiente" y
- 10 "Las empresas deben trabajar contra la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno".

(United Nations, s.d.-b) y, por tanto, proporcionan una base para la creación y el desarrollo posterior de puntos de referencia para la presentación de informes, que significan precisamente la mensurabilidad de los objetivos deseados. Existe un cierto solapamiento con el GRI en términos de contenido debido a la relación institucional; así, el GRI pretende cooperar con el Pacto Mundial de las Naciones Unidas para implementar gradualmente sus objetivos más abstractos como normas vinculantes (Global Reporting Initiative, s.d.-b).

ISO 26000 on Social Responsibility

En 2011, además, la International Organization for Standardization (ISO) abordó el tema de la sostenibilidad y emprendió una amplia normalización y estandarización de la responsabilidad social con la Norma ISO 26000 (ISO, s.f.). Proporciona una guía práctica para que las empresas apliquen comportamientos más sostenibles, es decir, un marco de orientación (Schneider y Schmidpeter, 2015a, p. 299). También al igual que la GRI, la ISO 26000 surgió de un proceso de múltiples partes interesadas, que en este último caso incluyó a representantes de los consumidores, el gobierno, la industria, el trabajo, las ONG y el servicio, el apoyo, la investigación y otros (SSRO) (Schneider & Schmidpeter, 2015a, p. 301). En contraste con el carácter ex-post de las normas de información, aquí se definió un marco de acción que examina más de cerca los procesos dentro del ciclo corporativo y, por lo tanto, revela el potencial de optimización con respecto a los objetivos predefinidos. Esto queda especialmente claro en la definición de responsabilidad social orientada a la práctica dentro de la norma ISO 26000: "responsabilidad de una organización por los impactos de sus decisiones y actividades en la sociedad y el medio ambiente, a través de un

comportamiento transparente y ético que contribuya al desarrollo sostenible [...]” (ISO, 2010, p. 3). Sin embargo, la definición de las normas de buen comportamiento organizacional en la ISO 26000 también va acompañada de los llamados *moving targets*, que no significan una responsabilidad exclusiva de la empresa sino compartida por todas las partes interesadas, lo que también revela el carácter multidimensional de la norma ISO en comparación con las normas de información adaptadas unilateralmente a las empresas (Schneider y Schmidpeter, 2015a, p. 308).

Value Reporting Foundation

La Value Reporting Foundation es la organización conjunta de reciente creación del International Integrated Reporting Council (IIRC) y el Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (Value Reporting Foundation, 2021). El IIRC se fundó en 2010 y se basó en una coalición de jurisdicciones, inversores, empresas y ONG. A diferencia de las convenciones antes mencionadas, que tendían a centrarse en la publicación de datos, el objetivo del IIRC era vincular estos datos socioambientales relevantes con los datos financieros de las empresas en una plataforma de información integrada, tendiendo así un puente hacia la contabilidad y, por extensión, hacia cualquier parte interesada en la economía, como los propietarios de capital, los gestores de activos y las agencias de rating, así como los auditores, otras empresas y los reguladores (Schneider y Schmidpeter, 2015a, p. 1013). También de acuerdo con su nombre, la SASB ha desarrollado normas para identificar y comunicar la información sobre sostenibilidad financiera-material a las partes interesadas e inversores pertinentes (SASB, 2021). Estas 77 normas específicas de la industria y su vinculación del pensamiento de sostenibilidad, por un lado, con los hechos y métricas financieramente relevantes, por otro, pueden representar un enfoque aún más basado en el valor para cuantificar la comunicación de datos en interés de los inversores. No obstante, dado el fuerte solapamiento entre ambas organizaciones, no es de extrañar que la unificación de las dos entidades se haya completado en junio de 2021 (Value Reporting Foundation, 2021).

Otros enfoques

Hay algunos enfoques más para nombrar explícitamente, algunos de los cuales tienden a ser más específicos. El Carbon Disclosure Project (CDP) fue la primera plataforma que vinculó la sostenibilidad medioambiental y la estabilidad financiera cuando se fundó en el

año 2000, y ha desarrollado un régimen de información medioambiental específico para los mercados financieros que utilizan más de 2.400 empresas europeas (CDP, s.f.). El Climate Disclosure Standards Board (CDSB), por su parte, vincula dos perspectivas clave de la divulgación medioambiental, a saber, la del rendimiento de la empresa que divulga, por un lado, y la del impacto de sus prácticas en su entorno, por otro, y crea simplificaciones para integrar los datos medioambientales en los informes financieros tradicionales (CDSB, 2021). Por último, el International Accounting Standards Board (IASB), patrono de las International Financial Reporting Standards (IFRS), también está trabajando en una iniciativa más amplia de elaboración de informes de sostenibilidad, que actualmente está consultando en diálogo con otras organizaciones relacionadas (IASB, 2021).

Desarrollo a nivel europeo

Además de su apoyo sustantivo en la ONU, la Unión Europea (UE) también ha establecido sus propios puntos de referencia políticos para formular y aplicar objetivos más concretos y establecer normas. Con sus comentarios sobre la RSE, la UE estableció primero normas en cuanto a la definición del catálogo general de responsabilidades per se y definió las formas de ponerlas mejor en práctica (European Union, 2014a). Esto sentó las bases para un marco más amplio de normas de información no financiera que sería vinculante para los Estados miembros de la UE, con la UE recogiendo y adoptando el contenido de los desarrollos creados previamente por organizaciones como el GRI (European Union, 2014b). Es importante señalar aquí que esta misma directiva fue complementada en 2019 en materia de datos relevantes para el clima por una declaración adicional de la Comisión Europea (European Commission, 2019). Esta declaración contenía una innovación decisiva en este contexto al introducir el *principio de doble materialidad*, que supone que los datos no financieros, por un lado, sirven al público para mejorar las condiciones medioambientales, pero además también pueden convertirse en indicadores financieros si con ello mantienen y/o aumentan el valor a largo plazo de la empresa y su éxito, por ejemplo, a través de tecnologías orientadas al futuro (European Commission, 2019, pp. 6-8). Por lo tanto, la UE también ha identificado una estrecha afinidad del concepto de sostenibilidad en el ámbito político, pero también en el financiero, por lo que también se está acercando a las organizaciones mencionadas, como el CDB o el CDSB, que persiguen enfoques similares. También cabe mencionar su Comunicación sobre los próximos pasos para un futuro europeo sostenible (Unión Europea, 2016), su documento de reflexión

"hacia una Europa sostenible en 2030" (Unión Europea, 2019) y, sobre todo, su Plan de acción sobre la financiación del crecimiento sostenible (Comisión Europea, 2018), que trata específicamente de las medidas para hacer más atractivas y medibles las inversiones sostenibles y, por ello, también se dirige al mercado europeo de rating. Estas implicaciones, en particular, se abordarán más adelante en este documento.

3.1.3 Relevancia de los ESG en los mercados financieros

Una vez debatida la base científica y política de los ESG, también es esencial examinar más de cerca la relevancia de los ESG en el mundo financiero para comprender mejor los motivos y los perfiles de los inversores, pero también para distinguirlos de ciertas estrategias y perspectivas de inversión, que pueden diferir de los ESG per se en cuanto a su concepción y objetivos. La creciente relevancia de las cuestiones ESG puede observarse ya en las ciencias financieras. El gráfico 1 muestra que el número acumulado de artículos científicos que contienen las palabras ESG e inversión ha aumentado constantemente en los últimos años, lo que indica esta misma tendencia.

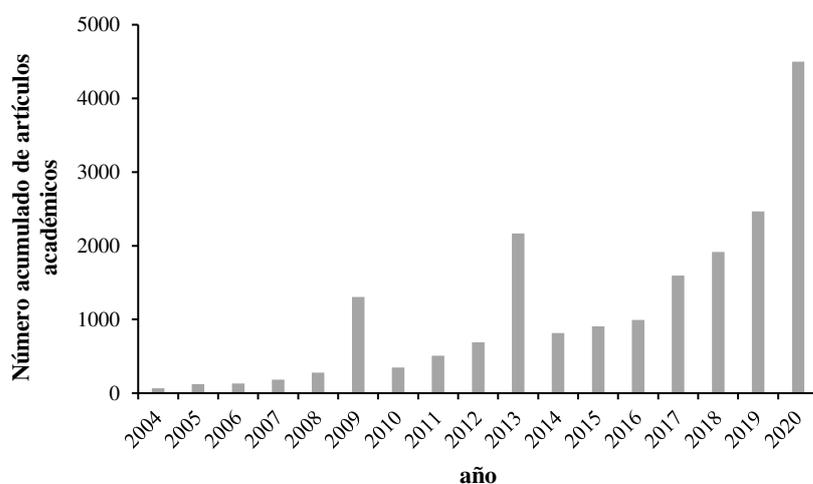


Ilustración 1: Número acumulado de artículos académicos que mencionan ESG en combinación con la inversión a lo largo del tiempo (ilustración propia, datos recuperados a 13.06.2021 de dimensions.ai (Dimensions, 2021)).

Esta tendencia también puede confirmarse en términos económicos. Solo en Estados Unidos, se espera que uno de cada tres dólares se invierta en estrategias de inversión sostenible de aquí a 2020, lo que representa un total de activos de 17,1 billones de dólares en este contexto (US SIF, 2020, p. 1). Además, en el mismo mercado, se observa una cuadruplicación del número de fondos sostenibles hasta 392 y una duplicación de los flujos netos de 2019 a 2020 hasta 51.100 millones de dólares (Morningstar, 2021, p. 2). En

cuanto al contenido, esta tendencia se puede remontar a muchos aspectos diferentes, por ejemplo, el hecho de que la conveniencia política de una mayor divulgación mencionada anteriormente hace que las empresas evaluadas también trabajen más en su buena reputación, lo que en el caso del *greenwashing* corporativo no es necesariamente positivo, pero también por el atractivo de los datos ESG para los inversores, de modo que se informan mejor sobre los puntos de referencia financieros por medio de estos datos, en línea con la doble materialidad ya mencionada. Sin embargo, la aplicación de estos tipos en el proceso de inversión, puede resultar relativamente diferente, lo que no sugiere el carácter general de las cifras anteriormente mencionadas. Esto se puede ver sólo en el número de términos relacionados con la ciencia conocidos en el ámbito de la inversión. Se pueden delimitar varios términos en este contexto. El Socially Responsible Investment (SRI) sirve como un primer término colectivo, que originalmente se remonta al movimiento cuáquero, que acuñó una inversión de acuerdo con los aspectos éticos y fue decisivo para la inversión ética, que está definitivamente en una tradición utilitaria, pero no específicamente en el sentido del concepto de sostenibilidad (Revelli, 2017, p. 712). Según el último informe de SRI del European Sustainable Investment Forum (Eurosif) de 2018, se asignan siete estrategias de inversión al concepto de

Estrategía de inversión SRI	Descripción
Sustainability themed investment	Los fondos monotemáticos o multitemáticos seleccionan las inversiones en función de su relación con la sostenibilidad (Eurosif, 2018, p. 18).
Best-in-Class investment selection	Selección de inversiones basadas en las mejores ESG scores en sectores industriales específicos (ponderados) (Eurosif, 2018, p. 17).
Exclusion of holdings from investment universe	Se excluyen determinados activos o clases de activos, como empresas, sectores o países, en función de los requisitos específicos de su práctica/industria (Eurosif, 2018, p. 22).
Norms-based screening	Selección de empresas en función de su cumplimiento de los estándares y normas internacionales, por ejemplo en el ámbito de la protección del medio ambiente, la legislación laboral, la corrupción, etc. (Eurosif, 2018, p. 20).
ESG Integration factors in financial analysis	La inclusión deliberada de conjuntos de datos ESG en el análisis financiero y en la toma de decisiones de inversión, como una aproximación a los riesgos y oportunidades (Eurosif, 2018, p. 74).
Engagement and voting on sustainability matters	Compromiso a largo plazo de las partes interesadas y los derechos de voto en la empresa para mejorar y hacer más abiertas las prácticas de divulgación y las

	cuestiones de gestión de la sostenibilidad (Eurosif, 2018, p. 21).
Impact investing	Estrategias de inversión que, además de un beneficio económico, pretenden generar un valor añadido social, medioambiental o societario (Eurosif, 2018, p. 36)

Tabla 1: Estrategias de inversión SRI (Eurosif, 2018, p. 13)

Además, el término Responsible Investment (RI) también es fiel a la convención de los Principles for Responsible Investment (PRI), apoyada por la ONU, que lo define y que, al igual que los factores de integración ESG de la tabla anterior, lo considera una estrategia y una práctica de inversión (no definida específicamente) para incorporar los factores ESG en sus decisiones de inversión y en el control de las mismas (PRI, s.f.-b). Esto proporciona una gama relativamente amplia de opciones de diseño diferentes, lo que hace que la demanda y el uso de datos en el ámbito de los ESG sean más complejos y también proporciona más margen para los diferentes diseños de las organizaciones que tienen el propósito de evaluar estos datos. Sin embargo, esta lista muestra por sí sola que bajo unos pocos términos relativamente conocidos, como ISR, existe un número relativamente grande de opciones de estrategias de inversión diferentes, a veces contradictorias, que son difíciles de entender para el pequeño inversor. A menudo, el panorama sugiere que, justo en la tendencia ya descrita en la introducción y también aquí descrita de las inversiones "sostenibles", a menudo también existe la ignorancia, o mejor dicho, la incertidumbre, de cómo exactamente y en base a qué datos se va a lograr esta "sostenibilidad", lo que aumenta en última instancia los requisitos muy altos a la fiabilidad de los proveedores de datos y las agencias de rating utilizados en el proceso de inversión. Este tema se tratará en detalle en los siguientes capítulos.

3.2 Resumen del mercado Europeo de ratings ESG

Tras analizar los principales impulsores y las partes interesadas que están detrás del concepto de ESG y su diversidad de datos, la siguiente sección se centrará en la relación de estos partes con los ratings que consumen, la situación del mercado para las instituciones que de rating que recopilan, analizan, ponderan y clasifican los datos ESG. Tras un repaso de los motivos para los ratings, los principales proveedores de este tipo de calificaciones y de sus características específicas, examinaremos los criterios de distinción entre los ratings, como su diseño, sus métodos o tecnologías de recogida de datos y los tipos de datos que analizan. Esto servirá de base para debatir en una sección posterior la medibilidad de sostenibilidad en los ratings y posibles fuentes de errores e incoherencias, y por lo tanto también proporcionará la base teórica para el estudio de caso.

3.2.1 Relación de inversiones sostenibles y ratings ESG

Mientras que, por un lado, existe la presión público-política para lograr la deseabilidad de los objetivos y promover este desarrollo a través de una mayor transparencia, es decir, la divulgación de datos, por otro lado, hay actores del mercado financiero que reconocen estos objetivos, pero que establecen diferentes prioridades en la multitud de datos posibles con respecto a su estrategia de inversión, sus inversores, su marco de valor general, sus especificaciones, pero también su filosofía en la atribución de determinadas propiedades de utilidad. Esta discrepancia lleva a que los datos exigidos unilateralmente o los publicados según motivos de reputación pública sólo conduzcan condicionalmente al beneficio de un

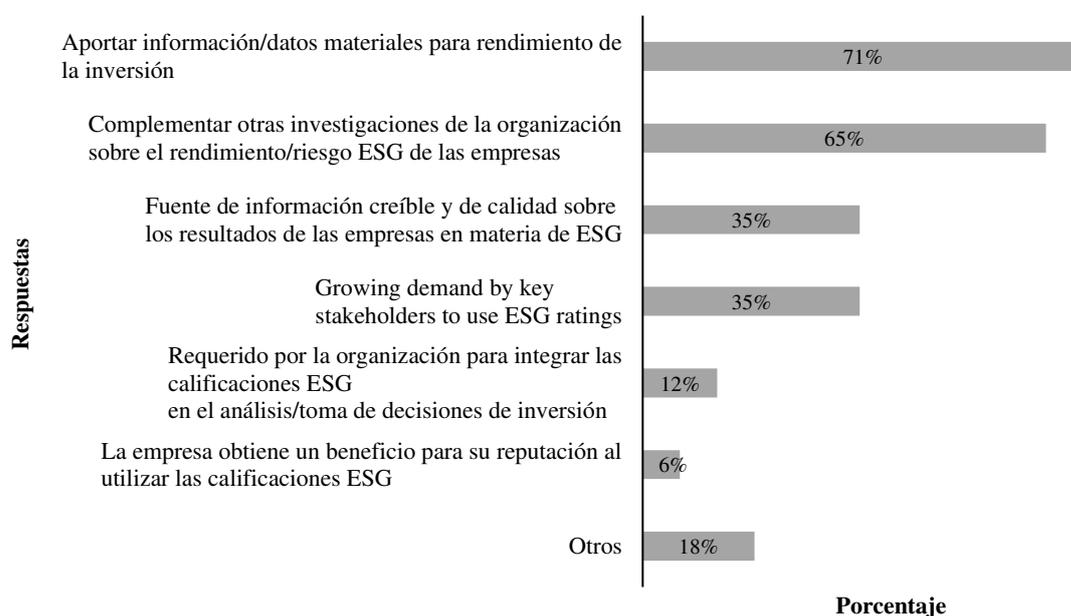


Ilustración 2: Razones para utilizar los ratings ESG (SustainAbility, 2020, p. 21)

posible inversor, o a que simplemente la calidad de los datos y/o el método de recogida no se correspondan con sus ideas. A la luz de los enfoques multipartitos ya mencionados en el marco de las normas de información o incluso del principio de doble materialidad, ya se puede establecer una aproximación. Sin embargo, el tratamiento y la evaluación de los datos y, por tanto, la creación de comparabilidad no es una tarea genérica de las normas de información, sino más bien de las agencias de rating y las instituciones relacionadas, que también deberían surgir en el ámbito de ESG. En el ámbito de ESG, esto incluye tanto la evaluación del rendimiento per se en los subaspectos de ESG, pero también de los riesgos y la controversia, y en su concepción sirve a diferentes inversores y otros demandantes.

Según la ilustración 2, que se basa en una encuesta realizada por el Informe Rate the Raters 2020 de la consultora SustainAbility RSM, los motivos de uso con fines financieros-materiales son visibles con una clara mayoría en términos de rentabilidad y riesgo; otros motivos operativos y sociales parecen menos pronunciados (SustainAbility, 2020, p. 21). También se menciona que la participación de las partes interesadas y la aplicación vinculante de estos factores son especialmente explosivos. Por ejemplo, los mercados financieros se mostraron inicialmente reacios a aplicar criterios ESG o información no financiera, apuntando al llamado "deber fiduciario", que determina la responsabilidad de las personas y organizaciones ante su cliente, que tiene una relación de confianza con ellos; en este caso el inversor que confía su dinero a un gestor de activos (Ransome & Sampford, 2010, p. 121). Este régimen de cumplimiento de normas fuera de la responsabilidad se ha interpretado a veces como que el gestor de activos no estaría cumpliendo su "deber fiduciario" en la aplicación de los datos no financieros. Sin embargo, ahora está surgiendo el panorama contrario, según el cual incumple este deber si no tiene en cuenta los criterios ESG (PRI, s. f.-a).

En última instancia, los ratings ESG sirven como una especie de intermediario entre las empresas, por un lado, y los usuarios de los datos, es decir, el público, los políticos y el panorama inversor, por otro. Por su carácter analizador y evaluador, establecen así un contrapunto a la divulgación meramente positiva, que podría ser útil para mejorar el score ESG, ya que también intentan analizar los aspectos negativos de una empresa y sus prácticas como medida de riesgo. Las formas de hacerlo se explicarán y analizarán en la siguiente descripción del mercado de rating ESG en Europa.

3.2.2 Proveedores de ratings ESG

Al igual que la relevancia académica general de las estrategias de inversión ESG y afines, el mercado de los ratings ESG está sujeto a una demanda cada vez mayor, pero también a muchas fluctuaciones y fricciones. Debido a la gran variedad de proveedores de este tipo de calificaciones, SustainAbility, por ejemplo, cifró el número de calificaciones disponibles en 2018 en más de 600 (SustainAbility, 2020, p. 6), una denominación o análisis de todos los proveedores disponibles alcanza los límites de la procesabilidad de este trabajo, pero también la comprensibilidad de los análisis dirigidos. Por lo tanto, aquí se omitirá esa visión general. Es más importante examinar los proveedores de calificaciones y sus clasificaciones entre sí que tienen la mayor relevancia en la práctica o,

en otras palabras, que se utilizan con mayor frecuencia, cubren la mayor cantidad de empresas y/o tienen la mayor cuota de mercado. En este punto, una visión de conjunto de este tipo difícilmente puede provenir de fuentes secundarias únicamente, ya que el mercado de los ratings ESG cuenta con un número extremadamente elevado de compras y fusiones, lo cual es visible en el Anexo A.

Anexo A: ESG Merger and Acquisition Activity (SustainAbility, 2020, p. 7)

En este punto, sin embargo, tiene sentido averiguar cómo los proveedores de calificaciones pueden distinguirse entre sí y formar grupos que, basándose en una selección de proveedores especialmente relevantes, no representen el mercado en su conjunto, sino la gama de calificaciones y formas de rating en la práctica de los inversores, especialmente en lo que respecta a las empresas cotizadas, y que, por lo tanto, sirvan como una especie de proxy del mercado en su conjunto como muestra relevante para la vida cotidiana. El primer rasgo distintivo podría ser si el propio proveedor de rating recopila datos ESG utilizando diferentes metodologías (que se describirán más adelante), o si los obtiene de terceros y los utiliza como base para sus propias clasificaciones; o si solo recopila datos pero no forma su propia score a partir de ellos, actuando simplemente. Diferentes tipos de proveedores de ratings ESG.

No es ajena a esto la división que hace SustainAbility entre los llamados calificadores activos, es decir, los que recogen activamente los datos de las empresas a calificar, por ejemplo con la ayuda de cuestionarios y otros métodos de indagación, y los calificadores pasivos, o lo que es lo mismo, los que extraen los datos de los informes oficiales de la empresa, los evalúan y elaboran una rating sobre esta base (SustainAbility, 2020, p. 5).

Otro enfoque interesante es categorizar a los proveedores de datos o de rating en función de su pasado y concepción en la perspectiva cuantitativa-pragmática basada en el valor impulsada principalmente por las leyes de la rentabilidad a largo plazo, y la perspectiva basada en los valores que hace hincapié en la valoración cualitativa y los métodos de evaluación (Eccles & Stroehle, 2018, p. 17).

Por último, también podría basarse simplemente en el producto final o en cuál es el servicio principal del proveedor de calificaciones; por ejemplo, si es más solicitado por el propio rating o por los datos, si posiblemente incluso crea sus propios índices o si sólo crea

clasificaciones, que se diferencian de los ratings en que éstas asignan colocaciones, pero los ratings tienen un valor necesario para la colocación en una escala especialmente creada.

Sobre la base de los parámetros mencionados, es posible realizar clasificaciones (independientemente de las posibles tecnologías utilizadas) desde las más diversas perspectivas. Por lo tanto, también para evitar posibles solapamientos de los parámetros, mi visión general no debe contener todos estos criterios, sino que debe orientarse hacia ellos. En la selección de los posibles proveedores de rating, que ahora deben incluirse en la visión general del mercado, debe realizarse una selección como ya se ha mencionado anteriormente. Dado que el enfoque de este trabajo, también medido por el contenido del estudio de Gestión Internacional con enfoque en Finanzas y Contabilidad, se basa claramente en la perspectiva basada en el valor y los contextos económicos, especialmente en los mercados financieros, con respecto a la aplicación de ESG están en primer plano aquí en comparación con los pensamientos basados en los valores, que son más bien para ser asignados a la política o la sociología y ciencias afines, la decisión se hace a favor de la relevancia práctica de los inversores. Por lo tanto, enumeraremos y consideraremos a estos proveedores de rating, que se nombran en el informe más reciente de Rate the Raters como los proveedores más populares y más frecuentemente mencionados entre el amplio grupo de prueba del informe (SustainAbility, 2020, p. 43) y adicionalmente el Vigeo-Eiris, que parecía frecuentemente en la prensa. Así, se investigaron los proveedores Bloomberg, CDP, FTSE Russell, ISS Ratings, MSCI, RobecoSAM, Sustainalytics, Thomson Reuter's y Vigeo-Eiris. La tabla de datos puede verse en la siguiente página y está basada en información recopilada a partir de la información disponible públicamente en los sitios web de las empresas, en informes corporativos y otras fuentes de empresas públicas.

	Bloomberg	CDP	FTSE Russell	ISS Ratings	MSCI	RobecoSAM	Sustainalytics	Thomson Reuter's	Vigeo-Eiris
Headquarter	New York City (USA)	Multi-location based	London (UK)	Rockville (USA)	New York City (USA)	Rotterdam (Netherlands)	Amsterdam (Netherlands)	New York City (USA) and Toronto (Canada)	Montreuil, Paris (both France)
Foundation	1981	2000	1995	1985	1986	1995	1992 (Jantzi Research)	1851	2015 (Merger)
Ownership / Entity	Private	Non-profit charity	Private	Private	Public	Private	Private	Public	Private
Corporate Structure	Majority owned by Michael Bloomberg	/	Owned by London Stock Exchange Group plc	Majority owned by Deutsche Börse AG	Publicly listed on NYSE (part of S&P500)	Owned indirectly by ORIX Corporation (Japan)	Owned by Morningstar (USA)	Publicly listed on NYSE and TSX, majority stake of Thomson family	Majority owned by Moody's (USA)
Main products	Finance, Software, Data and Media	Disclosure Systems, ESG Scoring	Stock market indices	Proxy Voting, ESG Data, Analytics and Services	Finance company (Rating, asset management, etc.)	Asset management, ESG Data	ESG Data provider, Analytics and Services	Media & Data	ESG Data, Analytics and Services
Name of relevant ESG product(s)	Bloomberg ESG Disclosure Score	CDP Score	FTSE Russell's ESG Ratings	Multiple ESG Data & Ratings	ESG & related Indices	RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment	Multiple Ratings	Thomson Reuter's ESG Scores	Multiple scores and indices
Operating category	Data-provider	Data-provider	Rating	Rating	Indices	Rating	Data-provider	Data-provider	Rating

Tabla 2: Resumen de los proveedores de ratings ESG relevantes (presentación propia)

Llama la atención que, sobre todo entre los proveedores de calificaciones mencionados en el informe Rate the Raters (y, por tanto, especialmente populares), se identifiquen casi exclusivamente entidades del sector privado. Esto puede explicarse probablemente por el elevado número de adquisiciones y fusiones mencionadas al principio de esta sección, pero no obstante da la impresión de que los inversores tienden a confiar en los datos de los proveedores privados más que en los proyectos sin ánimo de lucro (CDP fue la única excepción aquí). Esto también podría ser un indicio de una posible discrepancia entre las perspectivas basadas en valores y en valores de los proveedores. Una tercera interpretación podría ser que, desde el punto de vista del informe mencionado en Rate the Raters, hay muy pocas calificaciones de organizaciones no lucrativas que cumplan sus normas. En cualquier caso, la división en proveedores más basados en índices y más orientados a los datos fue más difícil que en los estudios anteriores, ya que las numerosas fusiones crearon entidades mixtas que cubren cada vez más ambos subámbitos.

3.2.3 Métodos y tecnologías de recogida de datos

Después de explicar qué tipos de proveedores existen en el mercado del rating, vamos a examinar los diferentes enfoques o tecnologías que utilizan para recoger datos y los tipos de datos que recogen, con el fin de comprender mejor la base teórica de un rating. Esto debería permitir comprender cómo proceden específicamente los calificadores en la ponderación de estos datos y cómo debe considerarse esta ponderación en retrospectiva del método de recogida de datos. Antes de proseguir con los análisis, es importante retomar el tema de los calificadores activos y pasivos, que ya hemos abordado. De forma similar a la distinción entre los calificadores que recogen datos de forma activa y los que sólo adquieren datos de forma pasiva de otros organismos, se pueden identificar dos direcciones similares en el ámbito de la recogida de datos. Por un lado, se habla de la llamada *signalling*, es decir, la divulgación de información por parte de la empresa y la inclusión de estos datos en los análisis de sostenibilidad, por ejemplo (Windolph, 2011, p. 64). A partir de estos datos, se pueden crear etiquetas u otras clasificaciones, que hoy en día son especialmente comunes en la industria alimentaria (de Boer, 2003, pp. 261-262). Por lo tanto, la iniciativa proviene del objeto del rating. Por el contrario, se habla de *screening* cuando la iniciativa parte del sujeto del rating, es decir, las partes interesadas, los consumidores o los inversores recogen ellos mismos los datos y los analizan y evalúan en términos de sostenibilidad (Windolph, 2011, p. 64; Rischkowsky & Döring, 2008, p. 289). Ambos diseños tienen una relevancia considerable para los proveedores de calificaciones;

por ejemplo, la información financiera ya debe ser publicada por la empresa. Es difícil que la investigación externa sustituya la precisión de la contabilidad. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, existe el peligro, sobre todo en el ámbito de la sostenibilidad, de que los datos publicados voluntariamente por la empresa, algunos de los cuales son cualitativos, estén destinados a mejorar su reputación positiva y que la empresa probablemente esté omitiendo verdades más desagradables, es decir, que esté participando en una forma *greenwashing* (Windolph, 2011, p. 64). El enfoque principal, especialmente en esta sección y también más adelante con respecto a los mecanismos de score, será el *screening*.

Si, por ejemplo, se crea un score ESG, ésta se basa, fiel a su definición, en el rendimiento subjetivo de una empresa en los ámbitos medioambiental, social y de gobernanza. Cada una de estas subáreas requiere datos que puedan medir el rendimiento de la empresa. A modo de ejemplo, para poder describir esta variedad de datos, se accedió a la página inicial de ESG de Daimler AG en un terminal de Bloomberg (Bloomberg L.P., 2021). Por lo tanto, se proporcionaron las siguientes métricas en las respectivas subcategorías:

Environmental	Social	Governance
GHG/Revenue	Women Empls Mgmt Ratio	Independent Directors %
Energy/Revenue	Women Employees %	Percent of Board Members that are Women
Water/Revenue	Employee Turnover %	Director Avg Age
Waste/Revenue	Employees Unionized %	Director Meeting Attd %
Water Recycled %	Lost Time Incident Rate	Board Size

Tabla 3: Metrics for ESG Sub-Categories of Daimler AG (Bloomberg L.P., 20201)

Por tanto, es fácil ver que los tipos de datos y las escalas asociadas son relativamente diferentes y que, por tanto, los respectivos métodos de medición también difieren entre sí. Por ejemplo, a un parámetro científico, como las emisiones de gases de efecto invernadero por ventas en la categoría de Medio Ambiente, le sigue el porcentaje de mujeres empleadas en la categoría Social o simplemente el tamaño del Consejo de Supervisión en la categoría de Gobernanza. Es obvio que algunos de estos datos sólo podrían ser publicados por la propia DAIMLER AG, pero sobre todo los datos medioambientales también pueden basarse en análisis de terceros que trabajen sobre una base cíclica global. También es digno de mención cómo, incluso en este breve resumen, ciertos subaspectos sugieren que pueden

indicar ESG o sostenibilidad como un indicador particularmente representativo. De acuerdo con la distinción entre las agencias de rating basadas en valores y las basadas en valores, aquí ya se puede plantear la hipótesis de si la selección de ciertos indicadores se basa en el beneficio subjetivo de la medición, por lo que estas categorías también difieren entre sí en su enfoque, las variables o proxies requeridas para ello y luego también las valoraciones (Eccles & Strohle, 2018, pp. 31-32).

Analyst-Driven

Según los autores, los ratings ESG se basaron inicialmente en la investigación humana, que posteriormente desarrolló sus propios métodos de investigación, por ejemplo, para recopilar y evaluar las declaraciones de las empresas, los artículos de revistas, los datos del sector y otros factores (Hughes et al., 2021, p. 3). El analista tiene la mayor parte de las funciones clave en este modelo, ya que desarrolla la metodología, procesa los datos, los analiza y, finalmente, genera el rating basado en sus análisis, utilizando la AI únicamente para la recogida de datos; así, finalmente, aplica un modelo de datos estructurado. (Hughes et al., 2021, p. 3).

AI-Driven

Por otro lado, están los enfoques basados en la Artificial Intelligence (AI), también llamados proveedores de rating ESG alterativa, que se diferencian del enfoque impulsado por los analistas en que obtienen señales de datos no estructurados y, por lo tanto, participan en una forma de raspado (Hughes et al., 2021, p. 3). A continuación, se procede de forma que los analistas también desarrollan la metodología como en el primer caso, pero luego generan algoritmos en colaboración con ingenieros y/o científicos de datos, que luego se encargan de forma independiente de la recogida de datos, el análisis y la generación de calificaciones (Hughes et al., 2021, p. 3).

Por lo tanto, las etapas esenciales del rating, o de la clasificación o score, se basan en la AI y no en los analistas de los proveedores alternativos. Esto también modifica la mensurabilidad y comparabilidad de los ratings respectivos, que, debido a su carácter más cuantitativo, parecen ser significativamente más elaborados pero también más precisos, aunque su complejidad posiblemente también podría crear más confusión. De acuerdo con las preferencias de los inversores, que ya se han discutido en una sección anterior, estos nuevos enfoques probablemente todavía juegan un papel subordinado, al igual que muchas

cosas todavía no están claras debido al considerable crecimiento de la industria de la inversión ESG y la alta fluctuación entre los proveedores de rating, pero también debido al estado todavía relativamente temprano de la investigación. Sin embargo, el objetivo de este documento es revisar la valoración crítica del contenido informativo de las puntuaciones ESG relevantes en la actualidad, por lo que en la siguiente sección, pero también en el estudio de caso, el enfoque *analyst-driven* estará en primer plano

3.3 Medir la sostenibilidad en ratings ESG

Las secciones anteriores han mostrado que el concepto de ESG, incluyendo su historia teórica y científica, sus principales actores, su conveniencia, sus beneficios cualitativos pero también cuantitativos con respecto al principio de doble materialidad, está sujeto a un apalancamiento extremo del mercado, a diversas perspectivas, a consideraciones de beneficios y a diferentes tecnologías. Las categorías supuestamente muy claras y estructuradas de lo medioambiental, lo social y la gobernanza parecen, por tanto, a segunda vista, más bien un conglomerado de los datos más diversos, la calidad más diversa y los enfoques de evaluación más diversos, que en última instancia, utilizando el score como ejemplo, pretenden, sin embargo, simplificar, normalizar y garantizar la mensurabilidad de la sostenibilidad, sea cual sea su naturaleza. Llegados a este punto, hay que volver a señalar la función clave de estas calificaciones, que tienen debido a la reconocida asimetría informativa, pero también los riesgos, que no pueden ser resueltos por los ratings debido a un panorama de calificaciones confuso y difícil de entender, precisamente cuando éstas mismas no parecen ser comprensibles (con lo que el principal argumento de la teoría de la agencia se utilizaría contra sí mismo (Corporate Finance Institute, 2021)).

La selección de las agencias de rating por parte de los inversores en el informe Rate the Raters 2020 también sugiere que "el tamaño importa", es decir, el nivel de conocimiento, desempeña un papel importante, lo que resulta evidente por el hecho de que los proveedores más basados en valores, como VIGEO-EIRIS o los ratings basadas en la IA, no figuraron (SustainAbility, 2020, p. 43). Este hecho, por supuesto, aumenta las exigencias precisamente a estas pocas calificaciones, que pueden estar seguras de una alta presencia en el panorama de los inversores, cargando así con una mayor responsabilidad. Cabe preguntarse en este punto si, precisamente por esta presencia y por su carácter mayoritariamente privado, estas calificaciones ponen entonces menos énfasis en la transparencia de lo que presumiblemente harían los actores público-estatales en una

posición comparable (preocupaciones como el Plan de acción sobre la financiación del crecimiento sostenible (Comisión Europea, 2018) insinúan al menos la atención de los actores políticos a esta hipótesis).

Windolph va más allá de las cuestiones ya mencionadas en su detallada revisión de los problemas de los ratings de sostenibilidad de las empresas, donde ve los siguientes retos:

- Falta de estandarización en cuanto a la versatilidad de los enfoques y resultados, su evaluación y comparabilidad,
- Falta de transparencia, especialmente en lo que respecta a la metodología, los KPI, los criterios y las métricas,
- Sesgo en cuanto a los subcriterios, a favor de las empresas más grandes, a favor de las exigencias de los inversores.
- "Trade-offs" en el sentido de un único score, que puede compensar las puntuaciones particularmente pobres en un área con otras mejores en otro aspecto
- Falta de credibilidad de la información respecto a las propias empresas divulgadoras y falta de verificación de los datos facilitados.
- Falta de independencia entre las agencias de rating y las empresas calificadas (Windolph, 2011, p. 42).

Falta de estandarización

"Developing Sustainability Benchmarks" y "etter integrating Sustainability in Ratings and Research" son dos piedras angulares del "Action Plan: Financing Sustainable Growth" publicado por la Comisión Europea en 2018 (Comisión Europea, 2018, p. 17). Esta autoridad supranacional aborda así precisamente la cuestión que Windolph ya describió en su lista de criterios: que el término sostenibilidad y su significado material se utilizan pero no son definidos por el Estado, y que por tanto no hay claridad sobre lo que se entiende por ello. Sin embargo, la mencionada tendencia hacia las inversiones "sostenibles" no ha conducido necesariamente a un mejor conocimiento por parte de los inversores de aquello en lo que realmente están invirtiendo su dinero; éstos ceden esta responsabilidad a los ratings e índices, que se han fijado como objetivo ofrecer un producto que corresponda a este salto de fe. Más bien, Windolph identifica las diferentes expectativas del propio término y los diferentes métodos internos de contabilidad de la SC como motivos clave para la falta de estandarización (Windolph, 2011, p. 42).

Falta de transparencia

Aunque, como en el caso de la génesis político-social de las normas de información y la conveniencia pública de una responsabilidad empresarial más amplia para el medio ambiente directo e indirecto, la divulgación de las preocupaciones y los códigos comunes fue grande, la evaluación final de los datos y también los procesos detrás de (1) la creación de los datos en la empresa que se evalúa y (2) los motivos concretos detrás de la institución de recopilación de datos, como a qué inversores sirve, cómo se dirige, etc., es mucho más difícil de rastrear. considerablemente más difícil de rastrear, lo que podría seguir cuestiones problemáticas similares a las ya mencionadas bajo la falta de estandarización (Windolph, 2011, p. 45). Incluso se podría afirmar que estos dos factores podrían ser mutuamente dependientes. Aquí también es importante la cuestión del patrocinio específico y el dilema de lo privado frente a lo estatal, pero también la distinción organizativa entre basado en valores y basado en valores.

Sesgo

Los sesgos en los ratings pueden producirse en puntos muy diferentes del proceso de rating. En primer lugar, se podría considerar cómo la empresa editora prioriza los datos o si pondera una subárea de ESG con más fuerza que otra, lo cual es rechazado por Windolph, sin embargo, en referencia al carácter integrador de estos datos, para animar a la empresa a gestionar los tres componentes simultáneamente y no sólo permitir una sección de ellos (esta última posibilidad se discute críticamente en el término "trade-offs"), (Windolph, 2011, p. 45). Más bien, reconoce sobre todo consideraciones económicas, es decir, la perspectiva basada en el valor, como la relevancia de una empresa para una cartera o un índice, o además su posible impacto a través de una valoración particularmente buena / mala como criterio de distorsión, que sobre la base de lo dicho diferentes empresas serían percibidas de manera diferente y en consecuencia también valoradas con diferente rigidez, lo que reduce la comparabilidad entre las valoraciones individuales (Windolph, 2011, p. 45).

"Trade-offs"

Una categoría especialmente llamativa es la representada por los "trade-offs", que según Windolph se deben a que la multidimensionalidad de las subscores se pierde en una score global, muchos más resultados particularmente pobres en una score pueden relativizarse en

otro score, y al mismo tiempo la visibilidad de la conexión entre la práctica corporativa genérica-estratégica y sus esfuerzos de sostenibilidad se considera por separado en los ratings, para ver todo acumulado de nuevo al final, lo que aumenta la comprensibilidad, pero también la susceptibilidad al error (Windolph, 2011, p. 45). También aquí se puede identificar discretamente un pequeño nicho para el *greenwashing* ya mencionado varias veces, que compensa específicamente otra categoría, quizás descuidada, mediante un destaque especialmente positivo en una categoría, que por supuesto va en contra del sentido de sostenibilidad general de la empresa (Windolph, 2011, p. 64).

Falta de credibilidad de la información

La cuestión de la credibilidad también está relacionada con el apartado anterior. Si se parte de una agencia de rating no sólo en su función de cribado, sino también en el registro y procesamiento de la señalización, es fácil ver que, por ejemplo, en los cuestionarios emitidos a las empresas, por así decirlo, la invitación a introducir los datos en función de las capacidades, pero tal vez también de las preferencias de la empresa, no conduce a una fiabilidad del rating, sino que habría que cuestionar críticamente si en el proceso de recogida de datos estos también fueron verificados (Windolph, 2011, p. 43). A pesar de la práctica ya establecida de verificar cada vez más los datos, sigue habiendo zonas grises en algunos ámbitos de los datos, sobre todo cuando el conocimiento sobre el indicador más adecuado o las normas de información aún están poco desarrolladas, en las que simplemente hay que confiar en las empresas divulgadoras, lo que no aumentaría la comprensibilidad del rating en el curso del problema de transparencia ya mencionado (Windolph, 2011, p. 45).

Falta de independencia

Por último, Windolph aborda de nuevo el problema de la agencia en el sentido de que, por un lado, los ratings intentarían eliminar una asimetría de información, pero por otro lado, debido al carácter privado de los actores más importantes del mercado de calificaciones y su participación en industrias de la información con poco control o acceso por parte del público, también podrían dejar abierto a qué partes interesadas sirven, con qué medios y en qué condiciones (Windolph, 2011, p. 46). Esto también se enfatiza en el problema de los ratings "ordenadas", que son solicitadas activamente por las empresas (Windolph, 2011, p. 46).

Los puntos de crítica mencionados sucesivamente han hablado por sí mismos en este punto. En el siguiente estudio de caso, servirán para arrojar una luz crítica sobre los dos objetos de investigación. Cabe señalar aquí que se tratan tanto los problemas dentro del rating específica, como los problemas en ámbitos superiores, como la pertenencia a un grupo de empresas o las autoridades de control, que están bastante menos presentes, lo que también establece otro marco importante para el próximo estudio de casos.

4 Estudio de caso

4.1 Metodología

El siguiente estudio de caso pretende tratar intensamente las críticas a los ratings ESG mencionadas en la última sección. A lo largo del trabajo realizado hasta ahora, se ha establecido que las formas de inversión sostenibles son cada vez más demandadas por un amplio abanico de partes interesadas, que se desea pública y políticamente un mejor rendimiento de las empresas en materia de sostenibilidad y que los inversores sostenibles desempeñan un papel crucial como capitalistas de riesgo para promover las buenas prácticas corporativas y descuidar las malas. Por otro lado, desde el punto de vista de los inversores, la ESG también es una preocupación, ya que ven en ella una materialidad no sólo cualitativa, sino también cuantitativa, es decir, indicadores de una mejor oportunidad de retorno o de evitar riesgos. Por tanto, es legítimo preguntarse en este punto: ¿los ratings actuales miden realmente lo que se entiende por sostenibilidad? ¿El resultado de la medición se basa incluso en una determinada materialidad, o es significativo incluso más adelante? ¿Puede un score, que inevitablemente tiene que simplificarse para generar unas pocas medidas de rendimiento que sean comprensibles para las masas, hacer justicia al objetivo de medir la sostenibilidad real y también aplicar esto en sus métodos de score? Las preguntas en este punto son muy diversas y ya se han abordado parcialmente dentro de esta tesis en relación con el marco de valores de la agencia de rating (Eccles & Strohle, 2018, p. 17), o el horizonte del respectivo usuario del rating. En vista de la gran fluctuación del mercado del rating (véase el cuadro 2), los factores políticos de varios niveles y el rápido tiempo de cambio de las propias calificaciones (Berg et al., 2021, pp. 8-9, 34), esta parte de la tesis intentará comprender mejor el statu quo y cuestionar si especialmente el gran aumento de usuarios de estas calificaciones ya hace justicia a la calidad del rating. Por este motivo, se examinarán aquí dos puntuaciones especialmente relevantes para los inversores y los inversores profesionales, sobre la base de los criterios expuestos en la sección anterior. Con ello se pretende poner de manifiesto y abordar las posibles deficiencias, pero también cuestionar críticamente la actual tendencia a las inversiones "sostenibles".

4.1.1 Carácter de la pregunta

Debido a la gran fluctuación del mercado de las ratings ESG, a los cambiantes actores y también al marco general de los nuevos grupos de inversores que se incorporan a los

mercados financieros a través de aplicaciones comerciales u otros nuevos tipos de productos, tanto el estado de la técnica como las cada vez más frecuentes comprobaciones cruzadas de los ratings todavía no son plenamente capaces de realizar una evaluación comparativa regular y razonable, lo que dificulta la evaluación de la situación actual, que también se debe a unos organismos de supervisión posiblemente poco desarrollados. En general, se escuchó con frecuencia el deseo de más transparencia, pero para cada petición debe haber también una justificación. Dado que el propósito de este estudio es comprender mejor el rating a través del análisis de contenido cualitativo y las fuerzas que existen dentro y alrededor del rating y que influyen en su validez, esta es una pregunta de investigación exploratoria.

4.1.2 Diseño de la investigación

El diseño de la investigación que se aplica aquí es un estudio de casos, que se ocupa específicamente de la información que las agencias de rating divulgan sobre su proceso de recopilación de datos y su mecanismo de score, con el fin de clasificarla y analizarla en función de las seis categorías de la sección anterior y evaluar críticamente su importancia en relación con el concepto de sostenibilidad. El marco está limitado por la viabilidad del documento, pero también por la amplitud de los análisis, ya que en este estudio sólo se pueden analizar con más detalle dos proveedores de rating, lo que plantea un problema de representatividad para otras calificaciones o variables no consideradas. Sin embargo, la metodología se justifica si trata de averiguar y describir primero las variables básicas de un fenómeno, lo que hace justicia al carácter exploratorio de la pregunta de investigación, pero también al objetivo crítico del trabajo, que no es precisamente conseguir pruebas cuantitativas-estadísticas, sino crear la base para otras preguntas; en otras palabras, también comprobar la justificación de las preguntas que ya se han formulado.

4.1.3 Determinación de los criterios y variables de medición

Para el análisis de contenido cualitativo, es necesario definir las variables que pueden utilizarse para medir el criterio respectivo que se va a presentar. Las variables se basan en parte en los problemas abordados en esta tesis y en parte en consideraciones y sugerencias personales. En la siguiente tabla 4 se puede encontrar una visión general de estas variables:

Código	Criterio	Variables concretas
A	Estandarización	A1. Proyectos de armonización con otros proveedores de rating / proyectos de Reporting A2. Inclusión de factores externos en la metodología
B	Transparencia	B1. Revelación de los métodos de recogida de datos B2. Revelación de la selección de datos B3. Revelación del mecanismo de score
C	Sesgo	C1. Selección de las empresas a evaluar C2. Métodos de ponderación
D	Trade-offs	D1. Composición del score total D2. Ponderación geográfica D3. Ponderación específica del sector D4. Ponderación en las puntuaciones parciales
E	Credibilidad de la información	E1. Información sobre cuestionarios/recopilación de datos primarios E2. Información sobre el uso de datos secundarios E3. Información sobre los datos de las instituciones públicas
F	Independencia	F1. Detalles de la propiedad F2. Información sobre la estructura de gestión F3. Información sobre la cooperación con otros proveedores de ratings

Tabla 4: Variables de medición del análisis de contenido cualitativo (representación propia)

4.1.4 Selección de los elementos de la prueba

Como ya se ha puesto de manifiesto en los apartados anteriores, esta comparación no pretende basarse en las posibles tecnologías o proveedores que serán especialmente "atractivos" en el futuro, sino más bien describir el grupo específico de proveedores que es relevante en la actualidad. Por ello, se ha optado por dos proveedores, ambos muy destacados en cuanto a calificaciones ESG en la plataforma Bloomberg Terminal (Wall Street Prep, 2018), de uso indiscutiblemente frecuente en el mundo financiero: RobecoSAM y Sustainalytics.

4.1.5 Recogida de datos

En el transcurso del análisis de contenido cualitativo, se recopilan los datos publicados por las empresas o sus empresas matrices en sus sitios web corporativos y otros informes, así

como los cuestionarios disponibles y otro material adicional, como las publicaciones de terceros proveedores en cooperación con los proveedores de rating pertinentes, y se evalúan de acuerdo con las variables establecidas en cada caso. Los datos recogidos se presentan en tablas más adelante en el apéndice y las observaciones que se desprenden de ellas se elaboran en la discusión.

4.1.6 Introducción a los objetos de estudio

Breve presentación de SAM CSA Assessment

El SAM Corporate Sustainability Assessment (CSA) de SAM es el negocio de rating ESG que fue adquirido por S&P Global Ratings de RobecoSAM en enero de 2020. El índice está considerado como uno de los principales y ha sido utilizado como indicador de rendimiento por SAM y S&P Dow Jones desde 1999 (S&P Global, s. f.-a). Standard & Poors es un proveedor de rating crediticia de Estados Unidos con una larga historia de más de 150 años y más de 46,3 billones de dólares en deuda calificada (S&P Global, s. f.-b).

Breve presentación de Sustainalytics

Sustainalytics se remonta al Grupo de Investigación Jantzi, que se fundó en 1992 y participó en el primer Índice Social con este nombre ya en el año 2000. El nombre Sustainalytics surgió en 1999 en una cooperación entre Jantzi y Sustainalytics Netherlands y ha sido el nombre común desde la fusión en 2009. Tras varias adquisiciones de proveedores de datos y de rating, Sustainalytics fue finalmente comprada por Morningstar en 2020, que ofreció un score ESG basada en los datos de Sustainalytics desde 2016 (Sustainalytics, s. f.). Sus principales productos hoy en día son la investigación ESG, diversos ratings ESG y calificaciones para inversores institucionales y empresas. Para ello es fundamental el ESG Risk Score, que formará parte de este estudio de caso como contrapartida al SAM CSA de S&P Global (Sustainalytics, s. f.).

4.2 Discusión de los resultados

4.2.1 Observaciones generales

Antes de analizar cada uno de los aspectos, cabe señalar que, aunque las dos puntuaciones seleccionadas tienen un contenido ESG en sentido amplio, son sin embargo diferentes en su concepción final. Por ejemplo, el SAM CSA evalúa a las empresas en una escala en la que cuanto mejor se comporten, mayor será su score (S&P Global, 2021), mientras que ESG Risk Score de Sustainalytics parte de diferentes tipos de riesgo y asigna un valor numérico más alto, que equivale a un mayor riesgo, a su cresta de competencia en función de su gravedad (Sustainalytics, 2021). En consecuencia, la ciclicidad de la recogida de datos, los datos seleccionados, la composición del score y también el alcance específico de la misma también difieren. Sin embargo, esta diferencia no hace inútil el análisis de contenido cualitativo; al contrario, ambos representan un aspecto esencial del actual universo de ratings ESG y la representatividad aumenta dentro del estrecho ámbito de este estudio de caso si no se mide exactamente el mismo enfoque por dos proveedores diferentes. Por otro lado, a la inversa, esto vuelve a reducir la comparabilidad entre las dos puntuaciones. Sin embargo, este no es el objetivo principal de este estudio, sino cuestionar críticamente si las puntuaciones especialmente relevantes cumplen una serie de criterios, tras lo cual se podría suponer más bien que pueden transmitir su materialidad en el sentido general.

En aras de la legibilidad, las observaciones específicas con las correspondientes referencias se encuentran en el apéndice. En el Apéndice B figuran las observaciones de la CSA de SAM, y en el Apéndice C las observaciones del ESG Risk Score de Sustainalytics.

Anexo B: Recogida de información sobre el SAM CSA Assessment (presentación propia)

Anexo C: Recogida de información sobre el Sustainalytics ESG Risk Score (presentación propia)

4.2.2 Estandarización

En comparación con el momento en que se redactaron estos criterios, el panorama del rating, incluso entre los proveedores más conocidos, estaba posiblemente algo más fragmentado, lo que en sí mismo justifica la crítica inicial. Debido a las numerosas transacciones empresariales que han tenido lugar entretanto, como puede verse en el Apéndice A, no sólo se han intercambiado y fusionado cuotas de mercado, sino también conocimientos, experiencia, fuentes de datos y potencial de innovación. Por lo tanto, el problema de la falta de estandarización no parece ser tan relevante en el momento de este documento como lo fue diez años antes. Esto también se desprende del hecho de que las dos calificaciones examinadas aquí están ahora bajo los auspicios de los principales actores del sector del rating en general y, por lo tanto, están expuestas a normas de información interna y de calidad considerablemente más elevadas como resultado de esta mera integración organizativa. Además, ambos se han sentido obligados a reconocer las normas del GRI, lo que también garantiza un cierto interés público por parte de las dos agencias. Sin embargo, el motivo que hay detrás de esto es incierto, ya que las agencias de rating también pueden ser acusadas de "greenwashing", es decir, de relativizar la utilidad para las grandes empresas y los inversores marcando selectivamente los datos recogidos según las normas de información. Sin embargo, esto es una especulación. De hecho, al menos según sus sitios web, ninguno de ellos tiene un organismo específico de control del rating ESG, que simplemente no existe.

4.2.3 Transparencia

Con respecto a la transparencia, probablemente lo que más se reveló fue lo relativo a los dos proveedores. Los dos sitios web fueron diseñados de forma muy diferente. Por ejemplo, cabe señalar que la sección de SAM fue completamente absorbida por el sistema de S&P Global, mientras que Sustainalytics tenía una página web que era en gran medida independiente de Morningstar, probablemente debido a su mayor gama de productos. La elaboración de la información y de los informes disponibles era bastante más abierta y accesible en la SAM, pero también era evidente que algunos informes sólo se divulgaban después de haber solicitado ciertos datos personales. Independientemente de estas observaciones preliminares, el panorama de la transparencia en términos de contenido también fue muy diferente. SAM dio un buen ejemplo en este sentido, proporcionando una amplia gama de material de datos tanto en la funcionalidad de su score, las ponderaciones en las puntuaciones específicas de la industria, los métodos de recogida de datos y,

especialmente, en los cuestionarios y las variables de influencia adicionales, que sólo dejaron abierta la ponderación individual de las preguntas individuales y la aplicación de ciertas preguntas individuales en las industrias. En cambio, de los materiales de Sustainalytics se puede extraer mucho menos. Aunque aquí se formaron categorías variables y se presentó la aritmética del rating a modo de ejemplo, Sustainalytics fue bastante reticente en cuanto al desglose y la ponderación exactos, también en relación con los distintos sectores. Esto no influye necesariamente en la calidad de los datos evaluados, ni en la calidad de los propios análisis, pero la justificada objeción de que lo que se mide debe ser también comprensible se ve contrarrestada, al menos en el caso de Sustainalytics.

4.2.4 Sesgos

En cuanto a los posibles sesgos, también se debe a la falta de información ya descrita que no se pueden hacer aquí afirmaciones más precisas. Sin embargo, en las descripciones de los dos universos de rating se nota sutilmente que tienden a ser empresas cotizadas, y en el caso de S&P Global incluso sólo aquellas que cumplirían los requisitos para ser incluidas en su propia familia de índices. Así, los dos proveedores se limitan más o menos a sí mismos y, por tanto, también indican que el "size matters", como ya se planteó en las secciones anteriores. En el caso de la ponderación, tampoco había mucho margen para la interpretación debido a la imprecisión de la información; sólo en el caso de SAM fue posible adivinar, a partir de las puntuaciones parciales específicas del sector, que efectivamente se hacen distinciones aquí, pero la explicación de esto no parece necesariamente plausible.

4.2.5 Trade-Offs

Por otra parte, la categoría "Trade-Offs" es la que menos pruebas ha aportado, ya que este criterio en particular está orientado a los resultados individuales, pero la investigación ha revelado datos más bien generales sobre el procedimiento. En cuanto a los mecanismos, las puntuaciones y los sub-scores, hay que remitirse ya a los criterios anteriores.

4.2.6 Credibilidad de la información

Las variables de credibilidad de la información revelaron una discrepancia similar entre los dos proveedores, como ya ocurría con la transparencia. En este caso, es evidente que SAM ha contribuido más a la recopilación de datos y a los tipos de datos que se incluyen en el rating, mientras que Sustainalytics guarda más o menos silencio. Es discutible si se puede concluir de ello una falta de credibilidad. Como proveedor de datos, pero también de

soluciones muy específicas de recogida de datos, Sustainalytics no tiene ciertamente demasiado interés en hacer públicos sus "secretos comerciales". Sin embargo, la credibilidad se resiente un poco cuando, por un lado, se mencionan y aplican en los ejemplos de cálculo variables definidas de forma muy amplia, pero su definición concreta no es entonces tan comprensible para las empresas. Se trata, pues, de un ejemplo típico de asimetría de información, que se alimenta del problema de agencia citado varias veces en la literatura.

4.2.7 Independencia

Por último, está la cuestión de la independencia. Como parte de un grupo de empresas, en cada caso una cuya estructura de propiedad está suficientemente aclarada por la cotización pública en al menos un índice bursátil, no se puede acusar a ninguno de los dos proveedores de mucho, excepto por el hecho de que proceden claramente del sector privado, pero no de patrocinios de derecho público y, por lo tanto, no están sujetos a determinadas normas y requisitos político-sociales. La inclusión en la lista también supuso que ambos grupos de empresas tuvieran unos criterios de gobernanza claros. En el caso de Sustainalytics, sin embargo, las cosas se volvieron explosivas, ya que en esta sección citaron una directriz para los conflictos de intereses. Allí quedó claro, por ejemplo, que sí existen soluciones individuales para que las empresas gestionen el riesgo de reputación corporativa. Sin embargo, esta misma reputación probablemente también depende del nivel de riesgo o controversia ESG general, que Sustainalytics mide en su ESG Risk Score u otros productos. Sería cuestionable que los resultados del rating de una empresa pudieran estar influenciados de tal manera, más aún cuando Sustainalytics ha hecho una declaración mucho más escasa en su hoja informativa en comparación con SAM. Sin embargo, hay que rebatir positivamente que estas directrices sobre los conflictos de intereses pretenden evitar que se produzcan. El hecho de que al menos esta casuística destaque y se discuta también aquí demuestra que esta última categoría también tiene su justificación.

5 Conclusiones

En este trabajo se han revisado los aspectos clave del mercado de los ratings ESG y se han utilizado diversas fuentes bibliográficas para explicar las diferencias entre las exigencias de los responsables políticos y las de la comunidad financiera en particular. Algunos de los proveedores de ratings persiguen perspectivas diferentes debido a su organización, a sus partes interesadas y, por tanto, a sus objetivos, como se desprende de la distinción entre las *value-based* y las *values-based*. La Comisión Europea ha abordado esta necesidad de un organismo mediador y pide más claridad, más coherencia y más independencia en este contexto.

En segundo lugar, se puso de manifiesto que existe un gran margen de interpretación y definición en el diseño de las formas de inversión sostenibles por sí solas, lo que no habla precisamente en favor de la claridad de este segmento de mercado y dificulta aún más la identificación de un rating ESG que se adapte materialmente de forma óptima a él. Por el contrario, se identificaron algunas discrepancias entre los diferentes enfoques de inversión, pero también entre los proveedores de ratings, como la demanda de nuevas tecnologías y una mejor trazabilidad, pero al mismo tiempo la relevancia práctica más bien escasa de estas mismas tecnologías en comparación con los ratings establecidas (*AI-driven* frente a *analyst-driven*).

Además, el estudio de casos realizado sobre la base de dos proveedores de ratings destacados y utilizados con frecuencia reveló que en algunas subáreas el producto de rating parece ser menos transparente, difícil de entender o incluso a veces poco fiable. El problema de la asimetría de la información y la diversidad de calificaciones con enfoques en parte muy diferentes, que, sin embargo, se simplifican tanto que al final se utilizan unos pocos términos colectivos como ESG y tienen que ser interpretados por un número grande y creciente de inversores, se confirmó más bien en el curso de este estudio de caso que se pudo registrar una evolución especialmente positiva con respecto a la coherencia de las calificaciones.

Al final de este resumen, cabe señalar una vez más que el estudio de casos en particular puede perder rápidamente su importancia debido a su carácter estático y relacionado con el presente, ya que las inmensas fuerzas cambiantes del mercado ya se señalaron al principio de este trabajo. El cambio constante de la industria y también de los productos de sostenibilidad no disminuirá ciertamente debido al inmenso crecimiento de la industria,

sino que se acelerará de nuevo debido a las nuevas posibilidades tecnológicas. Por lo tanto, sería interesante averiguar en el futuro hasta qué punto las tecnologías basadas en la AI podrían también analizar los ratings en sí mismas y si estos nuevos enfoques podrían resolver algunos de los problemas planteados en el curso de este estudio. También será importante la rigidez de la forma en que se recogen los datos y las normas por las que se procesan. Al igual que con la cooperación en materia de normas de reporting, cabe esperar que esta cooperación positiva también logre la normalización de los ratings y los scores, con el fin de que el concepto de sostenibilidad sea más tangible y, por tanto, más realizable en beneficio de todos.

Bibliografía

- Berg, F., Fabisik, K., & Sautner, Z. (2021). Rewriting History II: The (Un)predictable Past of ESG Ratings. *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 708/2020*. Published. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/bergfabisiksautner_final_1.pdf
- Bloomberg L.P. (2021). *Daimler AG Equity: ESG*. Bloomberg Anywhere. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://bba.bloomberg.net/Content/Html5/Citrix/src/SessionWindow.html?launchid=1623759658708>
- Bowen, H. R., & Johnson, F. E. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman . . . With a Commentary by F. Ernest Johnson*. New York.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-g](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-g)
- CDP. (s. f.). *About CDP*. Recuperado 13 de junio de 2021, de <https://www.cdp.net/en/info/about-us>
- CDSB. (2021). *About the Climate Disclosure Standards Board | Climate Disclosure Standards Board*. <https://www.cdsb.net/our-story>
- Ceres. (s. f.). *About Us*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.ceres.org/about-us>

- Corporate Finance Institute. (2021, 12 febrero). *Agency Theory*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/agency-theory/>
- de Boer, J. (2003). Sustainability labelling schemes: the logic of their claims and their functions for stakeholders. *Business Strategy and the Environment*, 12(4), 254–264. <https://doi.org/10.1002/bse.362>
- De Lucia, C., Paziienza, P., & Bartlett, M. (2020). Does Good ESG Lead to Better Financial Performances by Firms? Machine Learning and Logistic Regression Models of Public Enterprises in Europe. *Sustainability*, 12(13), 5317. <https://doi.org/10.3390/su12135317>
- Dimensions. (2021). *Investment ESG in Publications - Dimensions*. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://app.dimensions.ai/discover/publication?search_mode=content&search_text=Investment%20ESG&search_type=kws&search_field=full_search
- Eccles, R. G., Lee, L. E., & Strohle, J. C. (2019). The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD. *Organization & Environment*, 33(4), 575–596. <https://doi.org/10.1177/1086026619888994>
- Eccles, R. G., & Strohle, J. (2018). Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures. *SSRN Electronic Journal*. Published. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3212685>
- Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), 90–100. <https://doi.org/10.2307/41165746>

- European Commission. (2018). *Action Plan: Financing Sustainable Growth*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>
- European Commission. (2019). *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information*. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf
- European Union. (2014a). *A renewed EU strategy 2011–14 for Corporate Social Responsibility*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52011DC0681&from=EN>
- European Union. (2014b). *Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>
- European Union. (2016). *Next steps for a sustainable European future*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52016DC0739&from=EN>
- European Union. (2019). *A Sustainable Europe by 2030*. European Commission - European Commission. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://ec.europa.eu/info/publications/reflection-paper-towards-sustainable-europe-2030_en
- Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

- Foodwatch International. (2020). *How the Nutri-Score works*. Foodwatch. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.foodwatch.org/en/campaigns/sugar-fat-and-salt/how-the-nutri-score-works/>
- Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach (Pitman Series in Business and Public Policy)*. Financial Times Prentice Hall.
- Friedman, M. (1970, 13 septiembre). The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times*, 32–33.
- Global Reporting Initiative. (s. f.-a). *Governance*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.globalreporting.org/about-gri/governance/>
- Global Reporting Initiative. (s. f.-b). *Mission & History*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>
- Global Sustainability Standards Board (GSSB). (2020). *Consolidated set of GRI Sustainability Reporting Standards 2020*.
- Hughes, A., Urban, M. A., & Wójcik, D. (2021). Alternative ESG Ratings: How Technological Innovation Is Reshaping Sustainable Investment. *Sustainability*, 13(6), 3551. <https://doi.org/10.3390/su13063551>
- IASB. (2021, 22 marzo). *IFRS - IFRS Foundation Trustees announce working group to accelerate convergence in global sustainability reporting standards focused on enterprise value*. IFRS. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/03/trustees-announce-working-group/>
- ISO. (s. f.). *ISO 26000:2010*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.iso.org/standard/42546.html>
- ISO. (2010). *International standard ISO 26000 (First edition)*. ISO.

- KPMG. (2020). *The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>
- Longoni, A. (2014). *Sustainable Operations Strategies: The Impact of Human Resource Management and Organisational Practices on the Triple Bottom Line (SpringerBriefs in Applied Sciences and Technology)* (2014.a ed.). Springer.
- Morningstar. (2021, febrero). *Sustainable Funds U.S. Landscape Report*. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/Sustainable_Funds_Landscape_2021.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=27482
- OECD. (2011). *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>
- PRI. (s. f.-a). *PRI | Fiduciary duty*. Recuperado 14 de junio de 2021, de Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.unpri.org/policy/fiduciary-duty>
- PRI. (s. f.-b). *What is responsible investment?* Recuperado 14 de junio de 2021, de <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>
- Ransome, W., & Sampford, C. J. G. (2010). *Ethics and Socially Responsible Investment*. Routledge.
- Refinitiv. (2021, 9 abril). *Mobile FX trading continues to grow*. Refinitiv Perspectives. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.refinitiv.com/perspectives/future-of-investing-trading/mobile-fx-trading-continues-to-grow/>

- Revelli, C. (2017). Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? *Research in International Business and Finance*, 39, 711–717.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.003>
- Rischkowsky, F., & Döring, T. (2008). Consumer Policy in a Market Economy: Considerations from the Perspective of the Economics of Information, the New Institutional Economics as well as Behavioural Economics. *Journal of Consumer Policy*, 31(3), 285–313. <https://doi.org/10.1007/s10603-008-9076-3>
- Rothenberg, S., Pil, F. K., & Maxwell, J. (2001). LEAN, GREEN, AND THE QUEST FOR SUPERIOR ENVIRONMENTAL PERFORMANCE. *Production and Operations Management*, 10(3), 228–243. <https://doi.org/10.1111/j.1937-5956.2001.tb00372.x>
- SASB. (2021). *Standards Overview*. <https://www.sasb.org/standards/>
- Scherer, A. G., & Palazzo, G. (2011). The New Political Role of Business in a Globalized World: A Review of a New Perspective on CSR and its Implications for the Firm, Governance, and Democracy. *Journal of Management Studies*, 48(4), 899–931.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00950.x>
- Schneider, A., & Schmidpeter, R. (2015a). *Corporate Social Responsibility: Verantwortungsvolle Unternehmensführung in Theorie und Praxis* (2.a ed.). Springer Gabler.
- Schneider, A., & Schmidpeter, R. (2015b). *Corporate Social Responsibility: Verantwortungsvolle Unternehmensführung in Theorie und Praxis* (2., erg. u. erw. Aufl. 2015 ed.). Springer Gabler.
- S&P Global. (s. f.-a). *ESG Evaluation | S&P Global Ratings*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/esg-evaluation>

S&P Global. (s. f.-b). *Our History*. Recuperado 16 de junio de 2021, de

<https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>

S&P Global. (2020). *The Evolution of ESG Factors in Credit Risk Assessment*. S&P Global

Market Intelligence. Recuperado 12 de junio de 2021, de

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/the-evolution-of-esg-factors-in-credit-risk-assessment>

S&P Global. (2021). *Corporate Sustainability Assessment*. Recuperado 12 de junio de 2021, de

https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_CorporateSustainabilityAssessment_factsheet.pdf

SustainAbility. (2020). *Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results*.

Recuperado 12 de junio de 2021, de

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

Sustainalytics. (s. f.). *About Us*. Recuperado 12 de junio de 2021, de

<https://www.sustainalytics.com/about-us>

Sustainalytics. (2021). *ESG Risk Ratings - Methodology Abstract*. Recuperado 12 de junio de 2021, de

https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf

UN Framework Convention on Climate Change. (2008). *Kyoto Protocol Reference*

Manual. Recuperado 12 de junio de 2021, de

https://unfccc.int/sites/default/files/08_unfccc_kp_ref_manual.pdf

UNEP. (s. f.). *About UN Environment Programme*. Recuperado 12 de junio de 2021, de

<https://www.unep.org/about-un-environment>

- United Nations. (s. f.-a). *The Sustainable Development Agenda*. United Nations Sustainable Development. Recuperado 13 de junio de 2021, de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/development-agenda/>
- United Nations. (s. f.-b). *The Ten Principles | UN Global Compact*. United Nations Global Compact. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>
- United Nations. (2015a). *Paris Agreement*. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf
- United Nations. (2015b). *United Nations Millennium Development Goals*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.un.org/millenniumgoals/>
- United Nations, The Global Compact. (2004). *Who Cares Wins*. Geneva, Switzerland. Recuperado 12 de junio de 2021, de https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf
- US SIF. (2020). *Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.ussif.org/files/Trends%20Report%202020%20Executive%20Summary.pdf>
- Value Reporting Foundation. (2021). *About us | Integrated Reporting*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://integratedreporting.org/the-iirc-2/>
- Wall Street Prep. (2018). *Bloomberg vs. Capital IQ vs. Factset vs. Thomson Reuters Eikon*. Recuperado 12 de junio de 2021, de <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/bloomberg-vs-capital-iq-vs-factset-vs-thomson-reuters-eikon/>

Windolph, S. E. (2011). Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1(1), 1–22.

<https://doi.org/10.14448/jes.01.0005>

World Commission on Environment and Development. (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. United Nations. Recuperado 12 de junio de 2021, de

<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

Apéndices

Anexo A: ESG Merger and Acquisition Activity (SustainAbility, 2020, p. 7)

Date	Deal description
Feb-09	Riskmetrics Group buys innovest
Sep-09	Sustainalytics and Jantzi Research Inc. merge
Nov-09	Thomson Reuters buys Asset 4
Dec-09	Bloomberg buys New Energy Finance
Mar-10	MSCI buys Risk Metrics Group
Jul-10	GMI and The Corporate Library merge
Jun-12	Sustainalytics acquires Responsible Research
Jun-14	MSCI acquires GMI Ratings
Sep-15	ISS acquires Ethix SRI Advisors
Oct-15	Vigeo and EIRIS merge
Oct-16	Standard & Poor's buys Trucost
Jan-17	ISS buys IW Financial
Jun-17	ISS acquires South Pole Group's Investment Climate Data Division
Jul-17	Morningstar buys 40% of Sustainalytics
Mar-18	Sustainalytics buys certain assets from Solaron Sustainability Services + ISS acquires Oekom Research
Jan-19	Sustainalytics acquires GES International
Apr-19	Moody's acquires a majority stake in European ESG ratings firm Vigeo Eiris
Jul-19	Moody's acquires a majority stake in climate data firm Four Twenty Seven
Sep-19	MSCI acquires environmental fintech and data analytics firm Carbon Delta
Oct-19	Thomson Reuters acquires FC Business Intelligence, the parent company of Ethical Corporation
Dec-19	RobecoSAM transfers SAM ESG ratings and Benchmarking to S&P Global
Apr-20	Morningstar buys remaining 60% of Sustainalytics

Anexo B: Recogida de información sobre el SAM CSA Assessment (presentación propia)

Código	Criterio	VARIABLES CONCRETAS	COMENTARIO	FUENTES
A	Estandarización	A1. Proyectos de armonización con otros proveedores de rating / proyectos de Reporting	"An independent third-party audit assures the consistency and robustness of the entire process and the results." -> Mención de gestión de calidad, pero no cooperación en público	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_CorporateSustainabilityAssessment_factsheet.pdf
		A2. Inclusión de factores externos en la metodología	GRI-Mapping	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/SAM_CSA_Companion.pdf
B	Transparencia	B1. Revelación de los métodos de recogida de datos	Sí, en este caso a través de cuestionarios extensos y específicos del sector (muestra disponible)	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf
		B2. Revelación de la selección de datos	Las muestras y los ejemplos de aplicación de los datos/preguntas individuales en determinadas industrias son evidentes, la selección exacta de la industria no	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/SAM_CSA_Companion.pdf
		B3. Revelación del mecanismo de score	Se ofrece una visión detallada de la ponderación porcentual respectiva de las subcategorías específicas de la industria + visión general de la comprobación cruzada de la MSA, pero no para cada pregunta individual	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_Weights.pdf https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/MSA_Methodology_Guidebook.pdf
C	Sesgo	C1. Selección de las empresas a evaluar	Selección por parte de los miembros de la infraestructura para el Índice Dow Jones de Sostenibilidad o el Índice S&P ESG en función de la capitalización de los activos + cuyo rendimiento en materia de sostenibilidad se considera de interés para la comunidad inversora en general	https://www.spglobal.com/esg/csa/getting-an-assessment#invited
		C2. Métodos de ponderación	La comprensión de las ponderaciones, pero no de los motivos que las sustentan	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_Weights.pdf
D	Trade-offs			https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf

	D1. Composición del score total	Los procedimientos de ponderación se describen de forma ejemplar y esquemática, se puede ver la ponderación porcentual del sector, pero no se menciona explícitamente el score de la pregunta, ni el factor MSA.	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_Weights.pdf	
	D2. Ponderación geográfica	No hay detalles precisos, pero se presume que hay restricciones con respecto a los índices seleccionados	/	
	D3. Ponderación específica del sector	Ponderación sectorial específica para las puntuaciones parciales, pero no para las preguntas individuales.	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/CSA_Weights.pdf	
	D4. Ponderación en las puntuaciones parciales	No se puede ver en profundidad, ver D3	/	
E	Credibilidad de la información	E1. Información sobre cuestionarios/recopilación de datos primarios	Preguntas de muestra accesibles, proceso de revisión del método indicado, pero sin datos específicos del sector con ponderación	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/SAM_CSA_Companion.pdf https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSI_CSA_Measuring_Intangibles.pdf
		E2. Información sobre el uso de datos secundarios	Sugiere sólo el uso de cuestionarios + análisis MSA, es decir, la evaluación de los medios de comunicación.	https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/MSA_Methodology_Guidebook.pdf
		E3. Información sobre los datos de las instituciones públicas	No es evidente	/
F	Independencia	F1. Detalles de la propiedad	Como empresa que cotiza en bolsa, una información clara	https://investor.spglobal.com/investor-fact-book/
		F2. Información sobre la estructura de gestión	Sí, por ejemplo en la sección de Responsabilidad Corporativa	https://www.spglobal.com/en/who-we-are/corporate-responsibility/overview https://investor.spglobal.com/corporate-governance/overview/default.aspx?KeyGenPage=1073751493

F3. Información sobre la cooperación con otros proveedores de ratings

No evidente, si no parte del grupo

/

Anexo C: Recogida de información sobre el Sustainalytics ESG Risk Score (presentación propia)

Código	Criterio	Variables concretas	Comentario	Fuentes
A	Estandarización	A1. Proyectos de armonización con otros proveedores de rating / proyectos de Reporting	No evidente	/
		A2. Inclusión de factores externos en la metodología	GRI-Standards	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Reports/Sustainability%20Report%20Final.pdf?_ga=2.200625197.264843508.1610941319-fec83158-00c6-ea11-a812-000d3abaa63a
B	Transparencia	B1. Revelación de los métodos de recogida de datos	Como proveedor de datos, muchas referencias a soluciones de cribado, incluida la IA, pero en la metodología del ESG Risk Score, ningún detalle preciso sobre el origen de los datos	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/esg-risk-ratings
		B2. Revelación de la selección de datos	Se especifica en amplias categorías de datos y riesgos, pero no hay detalles específicos sobre la selección de datos	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf
		B3. Revelación del mecanismo de score	Se da una aritmética como la influencia ejemplar de las puntuaciones parciales individuales, las betas y la composición calculada entonces, pero no se cuantifican las variables.	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf

C	Sesgo	C1. Selección de las empresas a evaluar	No hay una respuesta específica, pero se deduce que las empresas que cotizan en bolsa probablemente sean el objetivo del proveedor (acceso más fácil a los datos + relevancia)	https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/esg-risk-ratings#use
		C2. Métodos de ponderación	Se describe la interacción aritmética de variables individuales, pero no hay descripciones concretas	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf
D	Trade-offs	D1. Composición del score total	Variables que componen el score total descritas pero no especificadas (como en un manual de especificaciones industriales, etc.).	Se describe la interacción aritmética de variables individuales, pero no hay descripciones concretas
		D2. Ponderación geográfica	No hay detalles precisos, pero se presume que hay restricciones con respecto a los índices seleccionados	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf
		D3. Ponderación específica del sector	No está exactamente claro	/
		D4. Ponderación en las puntuaciones parciales	No está exactamente claro	/
E	Credibilidad de la información	E1. Información sobre cuestionarios/recopilación de datos primarios	Como proveedor de datos, muchas referencias a soluciones de cribado, incluida la IA, pero en la metodología del ESG Risk Score, ningún detalle preciso sobre el origen de los datos	https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf https://www.sustainalytics.com/corporate-solutions/esg-risk-ratings
		E2. Información sobre el uso de datos secundarios	No está exactamente claro	/
		E3. Información sobre los datos de las instituciones públicas	No está exactamente claro	/
F	Independencia	F1. Detalles de la propiedad	Visible y estructurado	https://www.sustainalytics.com/about-us#history

F2. Información sobre la estructura de gestión	Bien estructurado, particularmente interesante la policia de conflictos de interes (por ejemplo corporate reputation risk solutions para empresas vs. Scorings de esta empresa)	https://www.sustainalytics.com/governance-documents https://www.sustainalytics.com/docs/default-source/default-document-library/abstract_of_conflicts.pdf?sfvrsn=bfc858b3_0
F3. Información sobre la cooperación con otros proveedores de ratings	No evidente, si no parte del grupo	/