COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales Grado en Administración y Dirección de Empresas

EL NECESARIO CAMINO HACIA LA ESTANDARIZACIÓN DE LOS ESTÁNDARES: SITUACIÓN ACTUAL Y TENDENCIAS EN LA INVERSIÓN ESG

Autor: María Elvira Manzanedo Delgado

Tutor: Antonio Madera del Pozo

MADRID | Abril 2021

Resumen

El adjetivo “sostenible” es el más codiciado en los últimos años y el color verde el más popular. Las empresas se esfuerzan por transmitir a los inversores, consumidores y sociedad en su conjunto su compromiso con las cuestiones ASG (Ambiental, Social y Gobernanza; ESG por sus sigas en inglés). Este creciente interés por la divulgación de información ESG ha dado lugar al conocido como “reporte ESG” y a los informes de sostenibilidad en los que este último se materializa.

El presente trabajo pretende realizar una revisión empírica de la evolución que el reporte ESG ha tenido a lo largo de los años para identificar tendencias, oportunidades y retos, que aporten cierta claridad a esta nueva realidad. La hipótesis de la que partimos es que las distintas formas de entender qué información es la verdaderamente relevante, es decir, material, son las que causan las diferencias en el reporte ESG.

La hipótesis se confirma al observar como la variedad de marcos y estándares para el reporte ESG, que conciben de manera diferente qué información es material; unida a la libertad de las empresas para decidir a cual de estos estándares adherirse, genera una gran heterogeneidad en los informes ESG. Esta heterogeneidad es especialmente acusada en el caso de las empresas estadounidenses, sometidas a obligaciones de reporte ESG más laxas que las europeas.

Sin perjuicio del avance que ha supuesto la normativa europea en materia de divulgación de información no financiera, lo cierto es que la falta de un estándar común continúa siendo el gran reto a superar para la integración de las cuestiones ESG en la toma de decisiones de los diferentes *stakeholders*.

Este último año se ha observado una clara tendencia hacia la tan ansiada “estandarización de los estándares”, con organismos tanto públicos como privados publicando trabajos conjuntos. Quizá el nuevo Reglamento sobre la Taxonomía de la UE sea el hito más importante, pues su obligatoriedad no deja lugar a dudas sobre su adopción común en, al menos, los Estados Miembros.

Palabras clave: ISR, ASG, materialidad, estándares de reporte, reporte ASG.

Abstract

The adjective “sustainable” has become the most coveted in recent years and the colour green the most popular. Companies are striving to convey their commitment to ESG (Environmental, Social and Governance) issues to investors, consumers and society as a whole. This growing interest in ESG disclosure has given rise to the so-called “ESG reporting” and the sustainability reports in which it is embodied.

In this paper we conduct an empirical review of the evolution of ESG reporting over the years in order to identify trends, opportunities and challenges that provide some clarity to this new reality. The starting hypothesis is that the different ways of understanding what information is truly relevant, i.e. material, are behind the differences in ESG reporting.

The hypothesis is finally confirmed by observing how the wide range of ESG reporting frameworks and standards, which understand the materiality of information differently, in addition to the freedom of companies to decide which of these standards to adhere to, is causing a great heterogeneity in ESG reporting. This heterogeneity is outstanding in the case of US companies, which have to comply with softer ESG reporting obligations than European companies.

In spite of the progress made by European regulations in terms of disclosure of non-financial information, the lack of a common standard still remains the great challenge to overcome in order to integrate ESG issues in the decision-making process of the different stakeholders.

Over 2020, we have seen a clear trend towards the long-awaited "standardization of the standards", with both public and private bodies publishing joint work. Perhaps the new EU Taxonomy Regulation is the most important milestone in this regards, as its mandatory nature leaves no doubt about its common adoption in, at least, the Member States.

Key words: SRI, ESG, materiality, reporting standards, ESG reporting.

Tabla de contenido

1. Introducción **7**

2. Primera aproximación a la Inversión Socialmente Responsable: los criterios ESG y las principales estrategias de inversión **10**

3. La evolución de la Inversión Socialmente Responsable: de los *valores* al *valor* **11**

4. ¿Qué es la materialidad? **13**

4.1. Origen del término *13*

4.2. La materialidad como factor determinante del desempeño empresarial. Repaso de la Literatura. *14*

4.3. La doble materialidad *18*

4.4. La materialidad dinámica *22*

5. El ecosistema ESG **28**

5.1. Principales organizaciones creadores de estándares y marcos de reporte *29*

i. GRI (*Global Reporting Initiative)* 30
ii. SASB (*Sustainability Accounting Standards Board)* 30
iii. CDSB (*Climate Disclosure Standards Board*) 31
iv. CDP (antiguamente, *Carbon Disclosure Project*) 31
v. TCFD (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*) 31
vi. IIRC (*International Integrated Reporting Council*) 32

6. La libertad, cada vez más limitada, de las empresas para decidir qué información ESG divulgar **33**

6.1. Breve comparativa entre el sistema de reporte ESG español y el sistema estadounidense *35*

7. Las consecuencias de la falta de estándares comunes **40**

7.1. La divergencia en las calificaciones ESG *40*

7.2. El Greenwashing *41*

8. Tendencias hacia la estandarización **42**

8.1. Las Stakeholder Capitalism Metrics del World Economic Forum *42*

8.2. El Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB *44*

8.3. La nueva iniciativa de la IFRS Foundation *44*

8.4. La UE apuesta por el crecimiento sostenible: la nueva Taxonomía UE y la revisión de la Directiva de información no financiera *45*

9. Conclusiones **49**

Bibliografía **52**

Índice de figuras

Gráfico 1. Criterios ASG 10

Gráfico 2. Principales hitos en la distinción entre materialidad e inmaterialidad de las cuestiones ESG 17

Gráfico 3. Doble materialidad 21

Gráfico 4. Peso de los activos intangibles en el valor de mercado de las compañías del S&P 500 24

Gráfico 5. Doble materialidad y materialidad dinámica 25

Gráfico 6. Materialidad dinámica en el sector de los semiconductores 26

Gráfico 7. Materialidad dinámica en la industria del gas y del petróleo 27

Gráfico 8. *Core materiality* 27

Gráfica 9. Principales actores del ecosistema ESG 29

Gráfico 10. SASB *Materiality Map* 31

Gráfico 11. Resumen de las principales organizaciones creadores de estándares y marcos de reporte 32

Gráfico 12. Matriz de materialidad de Inditex 2019 36

Gráfico 13. Matriz de materialidad de Iberdrola 2020 37

Gráfico 14. Matriz de materialidad del Banco Santander 2020 37

Índice de abreviaturas

ASG	Ambiental, Social y Gobernanza
CDP	Carbon Disclosure Project
CDSB	Climate Disclosure Standards Board
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
ENIF	Estado de información no financiera
ESG	Environmental, Social and Governance
EE.UU.	Estados Unidos
FASB	Financial Accounting Standards Board
GRI	Global Reporting Initiative
IASB	International Accounting Standards Board
IBC	International Business Council
IIRC	International Integrated Reporting Council
ISR	Inversión Socialmente Responsable
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
ROA	Return on assets
SASB	Sustainability Accounting Standards Board
SEC	Securities Exchange Comission
TEG	Technical Expert Group
TCFD	Task Force on Climate-related Financial Disclosures
UE	Unión Europea

1. Introducción

No hay día que una empresa no anuncie un cambio de rumbo hacia horizontes más verdes o que las portadas de los periódicos no se llenen con complicadas siglas y anglicismos que nos recuerden que la sostenibilidad ha llegado para quedarse. Sirva de ejemplo que, mientras escribimos estas líneas, la vicepresidenta y ministra para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico, Teresa Ribera, comparezca para celebrar la aprobación del proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética y su remisión al Senado, texto con el que se pretende alcanzar la plena descarbonización de la economía en antes del año 2050[1]. El proyecto se alza como una de las múltiples respuestas a la creciente preocupación social por lo sostenible; preocupación que ha aumentado a raíz del COVID-19, que nos ha dado la oportunidad de redefinir nuestra manera de consumir e invertir.

En la "era de la hiper-transparencia" que vivimos, la prácticas de las empresas quedan expuestas a un público cada vez más concienciado que premia a las empresas con prácticas sostenibles y castiga a las rezagadas. El problema surge cuando tratamos de definir qué es una práctica sostenible. La falta de estándares comunes de reporte de la información relativa al compromiso social o medioambiental de las empresas y, por consiguiente, la dificultad de medición del impacto; ha propiciado que cada empresa o inversor adopte la definición que más le conviene, ya no en un acto de deshonestidad, sino como respuesta razonable a la confusión que existe en el universo de lo sostenible. Es aquí donde surgen los problemas de "*greenwashing*" o de disparidad en las calificaciones ESG, que agudizan las incertidumbres de los inversores y frenan el potencial de crecimiento que se espera de esta nueva estrategia de inversión.

Así las cosas, el presente trabajo pretende realizar una revisión empírica de la evolución que el reporte ESG ha tenido a lo largo de los años para identificar tendencias, oportunidades y retos, que aporten cierta claridad a esta nueva realidad. La hipótesis de partida es que las distintas formas de entender qué información es la verdaderamente relevante son las que causan las diferencias en el reporte ESG. Para confirmar o rechazar esta hipótesis realizaremos un análisis cualitativo de los diferentes marcos y estándares de reporte y un análisis práctico de los informes de anuales y de sostenibilidad de las empresas españolas y estadounidenses.

Explicada la metodología a seguir, debemos señalar que en el presente trabajo analizaremos también como el consenso sobre qué información ESG ha de considerarse material será lo que permita presentar informes más homogéneos y desbloquear el potencial de la Inversión Socialmente Responsable (ISR).

Para ello, este trabajo se encuentra organizado de la siguiente forma. Comenzaremos, en el segundo epígrafe, realizando una **primera aproximación a la Inversión Socialmente Responsable, los criterios ESG y las principales estrategias de inversión**.

Continuaremos con un tercer epígrafe en el que trataremos de identificar qué se encuentra detrás de tal avalancha de sostenibilidad. Para ello, seguiremos **la evolución de la ISR** desde sus orígenes, hace más de doscientos años, hasta el momento actual. Veremos como

[1]La Moncloa. "Ribera celebra la aprobación en el Congreso del primer proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética como instrumento clave para modernizar y transformar España", Nota de prensa. Disponible en https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/transicion-ecologica/Paginas/2021/080421-ribera.aspx, última consulta 14/04/2021.

el éxito de la ISR se ha visto motivado por la creciente evidencia de que las empresas con buen desempeño ESG ofrecen una mayor rentabilidad ajustada al riesgo, lo que nos lleva a concluir que la ISR ha pasado de fundamentarse en los *valores* a hacerlo en el *valor*.

Esto nos llevará al cuarto epígrafe, donde trataremos de responder a la pregunta sobre **qué es la materialidad**. Tomando como punto de partida el origen del concepto de materialidad y su vinculación al mundo estrictamente financiero, estudiaremos cual ha sido la relevancia de este concepto en la literatura y como se ha convertido en un factor determinante del desempeño empresarial. Terminaremos este epígrafe refiriéndonos a dos nuevas dimensiones de la materialidad: la doble materialidad y la materialidad dinámica.

Analizadas las diferentes dimensiones de la materialidad y su papel fundamental a la hora de decidir qué información ESG la empresa divulgará, nos centraremos en los herramientas previstas para ayudar a las empresas a identificar las cuestiones materiales para su negocio. Así, en el quinto epígrafe analizaremos cuales son los diferentes actores dentro del **Ecosistema ESG** y, más concretamente, a las organizaciones creadoras de marcos y estándares de reporte.

Una vez hayamos explicado como las diferentes organizaciones que conforman el ecosistema ESG ofrecen a las empresas marcos y estándares de reporte basados en las distintas dimensiones de la materialidad, pasaremos al sexto epígrafe. En este epígrafe veremos como **las empresas tienen libertad, si bien cada vez más limitada, para decidir** a cual de estos estándares adherirse, y, por consiguiente, **qué información ESG divulgar.**

Llegados a este punto, podremos observar como la gran variedad de marcos y estándares y la libertad de las empresas para decidir a cual de ellos adherirse, genera una gran heterogeneidad en los informes ESG. Comparando los informes anuales y de sostenibilidad de algunas de las grandes empresas españolas y estadounidenses veremos como esta heterogeneidad se agudiza en el caso de las empresas estadounidenses, que están sujetas a obligaciones legales de reporte más laxas que las españolas, sujetas en última instancia a la normativa europea.

En el séptimo epígrafe explicaremos como, sin perjuicio del avance que ha supuesto la normativa europea en materia de divulgación de información no financiera, lo cierto es que la **falta de un estándar de reporte común** continúa siendo el gran reto a superar de cara a integrar las cuestiones ESG en la toma de decisiones de inversión (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; BlackRock, 2020). La heterogeneidad de los informes que presentan las empresas es solo la punta de un iceberg que esconde problemas tan acuciantes como la divergencia en las calificaciones ESG y el *greenwashing*.

Así las cosas, la "*estandarización de los estándares*" se vuelve una prioridad. El Ecosistema ESG debe evolucionar hacia el diseño y adopción de marcos y estándares comunes e ineludibles, que aporten claridad y generen confianza, de forma que se facilite y potencie la integración de las cuestiones ESG en la toma de decisiones de los diferentes *stakeholders*.

Esto nos llevará al octavo epígrafe del trabajo, donde veremos como 2020 ha sido un año de grandes **avances en el camino hacia la estandarización**. El World Economic Forum[2], en colaboración con las "*Big Four"*, ha publicado las *Stakeholder Capitalism Metrics*. Bajo la máxima "*disclose of explain*", instan a las empresas a que informen sobre todas las métricas que consideren materiales para su negocio.

A las métricas del World Economic Forum se une el anuncio de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB[3], que en su *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting* se comprometen a trabajar juntas para crear un sistema de reporte común. Su propuesta consiste en un sistema formado por bloques ("*building blocks*") que pongan en relación el trabajo de las diferentes organizaciones creadoras de estándares y su forma de entender la materialidad.

También en 2020, la IFRS Foundation publicó un Documento de Consulta de Información sobre Sostenibilidad con el fin de evaluar la demanda de información ESG y estudiar que papel puede adoptar en respuesta a la misma. Concluida la consulta, anunció el 22 de marzo de este año[4] que creará un grupo de trabajo para acelerar la convergencia de las normas sobre el reporte ESG.

Por último, y quizá más importante, abordaremos la publicación oficial del Reglamento (UE) 2020/852 o "Reglamento sobre Taxonomía"[5], que establece los criterios para determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible. El Reglamento llega en un momento de gran actividad en seno de la UE, con la revisión de la Directiva de información no financiera y la aprobación del fondo de recuperación *Next Generation EU* y del presupuesto europeo para 2021-2027, que asignarán a proyectos verdes aproximadamente un 30% de su importe.

---

[2] El World Economic Forum es una organización sin ánimo de lucro dedicada a promover debates públicos sobre asuntos globales. Las sesiones del Foro se celebran con una periodicidad anual en la ciudad suiza de Davos, lo que ha dado a esta organización el nombre informal de "Foro de Davos". Cada sesión reúne a alrededor de 3.000 participantes: líderes políticos, destacados empresarios y referentes culturales, activistas, personalidades de los medios de comunicación, etcétera; todos ellos con influencia para cambiar las dinámicas globales, y definir los retos y medidas que abordar a nivel internacional (El Orden Mundial, 2017).

[3] CDP (antiguamente, *Carbon Disclosure Project*); CDSB (*Climate Disclosure Standards Board*); GRI, (*Global Reporting Initiative*), IIRC (*International Integrated Reporting Council*) y SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*); son algunas de las principals organizaciones privadas creadoras de marcos y estánderes para el reporte de la información ESG.

[4] IFRS Foundation, "*IFRS Foundation Trustees announce working group to accelerate convergence in global sustainability reporting standards focused on enterprise value*", Nota de prensa. Disponible en https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/03/trustees-announce-working-group/, última consulta 14/04/2021.

[5] Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. Disponible en https://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/TXT/?uri=CELEX:32020R0852, última consulta 14/04/2021.

2. Primera aproximación a la Inversión Socialmente Responsable: los criterios ESG y las principales estrategias de inversión

Denominamos Inversión socialmente responsable (ISR) a aquella que combina objetivos de inversión financiera y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés) en la toma de decisiones de inversión (Fernández, 2018).

Los factores ESG, indispensables en la transformación sostenible [Gráfico 1], se clasifican en tres grandes grupos (Afi y Allianz Global Investors, 2019):

- Criterios **ambientales (A)**: están relacionados con el cuidado y la conservación del entorno natural y medioambiente.
- Criterios **sociales (S)**: están relacionados con la gestión de la compañía hacia las personas que se puedan ver afectadas por su actividad. Es decir, desde sus empleados o proveedores, hasta el conjunto de la población o distintas comunidades susceptibles de tener un vínculo con la empresa.
- Criterios de **gobierno corporativo (G)**: están relacionados con la gestión y liderazgo de la compañía, políticas internas, retribución de los directivos, controles internos, etc.

Gráfico 1. Criterios ASG

Fuente: BBVA Asset Management (2020)

La forma de implementar estos criterios ESG será la que nos permita identificar las distintas estrategias ISR. Dentro de las estrategias ISR, que son compatibles e incluso complementarias entre sí, podemos destacar las siguientes:

- **Exclusión**, consiste en el filtrado negativo o eliminación de ciertos sectores o industrias que no cumplen criterios de sostenibilidad de acuerdo a unas normas o valores predeterminados. Los activos de estas industrias, por ejemplo, la armamentística o tabaquera, quedan automáticamente fuera del las posibilidades de inversión.
- ***Best-in-class***, consiste en seleccionar dentro de cada sector aquellas empresas con mejor calificación ESG. También es posible seleccionar aquellas empresas que presentan mejor evolución en la calificación ESG, en cuyo caso hablaríamos de la estrategia ***Best-efforts***.
- **Inversión de impacto**, aquella inversión cuyo objetivo es generar un impacto social o medioambiental positivo y medible, y que al mismo tiempo genera un retorno financiero.

Es importante aclarar que en las estrategias de exclusión, *best-in-class* y *best-efforts*, no se entra a valorar si la actividad de la empresa tiene un impacto positivo en el medioambiente o sociedad, tan solo evalúa la medida en la que la actividad de la empresa, sea cual sea ésta, cumple con los criterios ESG. En contraposición, la inversión de impacto se centra en empresas cuya misión y objetivos sí están centrados en la generación de productos o servicios dirigidos a la consecución de un mundo más sostenible. Independientemente de la estrategia que se adopte, la ISR exige que el inversor cuente con información ESG de calidad y relevante. La relevancia de la información es lo que nos lleva al concepto de materialidad, que abordaremos en el cuarto epígrafe del presente trabajo y que ocupará gran parte del mismo.

Explicado lo anterior, es importante subrayar la cada vez mayor presencia de la ISR en los círculos de inversión. Tal y como pone de manifiesto la última edición del Informe anual del Observatorio Español de la Financiación Sostenible, la ISR crece a ritmo exponencial tanto en España como a nivel internacional. El Informe indica que, en 2020, este tipo de inversión habría crecido un 45% respecto de 2019; de manera que uno de cada diez euros en financiación en el mercado de capitales español corresponde hoy a inversiones sostenibles (Observatorio Español de la financiación sostenible, 2020).

Todo indica que este crecimiento continuará en lo próximos años. Según la encuesta *Global Client Sustainable Investing Survey* de BlackRock, los inversores planean duplicar sus asignaciones a los productos sostenibles en los próximos cinco años, y el 20% de los encuestados afirma que la pandemia ha acelerado sus asignaciones a inversiones sostenibles (BlackRock, 2020). Ante tales cifras, no podemos sino preguntarnos qué se encuentra detrás de semejante entusiasmo por lo ESG. Para dar respuesta a esta pregunta debemos remontarnos a los orígenes de la ISR.

3. La evolución de la Inversión Socialmente Responsable: de los *valores* al *valor*

Aunque pueda parecer una tendencia relativamente reciente, la ISR tiene sus orígenes en la tradición judía, cristiana e islámica. Más concretamente, se ha situado su origen en el movimiento religioso cuáquero (Quaker) en Estados Unidos, que prohibió en 1785 a sus integrantes participar en el negocio de la venta y compra de esclavos (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2007).

Las convicciones religiosas como fundamento de la ISR dejaron paso a las causas sociales y, desde la década de 1960, movimientos en protesta por la Guerra de Vietnam y el régimen de Apartheid dieron lugar a los primeros fondos de ISR. Sirva de ejemplo el Pax World Fund, creado en Estados Unidos (en adelante, EE.UU.) en 1971, que evitaba invertir en el sector armamentístico; o la ley aprobada en California en 1986 que obligaba a los fondos de pensiones del Estado a retirar los más de seis billones de dólares invertidos en compañías Sudafricanas que exhibían comportamientos racistas (Renneboog et al., 2007).

Los movimientos surgidos como respuesta al incremento de los niveles de contaminación producidos durante la revolución industrial y desastres medioambientales como el accidente nuclear en Chernóbil o el vertido de crudo del Exxon Valdez aumentaron la conciencia social y favorecieron el crecimiento de la ISR.

No obstante, en los últimos años se ha producido un cambio sustancial a la hora de entender la ISR. La inversión basada en criterios ESG han dejado de ser una preferencia particular del inversor, que invierte en la empresa que mejor se alinea con sus valores, a ser una decisión sobre rentabilidad, en la que la materialidad convierte los criterios ESG en un aspecto esencial para determinar el desempeño financiero de la empresa. Es decir, la ISR ha pasado de centrarse en los *valores* a hacerlo en el *valor*.

Este cambio exige una mayor transparencia por parte de las empresas, a las que inversores, organizaciones internacionales y organismos reguladores vienen exigiendo que hagan pública información detallada acerca de la gestión de los criterios ESG.

En 2017, las noticias[6] sobre propuestas presentadas por accionistas en las que se instaba a los Consejos de administración de empresas como ExxonMobil, Occidental Petroleum y PPL a que informasen sobre los riesgos climáticos ocuparon las portadas. El éxito de estas propuestas históricas fue el apoyo de inversores como Blackrock, State Street y Vanguard. Las declaraciones de BlackRock explicando el sentido de su voto enmarcan las razones para solicitar información sobre el riesgo climático en términos económicos. Concretamente, sostenía que "*continuaremos nuestro diálogo con Exxon y otras empresas sobre una serie de cuestiones* ***de relevancia económica****, incluyendo los riesgos climáticos*"[7](resaltado propio).

A día de hoy, las conclusiones de la encuesta *Global Client Sustainable Investing Survey* de la que es la primera gestora de fondos del mundo, señalan que el auge de la ISR viene motivada por una gran variedad de factores. La idea de querer "hacer lo correcto" es común en los inversores de todas las regiones, sostienen. Sin embargo, aunque los valores de cada inversor son importantes, rara vez son el único motor. Apuntan que la creciente evidencia sobre que la ISR puede generar mejor rendimiento ajustado al riesgo que las carteras tradicionales explica en gran medida su éxito más reciente (BlackRock, 2020).

Así, sin perjuicio de los valores personales de cada inversor, la toma de decisiones de inversión exige hoy contar con la información necesaria para identificar los factores ESG que pueden afectar a los riesgos y oportunidades de las empresas y que, en consecuencia, repercutirán en sus resultados operativos y financieros. Es en este punto en el que entra en juego el concepto de materialidad que desarrollaremos en detalle en el siguiente epígrafe.

---

[6] Washington Post, "*Steven Mufson, Financial Firms Lead Shareholder Rebellion Against ExxonMobil Climate Change Policies*". Disponible en https://www.washingtonpost.com/news/energy-environment/wp/2017/05/31/exxonmobil-is-trying-to-fend-off-a-shareholder- rebellion-over-climate-change/, última consulta 14/04/2021.

[7] BlackRock, "*BlackRock Vote Bulletin*". Disponible en https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin- exxon-may-2017.pdf, última consulta 14/04/2021.

4. ¿Qué es la materialidad?

4.1. Origen del término

Según algunos académicos, los tribunales británicos introdujeron el concepto de materialidad, en el sentido de "*hecho relevante y no despreciable*", en 1867, para el caso de la falsa contabilidad de los Ferrocarriles Centrales de Venezuela (Muzi, 2020). No obstante, el concepto de materialidad no se populariza hasta varios años después, cuando el colapso de los mercados en 1929 evidenció la necesidad de imponer una serie de obligaciones en materia de transparencia para evitar futuros desastres. En EE.UU. se promulgaron el *Securities Act* (1933) y el *Securities Exchange Act* (1934) con el objetivo de crear mercados de capitales eficientes y proteger a los inversores, exigiendo a las empresas que cotizaban en bolsa que hiciesen pública la información sobre su situación financiera.

El *Securities Act* (1933) y el *Securities Exchange Act* (1934) responden a la pregunta sobre las cuestiones concretas de las que debía informarse de manera genérica, señalando que las empresas tenían la obligación de revelar la información que se considerase material para comprender su situación financiera general. Así, el concepto de materialidad se instituye como umbral, es decir, como límite de la obligación de divulgar.

Aunque, como vemos, las *Securities Acts* utilizaban el término "material", no lo definían, dejando esta tarea al poder judicial. A este respecto, la U.S. Supreme Court resolvió que un hecho es material si existe una probabilidad sustancial de que el inversor razonable considere que la revelación del hecho ha alterado la combinación total de la información disponible[8]. La Securities Exchange Comission (en adelante, SEC) se hizo eco de esta definición y ha venido interpretando el concepto de materialidad desde un punto de vista estrictamente financiero y en relación al inversor.

El *Securities Act* (1933) y el *Securities Exchange Act* (1934) conferían a la SEC la autoridad para determinar las normas de información financiera. No obstante, la SEC ha recurrido frecuentemente al sector privado para desarrollar dichas normas. Es aquí donde entra en juego la Financial Accounting Standards Board (FASB)[9], que es un organismo privado creado para elaborar la regulación contable de las compañías cotizadas en EE.UU., las US GAAP. Las GAAP han recogido la primigenia definición de materialidad de la U.S. Supreme Court y de la SEC.

A nivel internacional, el equivalente a la FASB es la International Accounting Standards Board (IASB), que crea y desarrolla Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) bajo la supervisión de la IFRS Foundation. En línea con la definición de la SEC, en las NIIF se establece que "*La información es material o tiene importancia relativa si su omisión, expresión inadecuada o ensombrecimiento podría esperarse razonablemente*

[8] TSC Industries v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976). See also Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

[9] El FASB fue fundado en 1973 como sustituto del *Accounting Principles Board* (APB), que es, a su vez, heredero del *Committe on Accounting Procedure* (CAP).

que influya sobre las decisiones que los usuarios principales de los estados financieros con propósito general toman a partir de los estados financieros"[10].

Hasta hace apenas unos años, el significado de la materialidad a efectos de la divulgación de información por parte de las empresas no se cuestionó. Los inversores no precisaban de una información detallada sobre cuestiones ESG, pues, inicialmente, la ISR se basaba en la simple exclusión de las empresas de determinados sectores, como el armamentístico o el tabaquero, a la hora de tomar decisión de inversión.

Sin embargo, tal y como avanzábamos en el punto sobre el origen y evolución de la ISR, en los últimos años se ha producido un cambio sustancial a la hora de entender la ISR. Tal y como veremos en el siguiente apartado, la creciente evidencia del impacto positivo de la gestión ESG en el desempeño empresarial ha dado lugar a que, más allá de la ética o los valores propios, los factores ESG sean determinantes para el inversor que busca maximizar la rentabilidad.

4.2. La materialidad como factor determinante del desempeño empresarial. Repaso de la Literatura.

Además del creciente interés por parte de los inversores, la todavía incipiente pero significativa regulación gubernamental, entre la que puede citarse la Ley 11/2018 de información no financiera[11], y la presión ejercida por organismos supranacionales, con la UE revisando la Directiva que sirve de base a la referida ley y publicando su nueva Taxonomía; han contribuido a aumentar notablemente el número de empresas que presentan informes en materia de sostenibilidad, también denominados informes no financieros.

Los primeros trabajos que estudiaron el posible efecto de las políticas ESG y su comunicación sobre el rendimiento empresarial no distinguían entre información material e inmaterial. En la mayor parte de los ellos se llegaba a resultados no concluyentes y, en ocasiones, contradictorios (por ejemplo: Brammer, Brooks & Pavelin, 2006; frente a Borgers, Derwall, Koedijk & Ter Horst, 2013)

Ciertos autores de tradición neoclásica defienden que la inversión en la gestión de los factores ESG da lugar a los denominados "costes de agencia", mejorando la reputación de los directivos a expensas de los accionistas (Cheng, Hong & Shue, 2013 y Krueger, 2015). Argumentan que la gestión de los factores ESG se traduciría en mayores costes, con la desventaja competitiva que ello conlleva, (Friedman, 1970 y Jensen, 2002) y conduciría a reacciones negativas del mercado a las noticias positivas sobre ESG (Krueger, 2015).

Asimismo, hay quienes sostienen que las inversiones en gestión de factores ESG se basa en meras creencias políticas y destruye valor para los accionistas, pues da lugar a una

[10] Deloitte, "NIIF completas 2019". Disponible en https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/audit/documentos/niif-2019/NIIF%202019%20Completas.pdf, última consulta 14/04/2021.

[11] Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad. Disponible en https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2018-17989, última consulta 14/04/2021.

menor rentabilidad de las acciones de la empresa y una disminución del ROA (*return on assets*) (Di Giuli & Kostovetsky, 2014). En consonancia con lo anterior, ciertos estudios concluyen que la rentabilidad de los fondos que invierten en empresas con buen desempeño en materia ESG no sólo no supera la rentabilidad ofrecida por los fondos tradicionales (Renneboog et al., 2007), sino que puede llegar a ser menor (Brammer et al., 2006).

En contraposición, son abundantes los autores que argumentan que un mejor desempeño en materia ESG podría traducirse en un incremento del valor empresarial debido a las eficiencias operativas, una mayor lealtad hacia la marca y la atracción y retención de talento (Fombrun & Shanley 1990; Turban & Greening 1997; Freeman, Harrison & Wicks, 2007; Edmans, 2011; Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014).

En línea con lo anterior, se ha defendido que un mejor desempeño en materia ESG tiene un efecto similar a la publicidad, pues puede aumentar la demanda de productos y servicios o reducir la sensibilidad del consumidor a los precios (Navarro, 1988; Sen & Bhattacharya, 2001).

Asimismo, puede mitigar la probabilidad de una acción reguladora, legislativa o fiscal que perjudique a la empresa (Berman et al., 1999; Hillman & Keim, 2001), al tiempo que protege y mejora la reputación corporativa (Fombrun & Shanley, 1990; Freeman et al., 2007).

Desde un punto de vista estrictamente financiero, el buen desempeño en materia ESG se ha asociado con mejores resultados contables (Eccles et al., 2014; Dimson, Karakas & Li, 2014) y mayores rendimientos ajustados al riesgo (Borgers et al., 2013); una mejor calificación crediticia (Bauer & Hann, 2010) y, consecuentemente, un menor coste de capital (Dhaliwal, Li, Tsang & Yang, 2011; Oikonomou, Brooks & Pavelin, 2014; Cheng et al. 2014; Hauptmann, 2017). En concreto, se sostiene que las empresas con mejor desempeño en materia ESG se benefician de menores tipos de interés en los préstamos (Goss & Roberts, 2011).

En 2016, bajo el título "*Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*", el estudio de Khan, Serafeim y Yoon (2016) introduce un elemento determinante a la hora de establecer el vínculo entre el desempeño en materia ESG y la rentabilidad y riesgo de los activos o empresas: la materialidad. Su estudio aporta una gran claridad a los resultados de los estudios previos. Sostienen que las conclusiones contradictorias que se venían alcanzando podrían deberse a que no se había distinguido entre las cuestiones ESG materiales e inmateriales.

El estudio de Khan et al. (2016) se basaba en la hipótesis de que las inversiones en cuestiones ESG inmateriales tienen menos probabilidades de crear valor que las inversiones en cuestiones ESG materiales. En consecuencia, sostiene que, a la hora de estudiar las implicaciones de la gestión ESG en el desempeño empresarial, es importante distinguir entre las gestión de cuestiones ESG materiales, que son las que crearían valor para la empresa, y la gestión de cuestiones ESG inmateriales, que se refieren a aquellas actividades que pese a ser buenas prácticas no tendrían un efecto en la capacidad de la empresa de crear valor.

Esta hipótesis había sido introducida de manera teórica por Eccles y Serafeim (2013). Los autores defendían que una estrategia en materia de sostenibilidad tiene que mejorar el rendimiento de la empresa en las dimensiones ESG y, al mismo tiempo, aumentar el valor para el accionista (Eccles & Serafeim, 2013).

Eccles y Serafeim (2013) critican que las empresas implanten programas en materia de sostenibilidad con la esperanza de ser recompensadas por el mercado por el mero hecho de "hacer el bien", incluso cuando los problemas que estos programas abordan no son relevantes para su estrategia y operaciones (cuestiones ESG inmateriales). Como norma general, señalan, la mejora en el rendimiento ESG perjudicaría el rendimiento financiero. Por ejemplo, el uso de energías renovables o el pago de salarios superiores beneficiaría al medioambiente y a la comunidad pero disminuiría los beneficios. El mercado conoce dicha relación y evita las empresas que aplican programas desconectados de la realidad de la empresa.

Los criterios ESG se convertirían así en un instrumento ambivalente, aumentando el valor de la empresa si mejoran los resultados financieros, disminuyendo o destruyendo el valor si los empeoran. El conjunto de políticas ESG que son materiales y, por tanto, generarían un impacto positivo en los resultados financieros, depende del sector en el que la empresa opere (por ejemplo, las emisiones de carbono son materiales para las empresas mineras pero no para los bancos) y su concreta estrategia (por ejemplo, el respeto a los derechos humanos es más material para una empresa que utiliza mano de obra barata en países en desarrollo que para una empresa que utiliza trabajadores cualificados en países desarrollados).

El estudio de Khan et al. (2016) aporta las primeras evidencias empíricas en relación a estas hipótesis. Khan et al. (2016) se basan en las guías de materialidad de la *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), sobre la que se profundizará en el quinto epígrafe de este trabajo de investigación. Por ahora, basta decir que la SASB es un organización independiente sin ánimo de lucro que crea y pone a disposición de las empresas estándares de reporte de información ESG que se considera material para el inversor.

Utilizando el modelo de tres factores diseñado por Fama y French (1993) para describir la rentabilidad de las acciones, Khan et al. (2016) demuestran que la rentabilidad de las acciones de las empresas con un buen desempeño en cuestiones ESG consideradas materiales en sus respectivos sectores de actividad superarían significativamente la rentabilidad de las acciones de las empresas con un desempeño deficiente.

Por otra parte, se observa como, *a priori*, las empresas con buen desempeño en cuestiones ESG que se no se consideran materiales ofrecen las mismas rentabilidades que las empresas con mal desempeño en materia ESG, lo que implicaría que, contrariamente a lo defendido por Eccles y Serafeim (2013), la inversión en cuestiones ESG inmateriales no destruye valor.

Por último, llama la atención que las empresas con buen desempeño en cuestiones ESG materiales y mal desempeño en cuestiones ESG inmateriales sean las que ofrezcan la mayor rentabilidad.

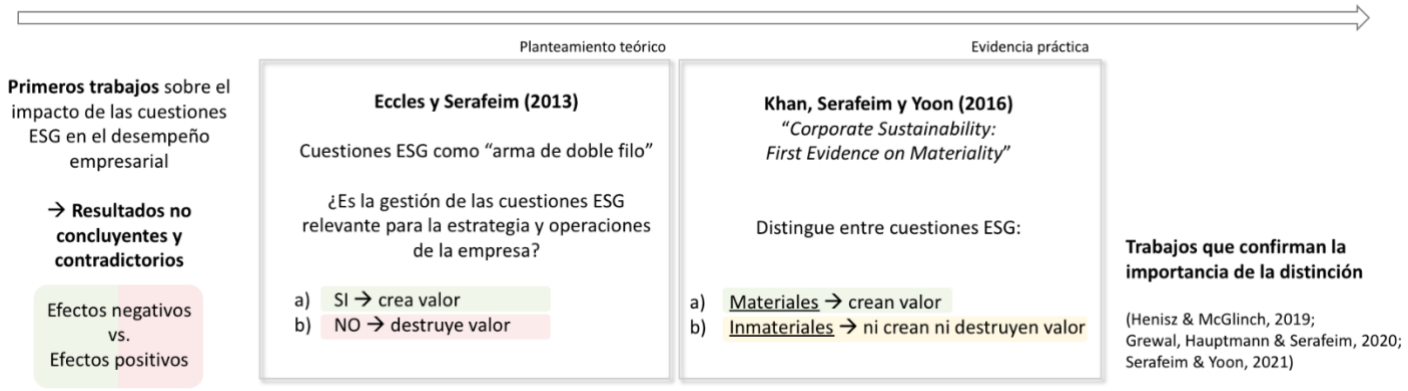
El trabajo de Khan et al. (2016) marca un punto de inflexión a la hora de entender la inversión con criterios ESG. Herz y Rogers resumen perfectamente este cambio de paradigma señalando que hay un conjunto limitado de factores ESG que crean valor y son susceptibles de integrar la estrategia empresarial y que sólo centrándose en "*lo que verdaderamente importa*", las empresas pueden convertir las intenciones sostenibles en iniciativas de inversión (Herz & Rogers, 2016).

El estudio de Khan et. al (2016) ha venido seguido de trabajos que confirman la importancia de distinguir entre políticas e información ESG materiales, por un lado, e inmateriales, por otro, a la hora de evaluar su impacto en el desempeño empresarial. Henisz y McGlinch (2019), por ejemplo, prueban que las empresas con mejor desempeño en cuestiones ESG materiales son menos propensas a sufrir eventos que perjudiquen a inversores y acreedores, es decir, presentan menores volatilidades y menor riesgo crediticio (Henisz & McGlinch, 2019).

Asimismo, Grewal, Hauptmann y Serafeim (2020) muestra que la divulgación voluntaria de información ESG considerada como material en base a los criterios de la SASB favorece que las acciones de las empresas reflejen más información específica de la empresa y muestren una menor correlación o sincronicidad respecto de los movimientos en la industria o en el mercado; efecto que no se observa en caso de divulgación de información no considerada como material (Grewal, Hauptmann & Serafeim, 2020).

En este sentido, existe evidencia de que el mercado sólo reacciona de manera significativa ante noticias sobre cuestiones ESG materiales (Serafeim & Yoon, 2021). Esto último indica que las reacciones de los inversores están motivadas por un motivo financiero más que no pecuniario, lo que muestra el movimiento de *valores* a *valor* al que nos referimos *supra*.

Gráfico 2. Principales hitos en la distinción entre materialidad e inmaterialidad de las cuestiones ESG



Fuente: Elaboración propia

Así las cosas, las organizaciones internacionales que elaboran estándares de reporte y los organismos reguladores nacionales y supranacionales están centrando sus esfuerzos en identificar las cuestiones ESG que resultan materiales para el desempeño empresarial, con el objetivo de proporcionar a las empresas guías para el reporte de información ESG verdaderamente relevante para el inversor.

Identificar las cuestiones ESG que resultan materiales para el desempeño empresarial no es tarea sencilla. Durante los últimos años se han popularizado conceptos como el de doble materialidad o materialidad dinámica que, aunque inicialmente puedan resultar extraños, ayudan a las empresas a distinguir qué es lo material para cada uno de sus *stakeholders* y mantenerse alerta frente a los indicios de cambios en el entorno ESG. Pasamos ahora a analizar ambos conceptos.

4.3.La doble materialidad

El concepto de "doble materialidad" surge en 2019 a raíz de la Comunicación de la Comisión Europea sobre las Directrices para la presentación de informes no financieros. El fin de las Directrices era ayudar a las empresas afectadas por la Directiva 2014/95/UE, de divulgación de información no financiera[12], a interpretar las obligaciones contenidas en la misma y presentar información no financiera de manera pertinente, útil, coherente y más comparable. En epígrafes posteriores, veremos como la Directiva 2014/95/UE, que se completa con dos las Directrices de 2017 y las de 2019, siendo estas últimas a las que ahora nos referimos, ha sido transpuesta en España por la Ley 11/2018 de información no financiera.

El documento comienza recordando que, "*con arreglo a la Directiva sobre información no financiera, las empresas están obligadas a divulgar información sobre cuestiones medioambientales, sociales y relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra el soborno y la corrupción, en la medida en que dicha información sea necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación de la empresa, y el impacto de sus actividades*".

La Comisión se basa en tal disposición para argumentar que la Directiva sobre información no financiera considera la materialidad, a la que el documento se refiere como "significatividad", desde una doble perspectiva.

- **Materialidad financiera**. Se refiere al impacto del entorno en la empresa. Implica que debe presentarse información relacionada con los factores ESG[13] si es necesaria para comprender "la evolución, los resultados y la situación de la empresa"; es decir, su capacidad de crear valor. Esta perspectiva suele ser del mayor interés para los inversores. Este tipo de información es la que Khan et al. (2016) consideraban en su estudio como "material".

  Las cuestiones ESG serán materiales desde el punto de vista financiero si suponen una oportunidad o un riesgo para la empresa. Entre las oportunidades que una buena gestión de los factores ESG pueden suponer para la empresa podemos

[12] Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014 , por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. Disponible en https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095, última consulta 14/04/2021.

[13] En las Directrices se habla únicamente del deber de presentar información relacionada con el clima, no con los factores ESG en su conjunto. No obstante, consideramos que la lectura completa e interpretación sistemática de las Directrices y de la Directiva permite extender las disposiciones referidas al clima (que quedaría englobado dentro de la "E" de las siglas ESG), a las cuestiones de carácter social ("S") y de gobernanza ("G").

señalar, a modo e ejemplo, una mayor eficiencia en el uso de los recursos y el acceso a ayudas gubernamentales.

Dentro de los riesgos, distinguimos entre riesgos materiales, que son los derivados de los efectos físicos del cambio climático (incendios que pueden dañar las instalaciones de producción, inundaciones que puedan trastornar las cadenas de valor, alteraciones en la productividad de la tierra y del suelo,…); y los riesgos de transición, que son los que se derivan de la transición a una economía resiliente al cambio climático, más sensibilizada con las cuestiones sociales y consciente de las implicaciones de una buena gobernanza (sanciones por incumplir los requisitos de eficiencia energética, litigios por vulneración de derechos de los trabajadores, riesgo reputacional,…).

- **Materialidad medioambiental y social**. Se refiere al impacto de la empresa en el entorno, Implica que debe presentarse información relacionada con los factores ESG de una empresa si es necesaria para comprender el "impacto de sus actividades", es decir, sus repercusiones externas. Esta perspectiva suele ser del mayor interés para los ciudadanos, los consumidores, los empleados, los socios comerciales, las comunidades y las organizaciones de la sociedad civil. Este tipo de información es la que Khan et al. (2016) consideraban en su estudio como "inmaterial".

Realizada esta distinción, parece razonable pensar que las cuestiones ESG materiales desde un punto de vista financiero cumplen con el tradicional requisito de materialidad de las GAAP y las NIIF, que exige centrarse en información que, si se omite, podría influenciar las decisiones de los inversores. Así, las cuestiones ESG que afectan al desempeño empresarial deberían ya formar parte de los informes financieros presentados por las empresas[14].

En esta idea se basa la idea Marco Internacional <IR>, desarrollado por el *International Integrated Reporting Council* (IIRC). El Reporting Integrado o Informe Integrado (IR) supone utilizar un único documento, en lugar de un informe financiero y otro no financiero independientes, para explicar a los proveedores de capital financiero cómo una organización crea valor en el corto, medio y largo plazo. Es decir, en el Informe integrado debe incluirse información acerca de los asuntos que afecten sustancialmente la habilidad de una organización para crear valor, independientemente de que estas cuestiones sean específicamente financieras o traten sobre cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero. Tal y como veremos en el cuarto y quinto epígrafe, las recomendaciones del *Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, (TCFD), el marco de la *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) y los estándares de reporte de las SASB se centran exclusivamente este subconjunto de información ESG que es material desde el

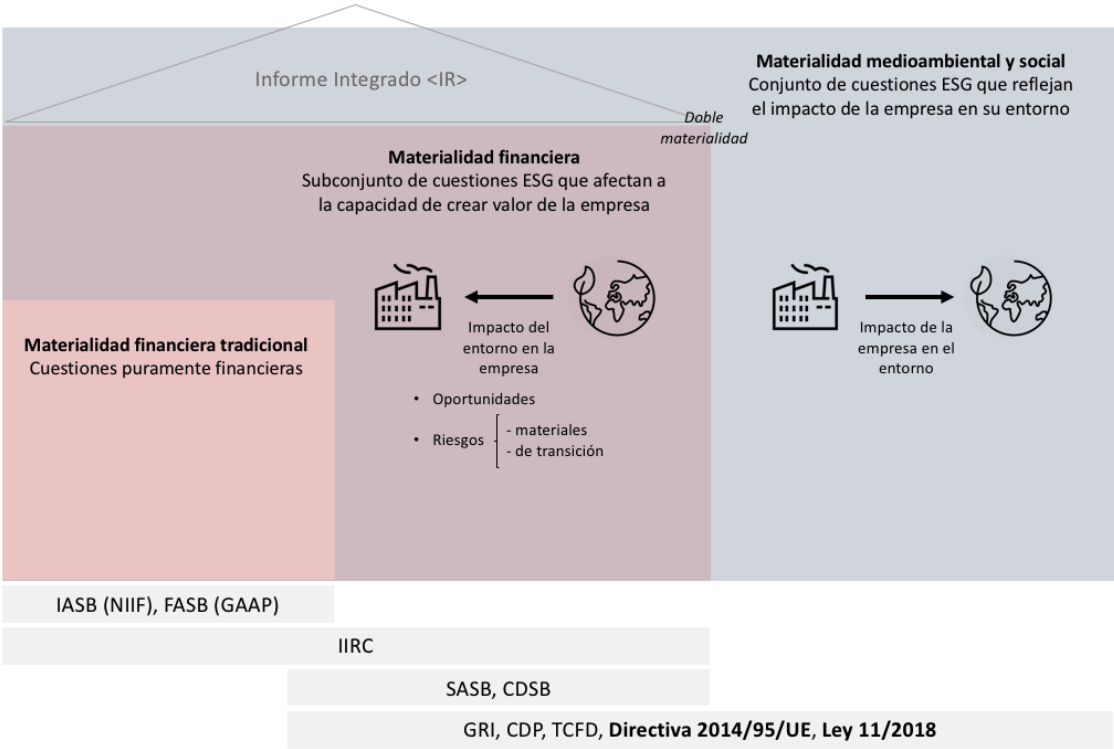
[14] Más allá de que distinguir entre materialidad financiera y materialidad medioambiental y social permita determinar qué información debe, en todo caso, divulgar la empresa; esta distinción tiene otras utilidades. Por ejemplo, un informe de London Business School y PwC muestra que un 45% de las empresas del Ftse 100 utiliza medidas ESG para determinar la retribución de los CEOs. Es curioso ver como uno de los autores del informe muestra su sorpresa ante el hecho de que casi la mitad de las medidas ESG utilizadas no se consideren "materiales para el valor de los accionistas". Añade que "será interesante ver como se desarrolla con el tiempo, ya que la mayoría de los inversores están dejando claro que esperan que las actividades ESG de la empresas se centren en las áreas que contribuyen para el valor de los accionistas a lago plazo" (London Businness School & PwC, 2021; Thomas, 2021).

punto de vista financiero y que debe en todo caso formar parte de los informes presentados por las empresas.

La Directiva 2014/95/UE va un paso más allá y exige que las empresas que se encuentren bajo su ámbito de aplicación presenten tanto la información ESG que sea material desde un punto de vista financiero como la que lo sea desde un punto de vista medioambiental y social. En la misma línea, los estándares de reporte de la *Global Reporting Initiative* (GRI) y los resultados sobre medioambiente publicados por la *Disclosure Insight Action* (CDP, por llamarse originalmente *Carbon Disclosure Project*); abarcan la totalidad de las cuestiones ESG, independientemente de que las mismas sean materiales desde un punto de vista financiero o medioambiental y social.

En el gráfico que se incluye a continuación [Gráfico 3] se puede observar la diferencia entre las cuestiones ESG que son materiales desde un punto de vista medioambiental y social y el subconjunto de cuestiones ESG que son materiales desde un punto de vista financiero; que se distinguen a su vez de las cuestiones que tradicionalmente se han considerado como puramente financieras. Como se viene explicando, las cuestiones ESG materiales desde un punto de vista medioambiental y social reflejan el impacto de la empresa en el entorno. Las cuestiones ESG materiales desde un punto de vista financiero, por su parte, reflejan el impacto del entorno en la empresa. Este impacto se concreta en oportunidades para aumentar el valor de la empresa, o riesgos materiales y de transición que lo ponen en peligro. En la parte inferior del gráfico puede verse cual es el alcance de los instrumentos propuestos por las distintas organizaciones creadoras de marcos y estándares de reporte y de la normativa vigente. Se observa también que el Informe Integrado <IR> ha sido diseñado para que las empresas presenten la información puramente financiera y la información ESG material desde el punto de vista financiero un único informe.

Gráfico 3. Doble materialidad



Fuente: Elaboración propia a partir del Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB (2020)

Detrás de esta mayor exigencia de reporte se encuentra, entre otras cosas, el hecho de que un gran número de cuestiones ESG puedan pasar de no ser financieramente materiales a serlo en un plazo breve de tiempo. A este respecto, señala la Comisión que "*dado que los mercados y las políticas públicas evolucionan en respuesta al cambio climático, los efectos positivos o negativos de una empresa en el clima se traducirán cada vez más en oportunidades o riesgos comerciales que serán significativos desde el punto de vista financiero*"[15]. Esta tendencia a la traducción de impactos negativos/positivos en riesgos/oportunidades no sólo evidencia la dificultad de distinguir entre, como dirían Khan et al. (2016), las cuestiones ESG materiales y las inmateriales; sino que también refleja el carácter dinámico de la materialidad.

La concepción cambiante de la materialidad, que permite que una cuestión que es material desde el punto de vista medioambiental o social pase a ser material desde el punto de vista financiero, es la que lleva a calificar la materialidad como dinámica, cuestión que abordaremos en el siguiente apartado.

[15] Nótese una vez más que, aunque las Directrices de la Comisión solo hagan referencia al clima (que quedaría englobado dentro de la "E" de las siglas ESG), la lectura completa e interpretación sistemática del texto permite extender las disposiciones a las cuestiones de carácter social ("S") y de gobernanza ("G").

4.4.La materialidad dinámica

Hace treinta años, cuando se demostró científicamente la amenaza que suponía el cambio climático, la mayoría de los inversores no lo consideraban como un riesgo material desde el punto de vista financiero. Hoy en día, a la luz de las creciente evidencia científica, el activismo de los *stakeholders* y la acción de los reguladores, los inversores están incluyendo las consideraciones climáticas en su toma de decisiones de inversión. Es decir, la contribución de las empresas al cambio climático, que antes solo era material desde el punto de vista medioambiental, ha pasado a ser material desde el punto de vista financiero.

El concepto de materialidad dinámica, popularizado recientemente por el World Economic Forum, se refiere a que lo que no es financieramente material hoy pueda serlo mañana. Este cambio puede suceder de forma gradual, como ha pasado con el cambio climático, o de forma más repentina, como ocurrió con las políticas contra el acoso laboral a raíz del movimiento #MeToo.

En términos generales, podría decirse que las cuestiones ESG se convierten en materiales a efectos financieros porque (a) representan externalidades negativas que las empresas pueden acabar internalizando, lo que tiene el potencial de crear costes adicionales; o (b) suponen externalidades positivas que crean un valor intangible que posteriormente aumenta los ingresos, la cuota de mercado o la rentabilidad (Khu, 2020). De acuerdo con el análisis realizado por el World Economic Forum, los factores que provocan que una cuestión pase de no ser financieramente material a serlo pueden resumirse en tres (Khu, 2020).

En primer lugar, **la evidencia científica y la transparencia**. Cada vez son más los estudios que prueban de manera sólida y convincente el impacto de las externalidades ambientales y sociales. Por ejemplo, el rechazo generalizado hacia los plásticos de un solo uso ha sido propiciado por el creciente número de publicaciones científicas que ponen de manifiesto el volumen residuos plásticos en el mundo y su impacto negativo en los océanos. Del mismo modo, los estudios que evidencian los efectos nocivos de la contaminación atmosférica en las ciudades han impulsado debates públicos y políticos sobre las restricciones a la entrada de determinados vehículos a los centros urbanos. De manera significativa, los inversores que el World Economic Forum consultó para redactar el documento afirmaron que habían comenzado a utilizar señales como el aumento de las actividades de investigación científica o las subvenciones para la investigación, para anticiparse a la aparición de pruebas que pudieran afectar al valor de los activos en sectores o mercados clave.

Por otra parte, el auge de tecnologías como la inteligencia artificial, el *blockchain* y la realidad virtual ha dado lugar a la denominada como “era de la hiper-transparencia”. Estas herramientas dificultan que las empresas oculten sus impactos negativos en el medioambiente y la sociedad. El *blockchain*, por ejemplo, permite una trazabilidad total -desde su origen hasta la tienda- y ya se está utilizando para verificar la procedencia de productos como la madera sostenible y para evitar los diamantes de conflicto[16]. Otro

[16] Los llamados "diamantes de conflicto" o "diamantes sangrientos", son piedras en bruto que han sido relacionadas con las guerras en Sierra Leona, Angola, Liberia, República Democrática del Congo y la República Centroafricana. Los defensores de los derechos humanos alegan que grupos guerrilleros en esos

ejemplo al que se hace referencia con frecuencia es las imágenes por satélite, que permiten recabar datos sobre las emisiones y supervisar cambios medioambientales. Empresas como Robeco utilizan imágenes por satélite para monitorizar plantaciones en todo el mundo y asegurarse de que las empresas cumplen con sus compromisos de deforestación cero[17].

Si a esta transparencia ineludible añadimos los *smartphones* y las redes sociales, la velocidad y alcance de la información llega a unos niveles que escapan al control de las empresas, cuyas prácticas quedan expuestas a la opinión pública (Khu, 2020). A modo de ejemplo, el movimiento #DeleteUber que recorrió Twitter en enero de 2017 llevó a más de 200.000 usuarios a borrar sus cuentas en la aplicación. El *hastagh* surgió a raíz de un desafortunado tuit de Uber en el que alertaba a los usuarios de mayores tiempos de espera y mayores precios debido al aumento de la demanda de transporte durante las protestas (que incluían una huelga de taxis) contra la orden ejecutiva de Donald Trump para evitar la inmigración de ciudadanos de siete países musulmanes. El movimiento "*alimentó la desconfianza*" en la compañía y "*afectó negativamente*" su reputación, razón por la que se mencionó específicamente en los informes previos a la salida a bolsa de la compañía[18].

No obstante, la evidencia y publicidad del impacto negativo de las empresas no hacen que la cuestión subyacente sea automáticamente material. Por ejemplo, el efecto de las emisiones de dióxido de carbono sobre el cambio climático se conoce desde hace varias décadas, pero no ha sido hasta los últimos años cuando los *stakeholders* le han otorgado la importancia necesaria para afectar al valor de las empresas.

Esto nos lleva al segundo factor susceptible de provocar que una cuestión pase de no ser financieramente material a serlo: el **activismo de los *stakeholders***. En este sentido, debemos tener en cuenta que las cuestiones que son materiales para el desempeño de una empresa no sólo vienen determinadas por su accionistas e inversores[19]. Existen otros *stakeholders* (sociedad, clientes, empleados, …) cuyas preocupaciones e intereses deben ser tenidos en cuenta, pues tienen la capacidad de afectar al valor de una empresa en el mercado a través de, por ejemplo, su reputación[20].

Según un reciente estudio de Ocean Tomo, el 90% del valor de mercado de las compañías del S&P 500 corresponde a activos intangibles como marca, reputación, salud y seguridad, desempeño ambiental, I+D, satisfacción del cliente, etc. [Gráfico 4] (Ocean Tomo, 2020). Así, no es de extrañar que los profesionales del sector asegurador afirmen que el "*elevado porcentaje de valor inmaterial sobre el total de las cotizaciones bursátiles lo hace muy sensible a los impactos reputacionales*" de manera que el tratamiento de los riesgos ASG "*se convierte en un asunto prioritario*" (Moreno, 2020).

---

países usan los miles de millones de dólares procedentes de la venta de los diamantes de las minas que controlan para comparar armas y financiar guerras (BBC, 2010).

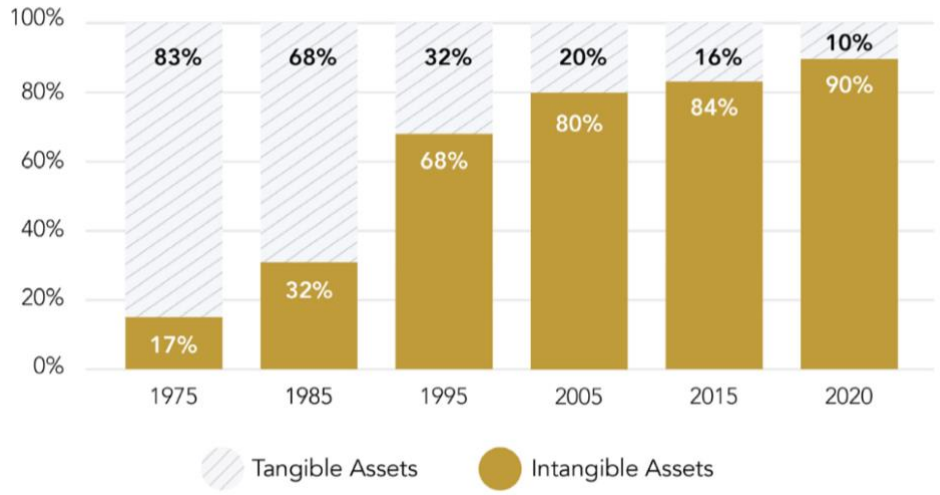
[17] Van der Werf, P. "*The spy in the sky for deforestation*", Robeco. Disponible en https://www.robeco.com/en/insights/2019/11/the-spy-in-the-sky-for-deforestation.html, última visita 14/04/2021.

[18] Wendling, M. "*Why are Trump opponents deleting their Uber accounts?*", BBC News, Disponible en https://www.bbc.com/news/blogs-trending-38798158, última visita 14/04/2021.

[19] Recordemos como, gracias a las exigencias de Blackrock, State Street y Vanguard, las empresas ExxonMobil, Occidental Petroleum, and PPL se vieron obligadas a presentar informes en materia ESG.

[20] Recordemos que son varios los estudios que asocian una buena gestión en materia ESG a la mejora de la reputación corporativa (Fombrun y Shanley, 1990 y Freeman et al., 2007; entre otros).

Gráfico 4. Peso de los activos intangibles en el valor de mercado de las compañías del S&P 500



Fuente: Ocean Tomo (2020)

Dentro de los *stakeholders*, debemos destacar el papel de los consumidores, cuyas preferencias de compra inciden directamente sobre los resultados de las empresas. En este sentido, el reciente estudio del Instituto de Investigación de Capgemini muestra que el 79% de los consumidores está cambiando sus preferencias de compra siguiendo criterios de responsabilidad social o impacto medioambiental, tendencia que se ha acentuado a raíz del COVID-19 (Capgemini Research Institute, 2020).

En la misma línea, se ha demostrado que los bienes de consumo que se presentan ante los consumidores como sostenibles han supuesto el 50% del crecimiento del segmento de mercado durante el periodo de 2013 a 2018 (Whelan, 2019).

El impacto que los *stakeholders* pueden llegar a tener a la hora de configurar las políticas e intereses de las empresas se ve acentuado por la creciente regulación en materia de sostenibilidad. Llegamos así al tercer factor susceptible de provocar que una cuestión pase de no ser financieramente material a serlo: la **respuesta de los responsables políticos** que, unida a las evidencias y demandas sociales, afecta enormemente a las estrategias de las empresas. Piénsese, por ejemplo, en las restricciones a las emisiones totales de gases de efecto invernadero impuestas en la UE, que crean un incentivo para que las empresas inviertan en tecnologías de reducción de emisiones; o en la regulación en materia de contratación pública en España, que exige que las empresas que quieran presentarse a concursos públicos y tengan cierta dimensión cuenten con planes de igualdad[21].

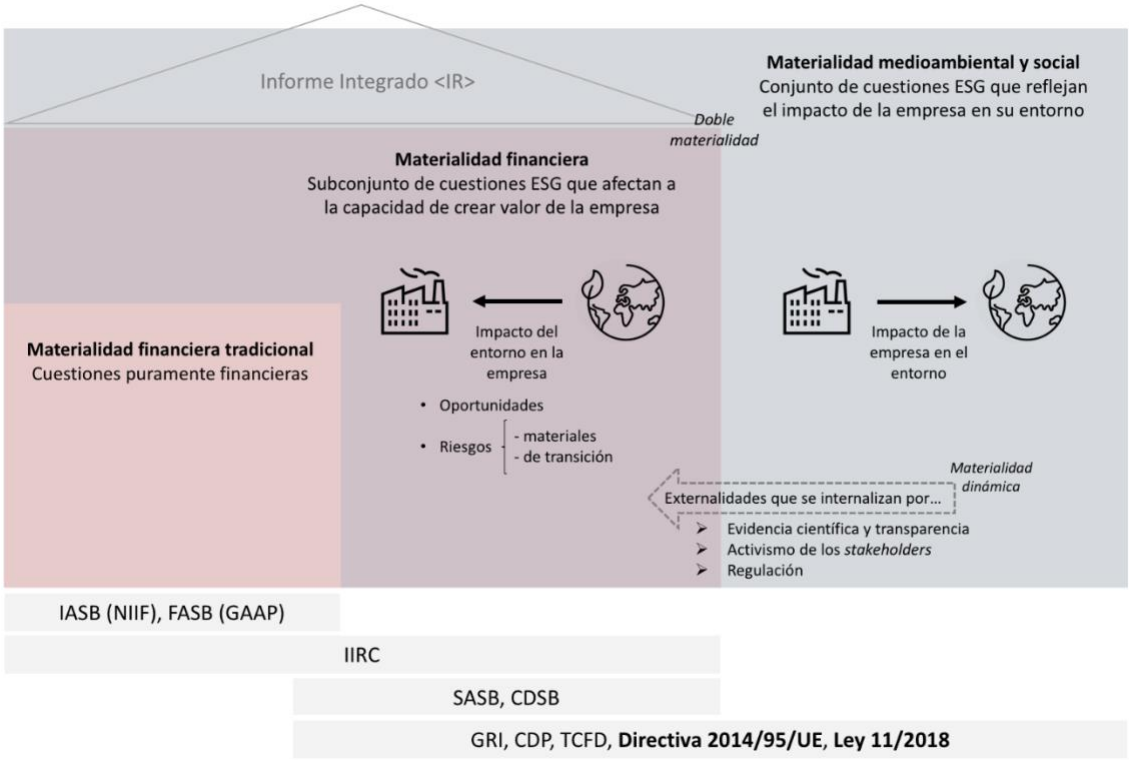
Así, la creciente evidencia científica y la transparencia, junto el activismo de los *stakeholders* y la creciente regulación en materia ESG, determinan que una cuestión pase a ser considerada como material para el desempeño empresarial. De hecho, el pasado 22 de julio de 2020, en una ponencia sobre el concepto de materialidad, Elisa Moscolin,

[21] Artículo 71 d) de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014. Disponible en https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2017-12902, última consulta 14/04/2021.

responsable de Sostenibilidad & RSC del Banco Santander, subrayó la importancia de que las empresas sean conscientes su impacto en el entorno y cómo ese entorno les afecta para evitar ser sorprendidas por factores que no previeron. "*Las empresas no alcanzan el éxito por sí solas*", señalaba haciendo referencia a la importancia de tener en cuenta las perspectivas de los *stakeholders* a la hora de determinar qué es lo material para una empresa. Pensar que las empresas pueden establecer de manera unilateral qué cosas son materiales para su negocio sería ingenuo (Moscolin, 2020).

A modo de resumen de lo expuesto sobre la materialidad dinámica hasta ahora; podemos ver en el gráfico que se incluye a continuación [Gráfico 5] como las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista medioambiental y social pueden pasar a ser materiales desde el punto de vista financiero gracias a la evidencia científica y la transparencia, el activismo de los *stakeholders* y la creciente regulación.

Gráfico 5. Doble materialidad y materialidad dinámica



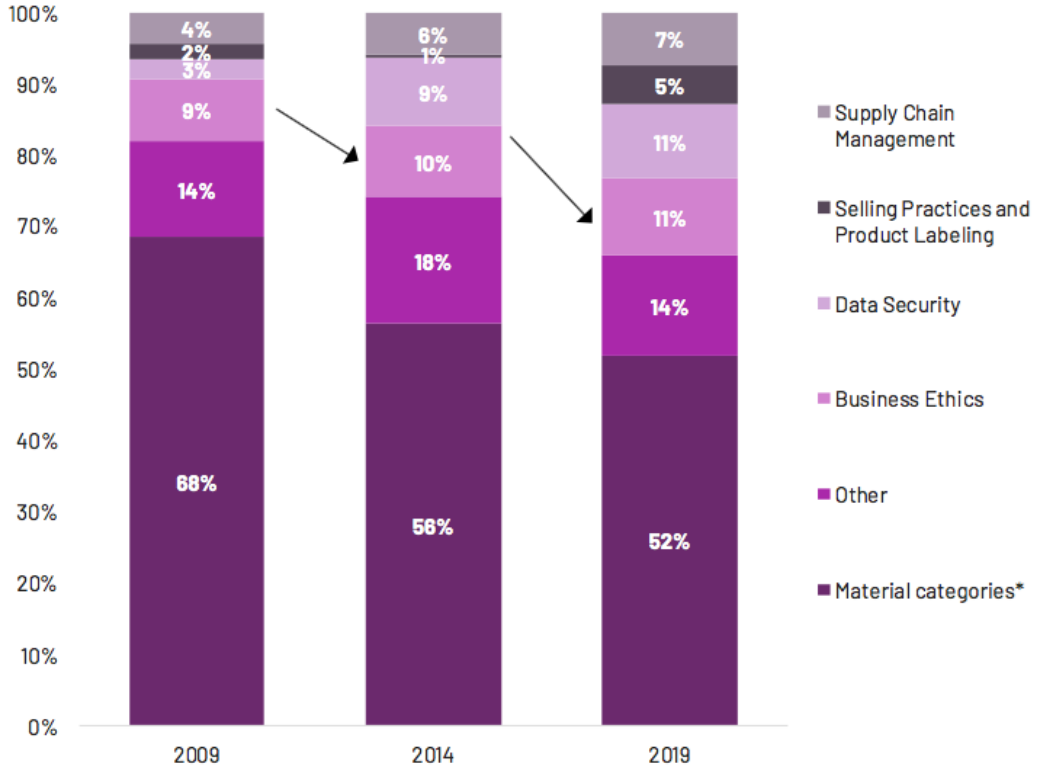
Fuente: Elaboración propia a partir del Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB (2020)

Una vez que hemos explicado cómo el carácter dinámico de la materialidad implica que lo que no es financieramente material hoy pueda serlo mañana, nos fijaremos ahora en las conclusiones del estudio de Truvalue Labs, que ilustran a la perfección el concepto de materialidad dinámica.

En el estudio, publicado en 2020, se utilizaron herramientas de Inteligencia Artificial (AI, por sus siglas en inglés) y Procesamiento de Lenguaje Natural (NLP, por sus siglas en inglés) para analizar datos no estructurados (informes, publicaciones y artículos en documentos PDF, Word o en redes sociales; videos, audios,…) sobre cuestiones ESG de

las empresas del Russell 3000 durante el periodo 2009 a 2019. El estudio muestra que las cuestiones ESG que se consideran materiales desde el punto de vista financiero en una determinada industria cambian a lo largo del tiempo. En el sector de los semiconductores, por ejemplo, la protección de datos ha pasado de representar un 3% de la información difundida en 2009 a un 11% en 2019 [Grafico 6].

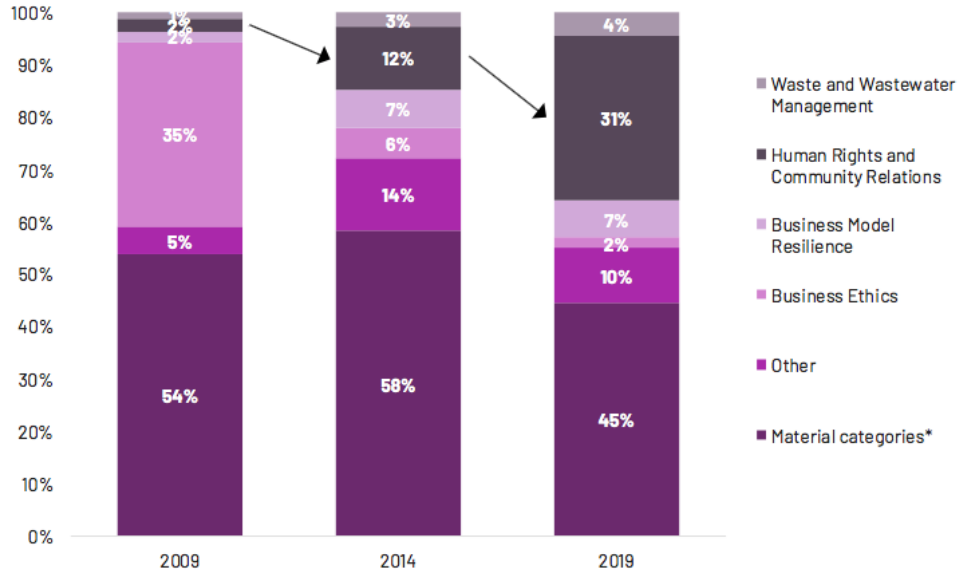
Gráfico 6. Materialidad dinámica en el sector de los semiconductores



Fuente: Truvalue Labs (2020)

Por otra parte, en la industria del gas y petróleo, los Derechos Humanos y las relación con la comunidad ha pasado de representar un 2% de la información difundida en 2009 a un 31% en 2019, precisamente la tendencia contraria a la que se observa respecto de la ética empresarial [Gráfico 7]. El estudio señala como una posible causa de este cambio el hecho de que empresas de como Kinder Morgan y Energy Transfer LP hayan comenzado a construir oleoductos para transportar petróleo y gas desde Canadá hasta EE.UU., cuestión que genera una gran oposición por parte de las comunidades locales y, en particular, de la población indígena (Khu, 2020).

Gráfico 7. Materialidad dinámica en la industria del gas y del petróleo

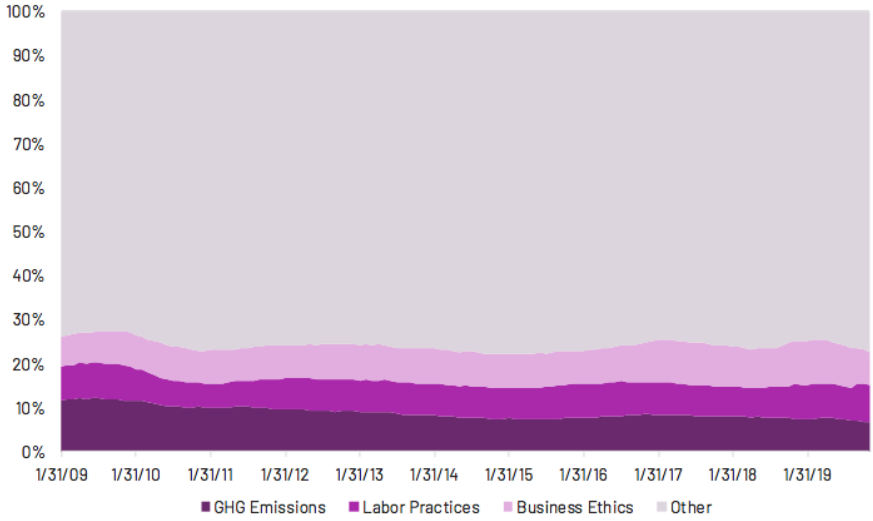


Fuente: Truvalue Labs (2020)

Las conclusiones del estudio al que nos referimos también nos sirven para mostrar las diferencias que existen entre los diferentes sectores e industria en cuanto a las cuestiones que se consideran como materiales, cuestión en la que la SASB hace especial hincapié y que abordaremos en el quinto epígrafe.

Sin perjuicio de lo anterior, existen ciertas cuestiones ESG cuya importancia o materialidad ha permanecido constante a lo largo del tiempo y para los diferentes sectores. Cuestiones que, según el estudio, comprenden la "*Core Materiality*", concepto que podríamos traducir por materialidad básica, nuclear o principal. Estas cuestiones, que representan un 25% de la información difundida, son: las emisiones de gases de efecto invernadero, las prácticas laborales y la ética empresarial. Curiosamente, una por cada uno de los pilares ESG [Gráfico 8].

Gráfico 8. *Core materiality*



Fuente: Truvalue Labs (2020)

Concluimos este epígrafe subrayando como la idea de la doble materialidad permite conservar el concepto de materialidad financiera y completarlo con la materialidad medioambiental y social. Como hemos visto, las cuestiones ESG pueden clasificarse como materiales desde el punto de vista financiero, si suponen un impacto del entorno en la empresa; o como materiales desde el punto de vista medioambiental y social, si suponen un impacto de la empresa en el entorno. Las empresas deben prestar especial atención a las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero, pues afectan a su capacidad para crear valor; sin descuidar las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista medioambiental y social, pues, más allá de las nuevas obligaciones legales de reporte, el carácter dinámico de la materialidad implica que estas puedan acabar afectando al desempeño empresarial.

En palabras de Rodney Irwin, antiguo director general del *World Business Council for Sustainable Development*, "*el concepto de materialidad puede ser difícil de aplicar en la práctica debido a la gran variedad de cuestiones ESG que hay que tener en cuenta, la variedad de stakeholders cuyos puntos de vista contribuyen a las evaluaciones de materialidad, las múltiples definiciones de materialidad, sus implicaciones legales y los plazos en los que la materialidad de las cuestiones ESG puede hacerse evidente*" (Eltogby, 2019). De forma implícita, Rodney Irwing se refiere a la doble materialidad y a la materialidad dinámica y apunta al gran problema del reporte ESG: la falta de estandarización.

El problema de la falta de estandarización es una consecuencia directa de la proliferación de marcos y estándares de reporte de información ESG, de diferente o similar alcance, y la falta de consenso sobre cual debe guiar la divulgación de información ESG. Así, antes de abordar el problema de la falta de estandarización, consideramos oportuno explicar cuales son los principales actores en el ecosistema ESG y que relación existe entre ellos.

5. El ecosistema ESG

El ecosistema ESG está formado por una gran variedad de instituciones y organizaciones, que trabajan sobre el tipo de información ESG que deberían comunican las empresas, la forma en que se comunica y el modo en que se utiliza (Eltogby, 2019). Dentro de este Ecosistema destacan las organizaciones creadoras de estándares, las creadoras de marcos, las proveedoras de datos; las agencias de rating y las empresas que prestan servicios de asesoramiento y auditoría [Gráfica 9].

- Organizaciones **creadoras de estándares** (*Standard setters*). Publican directrices detalladas que ayudan a las empresas a comprender qué información relacionada con las cuestiones ESG deben divulgar. Las más conocidas son el *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), la *Global Reporting Initiative* (GRI), el CDP (antiguamente, el *Carbon Disclosure Project*) y el *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB).

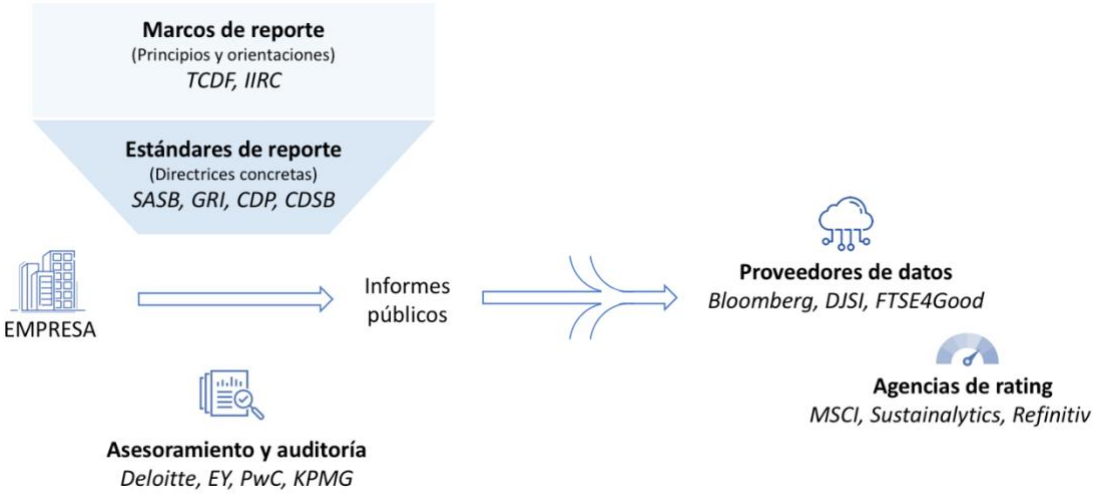
- Organizaciones **creadoras de marcos** (*Framework developpers*). Publican un conjunto de principios y orientaciones sobre cómo debe estructurarse un informe sobre cuestiones ESG y qué temas, en general, debe cubrir. Destacan las recomendaciones del Task Force on Climate-related Financial Disclosures, (TCFD) y el International Integrated Reporting Council (IIRC).

- Organizaciones **proveedoras de datos** (*Data providers*). Recopilan información ESG sobre las empresas, obtenida a partir de informes públicos investigaciones privadas o solicitudes a las propias empresas, y la ponen a disposición del público. Las proveedoras de datos pueden presentar la información ESG como métricas ESG individuales, clasificaciones o índices. Por ejemplo, Bloomberg, DJSI (Dow Jones Sustainability Index) y FTSE4Good.

  Si la proveedora de datos ofrece la información ESG en forma de calificaciones, la denominaremos **agencia de rating** (*rating agency*). Por ejemplo, MSCI, Sustainalytics y Refinitiv (antiguamente, Thomson Reuters).

- Empresas que prestan servicios de **asesoramiento y auditoría**. Acompañan a las empresas durante el proceso de redacción de los informes y ofrecen garantías sobre la información ESG divulgada. Algunos ejemplos son Deloitte, EY, PwC y KPMG.

Gráfica 9. Principales actores del ecosistema ESG



Fuente: Elaboración propia

5.1.Principales organizaciones creadores de estándares y marcos de reporte

Como acabamos de ver, dentro del ecosistema ESG, son muchas las organizaciones que ofrecen marcos y estándares para el reporte ESG. Aunque algunos de sus trabajos se solapan, cada organización trata de elaborar productos específicos para su público objetivo. A diferencia de lo que ocurre con los usuarios de la información puramente financiera, los usuarios de la información ESG tienen propósitos muy dispares. Por ejemplo, los proveedores de capital financiero que consultan la información ESG tienen como objetivo tomar decisiones económicas, por lo que estarán interesados en las cuestiones ESG que sean materiales desde el punto de vista financiero. En contraposición, la Administración pública puede estar interesada en consultar la información ESG de una empresa para evaluar si merece una determinada ayuda o subvención. La Administración estaría así interesada en la totalidad de las cuestiones ESG, materiales o no desde el punto

de vista financiero. De hecho, es probable que se interese especialmente por las cuestiones materiales desde un punto de vista medioambiental y social (impacto de la empresa en el medioambiente y la sociedad), para premiar aquellas conductas a las que, por no tener un impacto financiero, los inversores prestan menos atención.

Así, algunas organizaciones se centran en la elaboración de marcos y estándares para el reporte de cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero y otras se centran en la creación marcos y estándares que engloben la totalidad de las cuestiones ESG o incluso una categoría dentro de las mismas. A continuación, veremos con mayor detalle cual es la función u objetivo de las organizaciones creadoras de marcos y estándares que mencionamos en el apartado anterior.

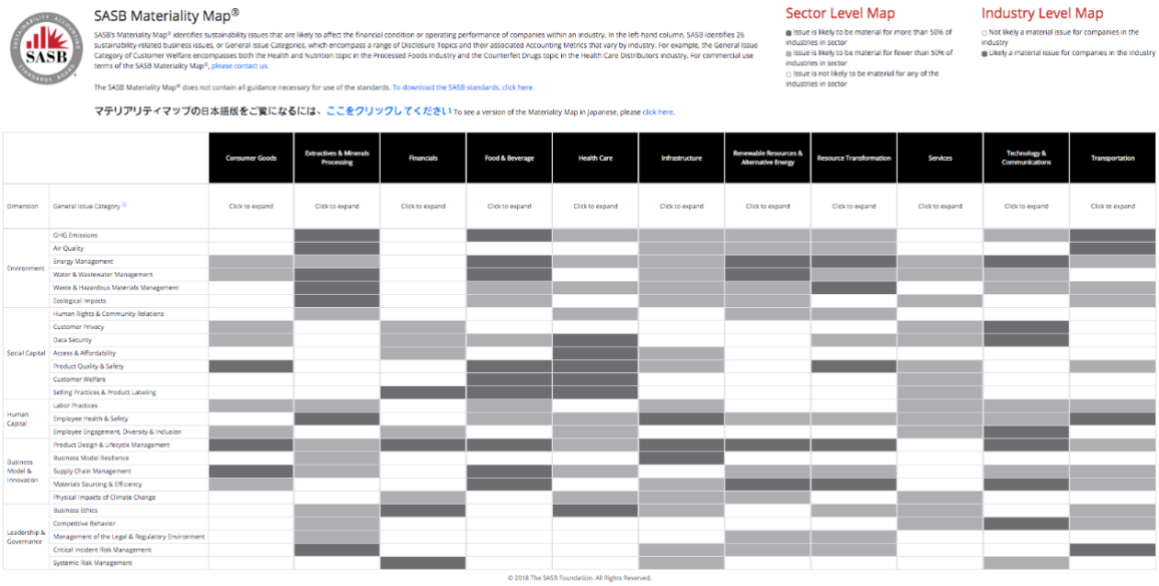
i. GRI (*Global Reporting Initiative)*

La GRI es una organización que desarrolla y divulga estándares de reporte sobre la generalidad de cuestiones ESG materiales o no desde el punto de vista financiero, por lo que cubre sus estándares cubren un mayor número de cuestiones ESG que los de otras organizaciones. Su objetivo es ayudar a las empresas a transmitir información sobre el desempeño ESG a sus *stakeholders*. Cabe señalar que los Estándares GRI son los primeros y más ampliamente adoptados estándares globales para la elaboración de informes de sostenibilidad.

ii. SASB (*Sustainability Accounting Standards Board)*

La SASB es una organización que desarrolla y divulga estándares de reporte sobre el subconjunto de cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero. Su objetivo es ayudar a las empresas a transmitir información útil para sus inversores. En 2018, publicó un conjunto de estándares para 77 sectores diferentes. Para que las empresas e inversores puedan consultar de manera sencilla estos estándares, el SASB ha creado el "*SASB Materiality Map*", un "mapa de materialidad" interactivo que, además, permite identificar rápidamente las diferencias entre sectores [Gráfico X]. Así, mientras el SASB anima a las empresas del sector de tecnológico y de comunicaciones a informar a los inversores sobre las políticas de privacidad de los consumidores, considera que ésta no es una cuestión relevante para las empresas del sector alimenticio.

Gráfico 10. SASB *Materiality Map*



Fuente: SASB (2021)

iii. CDSB (*Climate Disclosure Standards Board*)

Al igual que la SASB, el objetivo de la CDSB es ayudar a las empresas a transmitir información útil para sus inversores, centrándose así en el subconjunto de cuestiones materiales desde el punto de vista financiero. Sin embargo, a diferencia de la SASB, las cuestiones que abordan los estándares de la CDSB son exclusivamente ambientales. Otra diferencia respecto de los estándares de la SASB es que la CDSB no distingue entre los distintos sectores e industrias.

iv. CDP (antiguamente, *Carbon Disclosure Project*)

El CDP es una organización que gestiona una plataforma pública de divulgación para que las empresas, los grandes inversores e incluso las ciudades informen sobre su impacto en el clima, el agua y los bosques. Cada año, CDP analiza la información obtenida y puntúa a las empresas en función de su rendimiento medioambiental.

La particularidad de la CDP hace que el World Economic Forum la clasifique como una proveedora de datos. No obstante, hay que reconocer que la encuesta que rellenan las empresas para publicar sus datos en la plataforma funciona, de facto, como un estándar para el reporte de información medioambiental.

v. TCFD (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*)

El TCFD es un grupo de trabajo creado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) del G-20. Su objetivo es desarrollar marcos que guían a las empresas a la hora de divulgar información sobre los riesgos y oportunidades relacionados con el clima a los *stakeholders*. Cabe señalar que, desde 2020, los firmantes

de los Principios de Inversión Responsable de la ONU se comprometen y obligan a divulgar la información medioambiental utilizando el marco del TCFD.

vi. IIRC (*International Integrated Reporting Council*)

El IIRC es una organización formada por reguladores, inversores, empresas, creadores de estándares, contables y ONGs cuyo objetivo es proporcionar un marco que guíe el reporte integrado de la información puramente financiera y de la información sobre las cuestiones ESG que tienen un impacto en la habilidad de la empresa de crear valor, es decir, de la información ESG material desde el punto de vista financiero. El marco elaborado por el IIRC es el Marco Internacional <IR>, al que nos referimos en cuarto epígrafe.

A modo de resumen de las diferencias entre las distintas organizaciones creadoras de marcos y estándares de reporte incluimos la siguiente gráfica [Gráfico 11].

Gráfico 11. Resumen de las principales organizaciones creadores de estándares y marcos de reporte

	Categoría dentro del Ecosistema ESG	Cuestiones cubiertas	Diferencia entre sectores/industrias	Público objetivo de la información
GRI	Creadora de estándares	ESG	Si	*Stakeholders*
SASB	Creadora de estándares	ESG	Si	Inversores
CDSB	Creadora de estándares	E	No	Inversores
CDP	Creadora de estándares*	E	No	*Stakeholders*
TCFD	Creadora de marcos	E	Si	*Stakeholders*
IIRC	Creadora de marcos	ESG	No	Inversores

Fuente: Elaboración propia

Estudiadas las diferentes dimensiones de la materialidad y la gran variedad de marcos y estándares de reporte nos preguntamos ahora a quién corresponde determinar qué es lo material. En el próximo apartado veremos como es la propia empresa la que tiene la libertad para elegir a cual de los diversos estándares presentados adherirse y en qué medida hacerlo. Esta libertad, se verá en el próximo epígrafe, ha sido ciertamente

restringida en la UE, donde la Directiva 2014/95/UE exige que las empresas divulguen, en todo caso, información sobre una serie de cuestiones ESG.

6. La libertad, cada vez más limitada, de las empresas para decidir qué información ESG divulgar

Hace solo tres años, en España la divulgación de información ESG pasó de ser una *opción* a una *obligación*. La etapa de voluntariedad, que había comenzado con la creación de la *Global Reporting Initiative* (GRI) en 1997, llegó hasta 2018, cuando se transpuso la Directiva 2014/95/UE sobre información no financiera y diversidad a través del la Ley 11/2018[22]. Se abrió entonces una nueva etapa, la del mandato legislativo.

Hasta 2018, la empresa española había tenido un protagonismo destacable en el contexto internacional. En 2017, y según datos de GRI, en España se publicaron 875 informes de sostenibilidad de los cerca de 6.250 que se realizarían en el mundo, un 14%. La situación de la que se partía en España no era mala y los Estados de información no financiera (EINF) que se depositaron por vez primera en el Registro Mercantil a comienzos de 2019 arrojaron un balance positivo en lo cuantitativo. No obstante, en lo cualitativo, los EINF se caracterizaron por una gran heterogeneidad. Según el III Informe de EY sobre los EINF del Ibex 35, el 98% de los indicadores cuantitativos no financieros tenían entonces más de una forma diferente de medición (EY, 2020).

Tal y como señala la consultora, esta heterogeneidad dificultaba la comparabilidad entre compañías y, en consecuencia, la posibilidad de obtener conclusiones sobre el desempeño y el posicionamiento de las compañías en materia de sostenibilidad. Concluyen, muy acertadamente, que 2018 fue el año de la heterogeneidad.

En 2019, segundo año de aplicación de la Ley 11/2018, las compañías estudiadas redujeron la heterogeneidad en las formas de calcular los indicadores no financieros y reportaron más información relevante. Señala el Informe que uno de los progresos más notables se observa en lo relacionado con el análisis de materialidad y sus resultados. Por tanto, 2019, podría ser calificado como el año en el que se pasó de la divulgación al *performance*. Este punto no puede pasar desapercibido, pues no falta quien sostiene que el *greenwashing*, al que nos referiremos en el séptimo epígrafe, se manifiesta en la diferencia entre lo que las empresas dicen que hacen y lo que verdaderamente hacen; la denominada "*say-do gap*" (Rust, 2021). El hecho de que la normativa favorezca el uso de indicadores comunes y obligue a verificar la información divulgada permite combatir el *greenwashing* y juzgar a las empresas por su verdadero impacto en el entorno.

Sin perjuicio de que la Directiva 2014/95/UE haya endurecido las exigencias de reporte de información ESG, sigue reconociendo a las empresas una amplia libertad para decidir qué información ESG divulgar. En este sentido, debemos referirnos a las Directrices sobre la presentación de informes no financieros de 2017, que orientan la presentación de información no financiera conforme a la Directiva europea. En ellas se establece que

[22] Estrictamente hablando, la Directiva 2014/95/UE fue en primer lugar transpuesta por el Real Decreto-ley 18/2017. No obstante, el resultado práctico de la entrada en vigor del Real Decreto fue escaso, porque las empresas eligieron qué reportar y, además, lo hicieron con poco alcance y profundidad. Es por ello que se considera que 2017 fue un año de transición y que el verdadero cambio en materia de reporte ESG se produjo con la Ley 11/2018, que es el que efectivamente traspondría la Directiva europea.

corresponde a las empresas valorar qué información es material o relevante para comprender su evolución, sus resultados, su situación y su repercusión en el entorno.

Como adelantábamos, la libertad que se confiere a las empresas para realizar el análisis de materialidad y decidir qué información reportan tiene como límite una serie de cuestiones sobre las que las empresas deben, en todo caso, informar. En España, estas cuestiones aparecen recogidas en la Ley 11/2018 e incluyen: las cuestiones medioambientales y sociales, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, así como relativas al personal, incluidas las medidas que, en su caso, se hayan adoptado para favorecer el principio de igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres, la no discriminación e inclusión de las personas con discapacidad y la accesibilidad universal (artículo primero de la Ley 11/2018). Si acudimos de nuevo al III Informe de EY sobre los EINF del Ibex 35 veremos como, con carácter general, la totalidad de las empresas reportan sobre estas cuestiones.

La voluntariedad en la divulgación de información ESG tiene su mayor exponente en EE.UU.. A pesar del creciente interés por parte de los inversores, la SEC todavía se muestra reticente a seguir los pasos del legislador europeo. Una de las razones de esta reticencia es la duda sobre "*qué información ESG, si es que hay alguna, es importante para comprender el negocio y la situación financiera de una empresa*"[23]. En agosto de 2020, la SEC modificó las normas de divulgación de información subrayando la importancia del capital humano. No obstante, la obligación de divulgar sigue quedando supeditada a que sea "*relevante para comprender el negocio de la empresa*"[24]. Un paso, siquiera tímido, en la dirección hacia un modelo más exigente con la divulgación de información ESG.

Volviendo a las Directrices de 2017, llamamos ahora la atención sobre el hecho de que en las mismas se establezca que en la evaluación de materialidad se deban tener en cuenta factores internos y externos. El análisis en base a factores internos implica, entre otras cosas, consultar la visión estratégica de la empresa, las políticas corporativas y las opiniones de los empleados. Por otra parte, el análisis en base a factores externos supone consultar los requerimiento de los estándares de sostenibilidad, el entorno regulatorio, la opinión pública, etc.

Sugiriendo a las empresas que tengan en cuenta ambas fuentes de información para realizar los análisis de materialidad, la UE pretende asegurarse de que las empresas reflejan una imagen más real de su impacto en el entorno. Tal y como señalan Khun et al. (2020), "*en un sentido estricto, las empresas determinan qué cuestiones son importantes para sus negocios (…). Sin embargo, es ingenuo creer que este ejercicio formal cuenta toda la historia*". Recordemos que las cuestiones ESG se vuelven materiales porque representan externalidades que la empresa acaba internalizando. Sostienen los autores que, siendo los *stakeholders* los principales afectados por las externalidades, su perspectiva es esencial a la hora de evaluar la materialidad de las cuestiones ESG (Khu, 2020).

---

[23] SEC, "Concept Release on Business and Financial Disclosures Required by Regulation S-K Release Number 33-10064; 34-775599". Disponible en https://www.sec.gov/rules/concept/2016/33-10064.pdf, última consulta 14/04/2021

[24] SEC, "SEC Adopts Rule Amendments to Modernize Disclosures of Business, Legal Proceedings, and Risk Factors Under Regulation S-K", Nota de prensa. Disponible en: https://www.sec.gov/news/press-release/2020-192, última consulta 14/04/2021

Este punto es también relevante porque las empresas parecen estar tomando la sugerencia recogida en las Directrices al pie de la letra y, presentan sus análisis de materialidad mediante matrices cuyos ejes son: relevancia externa y relevancia interna.

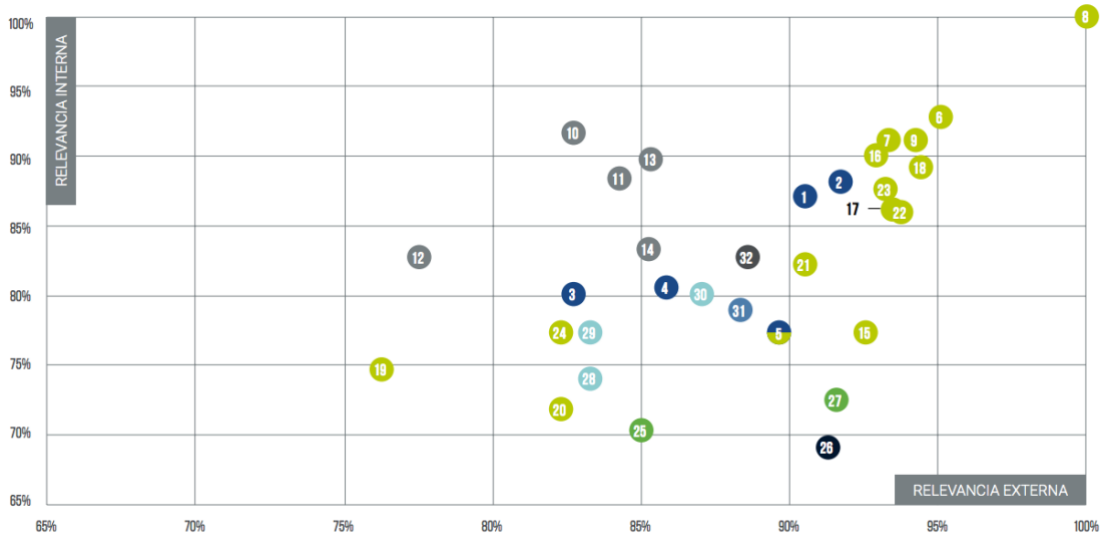
Analizaremos a continuación las diferencias entre el sistema de reporte español y el estadounidense. El objetivo será ver cómo queda reflejada la normativa europea en los informes de las empresas españolas y si existen diferencias significativas con el sistema de reporte adoptado pos las empresas estadounidenses, sometidas a exigencias de reporte más laxas.

6.1. Breve comparativa entre el sistema de reporte ESG español y el sistema estadounidense

Como acabamos de señalar, el objetivo de este subepígrafe será analizar brevemente las posibles diferencias entre el sistema de reporte español y estadounidense. Comenzaremos por el sistema español, que, como indicábamos sigue las indicaciones de las Directrices de 2019 a la hora de realizar el análisis de materialidad.

Tal y como puede verse en las matrices de materialidad de las tres empresas con mayor capitalización en el Ibex 35 (Inditex, Iberdrola y Santander), las empresas evalúan las diferentes cuestiones ESG atendiendo a su relevancia interna y externa. En este sentido, los aspectos prioritarios son aquellos que tanto la empresa (relevancia interna) como sus *stakeholders* (relevancia externa) consideran más relevantes [Gráfico 12, Gráfico 13, Gráfico 14]. Son precisamente estos aspectos o cuestiones, que ocupan la esquina superior de las matrices, a las que las empresas prestan más atención en sus informes anuales y ENIFs.

Gráfico 12. Matriz de materialidad de Inditex 2019



LAS PERSONAS, LO MÁS IMPORTANTE EN NUESTRA TRANSFORMACIÓN

1. Diversidad, igualdad e inclusión
2. Prácticas laborales (operaciones propias)
3. Atracción y retención del talento
4. Desarrollo del capital humano
5. Empoderamiento de la mujer

ENFOQUE SOSTENIBLE GLOBAL Y TRANSVERSAL

5. Empoderamiento de la mujer
6. Prácticas de compra responsable
7. Promoción de entornos productivos socialmente sostenibles
8. Respeto de los derechos humanos y laborales en la cadena de suministro
9. Transparencia y trazabilidad de la cadena de suministro
15. Protección de la biodiversidad
16. Producto sostenible
17. Gestión de sustancias químicas y procesos sostenibles en la fabricación
18. Calidad, salud y seguridad del producto
19. Información y etiquetado de productos
20. Bienestar animal
21. Circularidad
22. Energía y cambio climático
23. Uso del agua
24. Packaging

INNOVACIÓN EN LA EXPERIENCIA DE CLIENTE

10. Relación con el cliente
11. Protección y gestión de la marca
12. Experiencia integrada de compra
13. Ciberseguridad y protección de datos
14. Innovación tecnológica

TRANSPARENCIA FISCAL

32. Transparencia fiscal y contribución tributaria

TRABAJANDO PARA LA COMUNIDAD

25. Inversión en la comunidad
27. Impacto socieconómico en la sociedad

PENSANDO EN LOS ACCIONISTAS

31. Cumplimiento normativo y prácticas responsables

SÓLIDA ARQUITECTURA DE COMPLIANCE

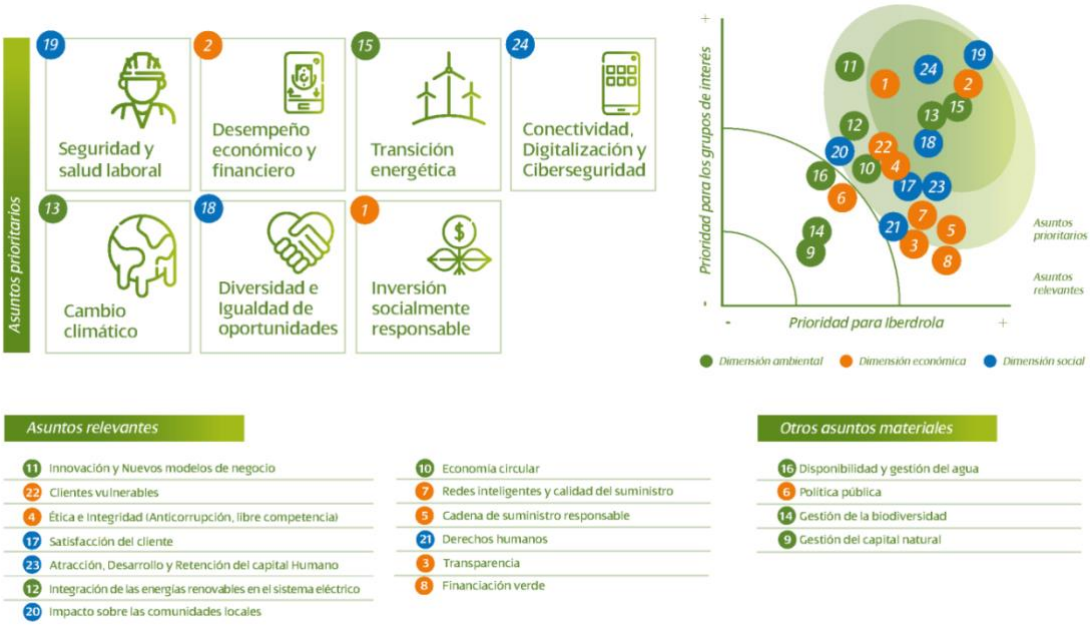
28. Gobierno coporativo
29. Sistemas de gestión y control de riesgos
30. Corrupción y soborno

ALIANZAS Y COLABORACIONES

26. Relación con los grupos de interés

Fuente: Informe anual de Inditex (2019)

Gráfico 13. Matriz de materialidad de Iberdrola 2020



Fuente: Informe de sostenibilidad (EINF) de Iberdrola (2020)

Gráfico 14. Matriz de materialidad del Banco Santander 2020

Fuente: Informe anual del Banco Santander (2020)

Es interesante ver como Inditex[25], Iberdrola[26] y Santander[27] hacen referencia en sus informes anuales y/o EINF a la mayoría de los marcos y estándares que se han mencionado en el presente trabajo (GRI, SASB, CDP, TCFD y IIRC). Hacen también especial referencia a los Objetivos de Desarrollo Sostenible[28], que, por ejemplo Inditex, incorpora a la propia matriz de materialidad. Las empresas muestran una clara preferencia por los estándares de la el *Global Reporting Initiative* (GRI), que adoptan en su versión exhaustiva. Los estándares del SASB también están presentes, aunque en menor medida. Por ejemplo, Inditex no utiliza como referencia el SASB en su informe de 2019, aunque todo indique a que podrían utilizarse en el de 2020, todavía no publicado. Por su parte, Santander indica que el informe del año 2020 es el primero en el que se ha tenido en cuenta también para su elaboración los estándares de la SASB. Santander, al igual que Iberdrola, aporta un índice de contenidos SASB, pero no hace referencia a los estándares en el cuerpo del informe, como su hace con los estándares GRI, que se utilizan para introducir cada apartado del mismo.

A nuestro juicio, la preferencia por los estándares de la GRI frente a los de la SASB se explica por el mayor ámbito de aplicación de los primeros. Como explicamos en los epígrafes cuarto y quinto, a diferencia de los estándares de la SASB, los estándares de la GRI cubren tanto las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero como las materiales desde el punto de vista medioambiental y social. A este respecto, recordemos que las empresas del IBEX-35 están sujetas a la directiva europea 2014/95/UE, traspuesta al ordenamiento jurídico español a través de la Ley 11/2018 de información no financiera, que obliga a reportar sobre las dos dimensiones de la materialidad.

Nos surge entonces la pregunta sobre si estas prácticas y preferencias se dan también en las empresas estadounidenses que, como señalábamos, están sujetas a exigencias de reporte más laxas. Para dar respuesta a esta pregunta, siquiera de manera superficial, podemos consultar los informes anuales y de sostenibilidad de empresas análogas a las

---

[25] Inditex:
- Memoria anual 2019 (Informe integrado). https://www.inditex.com/documents/10279/645708/Memoria+Anual+Inditex+2019.pdf/27465242-da48-b63a-a5f9-9afca6032cf0

[26] Iberdrola:
- Informe financiero 2020. https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga21_IA_CuentasAnualesConsolidadas2020.pdf
- EINF 2020. https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga21_IA_InformeSostenibilidad20.pdf
- Informe integrado 2020. https://www.iberdrola.com/wcorp/gc/prod/es_ES/corporativos/docs/jga21_IA_InformeIntegrado21.pdf

[27] Santander:
- Informe anual 2020 (Informe integrado). https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2020/ia-2020-informe-anual-es.pdf - page=14

[28] Los Objetivos de desarrollo Sostenible (ODS) son un conjunto de 17 principios que pretenden garantizar una vida mejor para todos. Incluyen desde la eliminación de la pobreza hasta el combate al cambio climático, la educación, la igualdad de la mujer, la defensa del medio ambiente o el diseño de nuestras ciudades. Fueron aprobados en 2015 por la ONU como parte de la Agenda 2030.
Naciones Unidas. "17 objetivos para transformar nuestro mundo". Disponible en https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/, última consulta 14/04/2021.

ya estudiadas. Tras consultar los informes de Nike[29], JPMorgan[30] y ExxonMobil[31]; las tres empresas con mayor capitalización en el S&P 500 en los mismos sectores a los que pertenecen Inditex, Iberdrola y Santander (sector textil, de energías y bancario, respectivamente); llegamos a la conclusión de que las diferencias son notables.

La primera gran diferencia es que los informes anuales de las empresas estadounidenses apenas recogen información en materia de sostenibilidad, cuestión que queda relegada a los informes de sostenibilidad. Nike, JPMorgan y Exxon Mobil publican **informes de sostenibilidad separados de sus informes financieros**, hasta el punto de que no se encuentran en el mismo apartado de su web corporativa. En contraposición, Inditex e Iberdrola publican un solo informe integrado que incluye tanto la información puramente financiera como la información ESG. Iberdrola publica un informe anual, un EINF y un informe integrado; haciéndose referencia en este último a las cuestiones ESG que en el ENIF se abordan con mayor profundidad.

La segunda gran diferencia se encuentra en la **forma de presentar la información**. Mientras los informes de las empresas españolas introducen los diferentes apartados con una referencia a la métrica del GRI, los informes de las estadounidenses se limitan a aportar un índice de contenidos GRI o SASB que, en ocasiones, ni siquiera forma parte del propio informe y ha de buscarse en su página web. No obstante, no podemos decir que, en el caso de las empresas estadounidenses, se prefirieran los estándares de la SASB sobre los de la GRI. De hecho, JPMorgan indica que su informe de 2019 es el primero elaborado siguiendo las indicaciones de la SASB. Si se aprecia, sin embargo, una tendencia a reportar en base a los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Frente a los informes de las empresas españolas, que, por ejemplo, incluyen en todo caso un análisis de materialidad; los informes de las empresas estadunidenses se caracterizan por una mayor heterogeneidad. A nuestro juicio, esta mayor heterogeneidad se debe a la mayor libertad que se confiere a las empresas para decidir sobre qué y, sobre todo, cómo reportar. En el próximo epígrafe veremos como la heterogeneidad de los informes es una consecuencia directa de la falta de estándares comunes y representa la punta de un iceberg

---

[29] Nike:
- Annual report 2019. https://s1.q4cdn.com/806093406/files/doc_financials/2019/ar/354352(1)_76_Nike-Inc_COMBO_WR_R1.pdf
- Impact report de Nike 2019. https://purpose-cms-preprod01.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2020/02/11230637/FY19-Nike-Inc.-Impact-Report.pdf

[30] JPMorgan:
- Annual report 2019. https://www.jpmorganchase.com/content/dam/jpmc/jpmorgan-chase-and-co/investor-relations/documents/annualreport-2019.pdf
- Environmental Social and Governance Report 2019. https://www.jpmorganchase.com/content/dam/jpmc/jpmorgan-chase-and-co/documents/jpmc-cr-esg-report-2019.pdf

[31] ExxonMobil:
- Summary of the annual report 2019. https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/investor-relations/annual-meeting-materials/annual-report-summaries/2019-Summary-Annual-Report.pdf
- Sustainability Report 2019. https://corporate.exxonmobil.com/-/media/Global/Files/sustainability-report/publication/Sustainability-Report.pdf

que esconde problemas tan acuciantes como la divergencia en las calificaciones ESG y el *greenwashing*.

7. Las consecuencias de la falta de estándares comunes

El número de empresas que divulgan información sobre el desempeño ESG ha aumentado notablemente en los últimos años. A nivel mundial, cerca de 9.000 empresas presentaron Informes en materia de sostenibilidad en 2016, frente a las 20 que lo presentaron en 1990 (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). A pesar de la creciente disponibilidad de información, la utilidad de la misma para los inversores se encuentra ciertamente limitada.

Los usuarios de esta información (inversores, consumidores, organismos reguladores,…) consideran que la heterogeneidad de la información disponible impide obtener una imagen clara de los resultados y las prácticas de las empresas, ni a nivel individual ni al compararlas entre ellas (Eltogby, 2019). La dificultad de comparar la información disponible deriva del hecho de que no existan unos marcos y estándares de reporte comúnmente aceptados. Como explicábamos en el epígrafe anterior, son las empresas las que, con carácter general, eligen los marcos y estándares de reporte a los que acogerse y, siendo los marcos y estándares tan diversos en su alcance y ejecución, la información que finalmente se divulga difiere bastante de una empresa a otra (Fernández, 2018).

En consecuencia, no sorprende que los inversores consideren que el mayor obstáculo para integrar la información ESG en la toma de decisiones de inversión sea la falta de estándares comunes (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). En la misma línea, concluye el World Bank que disponer de marcos y estándares comunes a nivel internacional aportaría a los inversores la confianza de que el análisis ESG se realiza sobre una base sólida, lo que les permitirá integrar este análisis en sus decisiones de inversión (Inderst & Stewart, 2018).

Así las cosas, coincidimos con Harper (2019) en que el verdadero problema del estado actual de la divulgación de información ESG no es la falta de información en sí, sino la falta de estándares comunes, que requiere coherencia entre las empresas que divulgan y, en concreto, en el contenido y la forma de la divulgación. Tim Mohin, antiguo director general de la GRI, se refiere a esta cuestión como el problema de "*estandarizar los estándares*" (Mohin, 2021). Abordaremos ahora dos de las múltiples consecuencias de la falta de estándares comunes: la divergencia en las calificaciones ESG y el *greenwashing*.

7.1. La divergencia en las calificaciones ESG

En general, los criterios de valoración de los aspectos ESG que utilizan las agencias de calificación se basan en marcos y estándares concebidos desde distintas organizaciones. No obstante, cada agencia cuentan con un proceso de evaluación propio, que implica la selección, medición y ponderación de una serie de criterios para poder evaluar cada dimensión (Fernández, 2018). La falta de estándares y metodologías comunes para la valoración de las empresas conlleva que, en ocasiones, una misma empresa sea valorada de manera diferente en función de la agencia (Olmedo, 2014).

Son varios los estudios que abordan esta problemática y muestran la evidente falta de acuerdo en las calificaciones de algunas de las principales agencias (Chatterji, 2016); que

atribuyen a la selección de factores ESG diferentes y a la medición de los mismos en base a diferentes indicadores (Berg, 2019). Curiosamente, existen también evidencias de que una mayor divulgación ESG exacerba el desacuerdo entre las calificaciones (Christensen, 2019)[32].

La divergencia en las calificaciones ESG es todavía más sorprendente si se tiene en cuenta que la divergencia en las calificaciones crediticias (*credit ratings*) es mínima. Baste decir que la correlación entre las calificaciones ESG es de 0,54 y la correlación entre las calificaciones de crédito es de 0,99 (Berg, 2019). Una posible explicación es que, mientras que la solvencia se define de forma relativamente clara como la probabilidad de impago, la definición del rendimiento ESG es menos clara.

El problema que supone la divergencia en las calificaciones ESG no debe pasar desapercibido; pues gestores, inversores y académicos, entre otros usuarios de la información ESG, confían en la validez de las calificaciones para tomar decisiones estratégicas, invertir y estudiar el impacto de las cuestiones ESG (Chatterji, 2016). En palabras de Jay Clayton, presidente de la SEC, "*las calificaciones ESG pueden ser confusas y conducir a un análisis de las inversiones impreciso, especialmente cuando se consideran en conjunto*"[33].

La divergencia en las calificaciones afecta también a las empresas, que reciben información contradictoria sobre las áreas de mejora y se ven sobrepasadas por las continuas solicitudes de información por parte de las agencias de calificación; cuestión esta última que ha llevado a acuñar el término de "fatiga de las encuestas" ("*survey fatigue*") (Novick, 2016; Mooji, 2017 y MacMahon, 2020).

7.2.El *Greenwashing*

Además de la divergencia en las calificaciones ESG, otro de los grandes problemas derivados de a falta de adopción de estándares comunes es el *greenwashing*. El Reglamento sobre la Taxonomía, en cuyo contenido profundizaremos en el octavo epígrafe, define el blanqueo ecológico o *greenwashing* como la práctica que consiste en "*obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medio ambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos*".

El *greenwashing* resta credibilidad a la información ESG, lo que dificulta que las cuestiones ESG sean tenidas en consideración a la hora de tomar decisiones de inversión. Es decir, el *greenwashing* no solo perjudica a la empresa descubierta, que se enfrentará al rechazo de los inversores; sino que también perjudica al sistema en su conjunto, pues aumenta el escepticismo y la desconfianza (Alejos, 2013).

Es importante subrayar que el *greenwashing* no siempre se produce como un acto consciente de deshonestidad. Más allá de la publicidad deliberadamente engañosa o

[32] Christensen et al. axplica este punto señalando que, en ausencia de divulgación, es más probable que las agencias estén de acuerdo porque utilicen reglas similares. Por ejemplo, es probable que las agencias consideren que la falta de divulgación sobre una cuestión material o significativa es indicativa de un mal desempeño en la cuestión.

[33] Flood, C. (2020). "SEC chair warns of risks tied to ESG ratings", Financial Times. Disponible en https://www.ft.com/content/2c662135-4fd3-4c1b-9597-2c6f8f17faed, ultima consulta el 14/04/2021.

fraudulenta, Hallama, Ribo, Tudela y Vendrell (2011) señalan como el *greenwashing* se suele producir por "*la divulgación selectiva de información ESG, que genera una imagen distorsionada de la realidad en la mente del receptor, en la que estos aspectos 'ecológicos' se encuentran sobre-representados".*

Esta divulgación selectiva es posible por la falta de estándares comunes. En este sentido, coincidimos con Scott Thompson, director de desarrollo de negocio de Impax Asset Management, que afirma que actualmente existe "*una confusión verde más que un lavado verde en sí mismo*" (Rust, 2021). Las dudas sobre cual de los múltiples marcos y estándares debe seguirse, unida a la libertad de las empresas para decidir a cual de ellos adherirse; permite que las empresas adopten las definiciones de sostenibilidad que más les convienen, exagerando sus atributos ESG o desviando la atención sobre cuestiones que no les interesan.

Como dicen Hallama et al. (2011), "*los académicos que confían en la autorregulación del mercado y en la prevalencia del consumidor informado y racional creen que cuando las empresas actúan contra los valores de la sociedad (como serían los derechos laborales o la sostenibilidad) se produce una reacción por parte de los inversores o consumidores*". De esta forma, "*estos impondrían su voluntad a través de sus decisiones de compra, castigando a estas empresas hasta que el mercado volviese a su estado de equilibrio*". No obstante, "*el desarrollo de informes con una publicidad comercial suficientemente fuerte para manipular la opinión publica a gran escala, tienen como consecuencia que este "feedback autorregulatorio se encuentre gravemente perturbado*" (Hallama et al., 2011).

Así las cosas, la adopción de estándares comunes se vuelve una prioridad. El ecosistema ESG debe evolucionar hacia el diseño y adopción de marcos y estándares comunes e ineludibles, que aporten claridad y generen confianza, de forma que se facilite y potencie la integración de las cuestiones ESG en la toma de decisiones de los diferentes *stakeholders*. Tal y como veremos en el próximo epígrafe, la iniciativa de organizaciones privadas y organismos reguladores esta propiciando la tan ansiada estandarización de los estándares y augura unos años de grandes cambios en el Ecosistema ESG.

8. Tendencias hacia la estandarización

El Ecosistema ESG bulle de actividad (World Economic Forum, 2020). El año 2020 ha sido un año de grandes acontecimientos, entre los que destacan la publicación de las nuevas métricas para el reporte ESG del World Economic Forum; el anuncio de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB de que comenzarán a trabajar juntas en la creación de un marco y estándares comunes; la cada vez más notoria actividad de la IRFS Foundation y, por encima de todo, la publicación de la nueva Taxonomía de la UE. Todos estos acontecimientos indican que se avecinan grandes cambios en el entorno ESG y que la tan esperada "*estandarización de los estándares*" puede estar más cerca de lo que se piensa.

8.1. Las *Stakeholder Capitalism Metrics* del World Economic Forum

En septiembre de 2020, el International Business Council (IBC) del World Economic Forum, en colaboración con Bank of America, Deloitte, EY, KPMG y PwC; publicó las *Stakeholder Capitalism Metrics*; un conjunto de métricas diseñadas a partir de las

métricas de los marcos y estándares de reporte ya existentes para ayudar a las empresas a medir y comunicar su desempeño ESG (World Economic Forum, 2020).

El objetivo de este trabajo es avanzar en la convergencia de los marcos y estándares, de manera que el reporte ESG acabe siendo tan riguroso y ampliamente aceptado como lo es actualmente el reporte financiero. En este sentido, el World Economic Forum señala el IBC no pretende "reinventar la rueda", sino ampliar el alcance del trabajo ya realizado a través de su estandarización.

Las *Stakeholder Capitalism Metrics* se organizan en torno a cuatro pilares que se ajustan a los Objetivos de Desarrollo Sostenible y a los principales pilares ESG: Gobernanza, Planeta, Personas y Prosperidad. Incluyen 21 "*core metrics*" o métricas principales y 34 "*expanded metrics*" o métricas expandidas. Las *core metrics* son indicadores de cuestiones ESG fundamentales sobre las que, generalmente, las empresas ya informan, pero lo hacen en formatos diferentes. Por ejemplo, dentro del pilar de la Gobernanza, el comportamiento ético se evalúa a través de dos *core metrics*: las existencia y efectividad de las políticas anticorrupción (que se debe medir atendiendo al número de empelados formados en las políticas anti-corrupción de la empresa y al número de incidentes al año) y las existencia de mecanismos para consultar o denunciar cuestiones relacionadas con la ética empresaria (que se debe medir atendiendo a la mera existencia o no de los mismos).

Las *expanded metrics* son indicadores menos utilizados en los informes de las empresas porque son más complejos y captan de manera más sofisticada el impacto del desempeño ESG. Siguiendo con el ejemplo anterior, además de a través de las *core metrics*, el comportamiento ético puede evaluarse a través de las siguientes *expanded metrics:* alineamiento entre la estrategia y políticas que la empresa dice perseguir y sus actividades de *lobbying*, y las pérdidas monetarias debidas al comportamiento no ético (que se debe medir atendiendo a las pérdidas que derivan de procedimientos legales por fraude, mala praxis, violación de la libre competencia,…).

Se anima a las empresas a que informen sobre todas las métricas que consideren materiales y apropiadas, adoptando un enfoque que puede resumirse en la máxima "*disclose or explain*" o (revelar o explicar). A este respecto, debemos tener en cuenta que las métricas propuestas no diferencien entre sectores o industrias y que es posible que una determinada empresa considere que algunas de las cuestiones que cubren las métricas no son relevantes en lo que a su negocio se refiere. En tal caso, así debería indicarlo.

La pregunta sobre lo que es o no relevante nos lleva de nuevo al concepto de materialidad. Aclara el IBC que "*el proyecto utiliza el término material para referirse a la información que es importante, relevante y/o crítica para la creación de valor a largo plazo*". Añade, haciendo referencia al carácter doble y dinámico de la materialidad que explicamos en el cuarto epígrafe, que "*las métricas recomendadas reflejan no sólo los impactos financieros (materialidad financiera), sino también la información prefinanciera que puede no ser estrictamente material a corto plazo, pero que es material para la sociedad y el planeta (materialidad medioambiental y social) y, por lo tanto, puede convertirse en material para los resultados financieros a medio o largo plazo*".

8.2. El *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting* de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB

También en septiembre de 2020, coincidiendo con la publicación de las *Stakeholder Capitalism Metrics*, CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB anunciaron que trabajarían juntas para crear un sistema de reporte estandarizado (CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB, 2020).

En el documento que recoge el anuncio, las cinco organizaciones subrayan la importancia de reconocer las diferencias entre los usuarios de la información ESG y como los diferentes marcos y estándares se complementan. Señalan que un sistema global de reporte debe estar formado por bloques ("*building blocks*") basados en distintos conceptos de materialidad que permitan atender a intereses de los diferentes *stakeholders*.

El sistema de bloques al que se refieren queda perfectamente ilustrado por una serie de gráficos que muestran las diferencias en el ámbito de aplicación de cada marco y estándar; gráficos que en el presente trabajo se utilizan como referencia para elaborar un gráfico más completo en el que introducimos elementos como la materialidad financiera y la materialidad medioambiental y social y que explicamos en el cuarto epígrafe [Gráfico 5].

CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB concluyen que los marcos y estándares para el reporte ESG actuales, junto con las tradicionales normas para el reporte de la información financiera, conforman una base sólida para el desarrollo de un sistema de divulgación de la información empresarial más coherente y completo, que reconozca el concepto de materialidad dinámica y las necesidades de múltiples usuarios.

El compromiso de trabajo conjunto no ha tardado en materializarse en acciones concretas. En noviembre de 2020, SASB e IIRC anunciaron una posible fusión que daría lugar a la Value Reporting Foundation, una nueva organización que combinaría el Reporte Integrado <IR> del IIRC con los estándares sectoriales del SASB y que podría empezar a funcionar a mediados de 2021 (SASB, 2020).

8.3. La nueva iniciativa de la IFRS Foundation

En septiembre de 2020, la IFRS Foundation publicó un Documento de Consulta de Información sobre Sostenibilidad con el fin de evaluar la demanda de información ESG y estudiar que papel puede adoptar en respuesta a la misma (IFRS Foundation, 2020). Para comprender la importancia de esta iniciativa debemos comenzar por recordar qué es la IFRS Foundation y qué papel juega en el ámbito de la divulgación de información empresarial.

Como adelantamos en el cuarto epígrafe, la IFRS Foundation es una organización independiente y de carácter privado que supervisa la labor del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés), cuya labor es desarrollar las Normas Internacionales de Información Financiera[34] (NIIF; IFRS, por sus siglas en inglés). Las NIIF se utilizan en una gran parte del mundo como base para la preparación de informes financieros (Deloitte, 2016). De hecho, todas las empresas de la UE que

[34] Las NIIF también engloba las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) emitidas por el antecesor del IASB, el International Accounting Standards Committee y las sucesivas revisiones introducidas por el IASB.

cotizan en un mercado regulado están obligadas a aplicar las NIIF en sus estados financieros consolidados[35].

Recibidos los comentarios, la IFRS Foundation ha confirmado que existe una gran demanda de estandarización en el reporte ESG y, tras su reunión de 22 de marzo de 2021, anunció que creará un grupo de trabajo para acelerar la convergencia de las normas sobre el reporte ESG. El grupo de trabajo, que se reunirá por primera vez en abril de este mismo año, estará presidido por la propia IFRS Foundation y contará con la participación de TCFD, IIRC, SASB, CDSB y del World Economic Forum. Señala la IFRS Foundation que, dada la estrecha vinculación entre la información ESG y la información financiera, la IASB también formará parte del grupo de trabajo.

Así las cosas, no sorprende que la IFRS Foundation haya adelantado que "*centrará sus esfuerzos iniciales en la información sobre sostenibilidad más relevante para los inversores y otros participantes del mercado*", pues "*tal información estaría conectada más estrechamente con el foco actual del IASB*". Vemos así como, a diferencia de la iniciativa del World Economic Forum y del sistema de bloques propuesto por las creadoras de estándares; el primer objetivo de la IFRS Foundation será abordar exclusivamente las cuestiones ESG que son materiales desde el punto de vista financiero, es decir, el subconjunto de cuestiones ESG que afectan a la capacidad de la empresa de crear valor (IFRS Foundation, 2021).

8.4. La UE apuesta por el crecimiento sostenible: la nueva Taxonomía UE y la revisión de la Directiva de información no financiera

En el anuncio de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB[36] y el documento de consulta de la IRFS Foundation, se reconoce el liderazgo a nivel internacional de los organismos reguladores de la UE en materia ESG. Este liderazgo se ha hecho especialmente notorio en 2020, con la publicación del Reglamento sobre Taxonomía[37]. No obstante, dadas las frecuentes alusiones a la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera en el presente trabajo, consideramos oportuno comenzar refiriéndonos a la misma para luego abordar las iniciativas más recientes de la UE.

Como adelantábamos en apartados anteriores, la **Directiva 2014/95/UE** modifica la Directiva 2013/34/UE sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas y ha sido transpuesta en España por la Ley 11/2018 de información no financiera y diversidad. Tal y como explicaremos más adelante, la Directiva de información no financiera está ahora en proceso de revisión.

Para orientar la presentación de información no financiera conforme a la Directiva de información no financiera, la Comisión Europea presentó una serie de directrices que se agrupan en dos documentos:

---

[35] Reglamento (CE) nº 1606/2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.

[36] "La Comisión Europea ya ha mostrado un liderazgo considerable con la promoción del *Green Deal*. Europa está en una posición privilegiada para ordenar a todos los *building blocks*, lo que permitiría alcanzar el modelo de normas globales que se complementen con requisitos regulatorios específicos (…). El papel de Europa es, por tanto, crucial para lograr una solución global". (CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB, 2020)

[37] "La Unión Europea ha dado grandes pasos en el camino hacia su liderazgo internacional en este terreno, iniciando la Estrategia renovada para las finanzas sostenibles, con la publicación del Reglamento de la Taxonomía" (Observatorio Español de la financiación sostenible, 2020).

(i) las Directrices sobre la presentación de informes no financieros, Metodología para la presentación de información no financiera) (2017/C 215/01) y
(ii) las Directrices sobre la presentación de informes no financieros, Suplemento sobre la información relacionada con el clima (2019/C 209/01).

Es interesante ver como en el texto de Directrices de 2017 se reconoce que las mismas se basan en marcos y estándares ya existentes, como los estándares CDP, el Marco Internacional <IR> desarrollado por el IIRC y los estándares de la SASB. Las Directrices de 2019, por su parte, integran las recomendaciones del TCFD y explican de manera detallada las diferencias entre la materialidad financiera y la materialidad ambiental y social[38].

Por una cuestión temporal, las Directrices de 2019 forman parte del **Plan de Acción para Financiar el Crecimiento Sostenible** publicado en marzo de 2018 por la Comisión. El objetivo de esta nueva hoja de ruta es "*reorientar el capital hacia la inversión sostenible*" (Comisión Europea, 2018)[39]. La medida más urgente del Plan era la creación de un sistema de clasificación de actividades sostenibles común para toda la UE y con vocación internacional[40]; un sistema que permitiese solucionar el problema de la multiplicidad de taxonomías, marcos, estándares y definiciones de sostenibilidad.

Los compromisos del Plan de Acción se vieron reforzados, un año más tarde, por el **Pacto Verde Europeo** que Ursula von der Leyen, actual presidenta de la Comisión, fijó como prioridad durante su mandato y que tiene como objetivo principal lograr que la UE sea climáticamente neutra en 2050 (Comisión Europea, 2019).

Tal y como señalaba el Consejo de la UE en un comunicado de prensa en abril de 2020, "*la taxonomía permitirá que los inversores reorienten sus inversiones hacia tecnologías y empresas más sostenibles. Será fundamental para permitir que la UE sea climáticamente neutra de aquí a 2050 y alcance los objetivos para 2030 del Acuerdo de París, entre los que se encuentra una reducción del 40 % de las emisiones de gases de efecto invernadero, para lo cual la Comisión estima que la UE debe cubrir un déficit de inversión de aproximadamente 180 000 millones de euros al año*" (Consejo de la Unión Europea, 2020).

Unos meses más tarde, el 18 de junio de 2020, el Parlamento Europeo aprobó el **Reglamento (UE) 2020/852** relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles o **"Reglamento sobre Taxonomía"**. El Reglamento sobre Taxonomía establece los criterios para determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible a efectos de fijar el grado de sostenibilidad medioambiental de una inversión.

[38] La Comisión traduce el término inglés "*materiality*" por "significatividad". No obstante, para mantener la cohesión en el presente trabajo, se traduce a efectos del mismo por "materialidad".
[39] La vicepresidenta Nadia Calviño asegura que España necesitará 236.000 millones de euros en diez años de financiación pública y privada para afrontar los desafíos del cambio climático. Para llevarlos a buen fin, apunta a la taxonomía como pilar fundamental (Biurrun, 2021).
[40] Con el objetivo de fomentar la coordinación internacional, la UE creó la Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles, en la que actualmente participan países como China, Marruecos o Canadá; y que tiene como objetivo definir los puntos en común de las taxonomías existentes para mediados de 2021.

De acuerdo con la nueva Taxonomía, se considera que una actividad económica es sostenible medioambientalmente cuando:

- ✓ Contribuye sustancialmente a uno o varios de los objetivos medioambientales, que son:
  - (i) la mitigación del cambio climático;
  - (ii) la adaptación al cambio climático;
  - (iii) el uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos;
  - (iv) la transición hacia una economía circular;
  - (v) la prevención y el control de la contaminación, y
  - (vi) la protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.
- ✓ No causa ningún perjuicio significativo al resto de los objetivos.
- ✓ Se lleva a cabo cumpliendo con las garantías sociales mínimas.

Tal y como puede advertirse, la Taxonomía se ha centrado, por el momento, en la "E" de los factores ESG. En este sentido, recuerda Almudena Cansado, gestora de fondos en Unigest, en un debate organizado por FundsPeople este 6 de abril, que "*las inversiones sostenibles no son solo verdes*" y que la UE se enfrenta ahora al reto de ampliar la taxonomía a las otras dos letras restantes; de manera que cubra tanto las cuestiones ambientales como las sociales y de gobernanza (Velasco, 2021).

El Reglamento sobre la Taxonomía entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la UE (DOUE), el 20 de julio de 2020. Sin embargo, parece que su implementación práctica se alargará en el tiempo hasta principios de 2023[41] porque se precisa de actos delegados de la Comisión que establezcan los criterios técnicos de selección para determinar en qué condiciones se considerará que una actividad contribuye de forma sustancial o causa un perjuicio significativo a los objetivos medioambientales y, por lo tanto, podrá considerarse alineada con la Taxonomía (Roca Junyent, 2020).

El informe final de 9 de marzo de 2020[42] del Grupo Técnico de Expertos en Finanzas Sostenibles (TEG, por sus siglas en inglés), creado por la Comisión en 2018 para comenzar a trabajar en la Taxonomía; contiene una serie de recomendaciones sobre cuáles deberían ser los criterios técnicos de selección para los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático (objetivos 1 y 2).

El Reglamento sobre Taxonomía también hace referencia a la divulgación de información medioambiental, reforzando las dos principales normativas europeas sobre esta materia: la Directiva sobre información no financiera a la que nos referimos *supra y* el Reglamento (UE) 2019/2088, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el concreto sector de los servicios financieros, que acaba de entrar en vigor.

---

[41] Se prevé que la Comisión publique los actos delegados a principios de 2021 para los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático (objetivos 1 y 2), que entrarán en vigor en enero de 2022. Se considera que en esa fecha la Taxonomía estará formalmente operativa. Para los demás objetivos medioambientales, los actos delegados se establecerán a finales de 2021, para que entren en vigor a principios de 2023.

[42] https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf

A este respecto, debemos también señalar que, dentro de las acciones en las que se concreta Pacto Verde Europeo, se encuentra la **revisión de la Directiva de información no financiera**. Desde el 20 de febrero y hasta el 11 de junio del año pasado, la Comisión Europea abrió un periodo de consultas para que empresas, organizaciones y ciudadanos pudiesen enviar sus opiniones sobre cómo ha funcionado la Directiva durante los últimos años y que aspectos deberían mejorarse.

Entre las conclusiones del procedimiento de consulta destacan las siguientes. En primer lugar, que la mayoría de los encuestados cree que la información no financiera comunicada por las empresas es deficiente en términos de comparabilidad (71% de los encuestados), fiabilidad (60%) y relevancia (57%) (Comisión Europea, 2020).

En segundo lugar, que el 72% de los encuestados cree que las empresas deberían estar obligadas a revelar su proceso de evaluación de la materialidad. A este respecto debemos señalar que, tal y como se establece en las Directrices de 2017 en relación a la aplicación de la Directiva, actualmente corresponde a cada empresa valorar y decidir qué información es material. A nuestro parecer, esto podría explicar gran parte de los problemas de comparabilidad, fiabilidad y relevancia identificados por los encuestados.

En tercer lugar y a modo de conclusión, el 82% de los encuestados cree que la exigencia a las empresas de utilizar una norma común resolvería los problemas identificados. Esta última afirmación no hace sino evidenciar la necesidad de la Taxonomía, que tendrá que evolucionar para incluir los factores “S” y “G”.

9. Conclusiones

Tras una primera aproximación a la ISR en el segundo epígrafe, nos referimos, ya en el tercer epígrafe, al cambio de paradigma que se ha producido en lo referente a la ISR, que ha pasado de fundamentarse en los *valores* a hacerlo en el *valor*.

En el cuarto epígrafe vimos como este cambio de paradigma no ha sido sencillo pues, hasta hace apenas unos años, los resultados de los trabajos académicos eran contradictorios y no concluyentes. No fue hasta 2016 cuando Khan, Serafeim y Yoon (2016) demostraron que la divergencia en las conclusiones de los trabajos precedentes puede explicarse porque en ninguno de ellos se había distinguido entre cuestiones las ESG que son materiales para la empresa y las cuestiones ESG que no lo son. Khan, Serafeim y Yoon probaron con su trabajo que sólo las cuestiones materiales son susceptibles de provocar un efecto positivo en la rentabilidad de las empresas.

La importancia que adquiere a partir de entonces el concepto de materialidad nos lleva a detenernos en este punto y examinar en profundidad su contenido y relevancia actual. Explicamos entonces como este concepto, tradicionalmente asociado a la información puramente financiera que las empresas estaban obligadas a divulgar por ser relevante para el inversor, debe tener hoy cabida en el universo ESG.

Tal y como hemos podido observar, a diferencia de lo que ocurre respecto de la información puramente financiera, que interesa fundamentalmente a los inversores; la información ESG interesa a un grupo mucho más amplio de *stakeholders* (consumidores, trabajadores, gobiernos,..).

El hecho de que la información ESG sea relevante para colectivos tan amplios y dispares ha llevado a adoptar el concepto de doble materialidad, que permite conservar el tradicional concepto de materialidad financiera y completarlo con la materialidad medioambiental y social.

Así, las cuestiones ESG podrán clasificarse como materiales desde el punto de vista financiero, si afectan a la capacidad de la empresa de crear valor; o como materiales desde el punto de vista medioambiental y social, si suponen un impacto de la empresa en el entorno que no revierte en oportunidades o riesgos para la empresa. Esta distinción es equiparable a la que Khan et al. (2016) proponían al distinguir entre cuestiones ESG materiales e inmateriales.

Las empresas deben prestar especial atención a las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero, pues afectan a su capacidad para crear valor; sin descuidar las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista medioambiental y social, pues, más allá de las nuevas obligaciones legales de reporte, el carácter dinámico de la materialidad implica que estas puedan acabar afectando al desempeño empresarial. Este cambio viene motivado por una mayor trasparencia y evidencia científica sobre los impactos de las empresas en su entorno, el activismo de los *stakeholders* y la creciente regulación en materia ESG.

Analizadas las diferentes dimensiones de la materialidad y su papel fundamental a la hora de decidir qué información ESG la empresa divulgará, abordamos en el quinto epígrafe las distintas herramientas previstas para ayudar a las empresas a identificar las cuestiones

ESG materiales para su negocio. Ello nos lleva a referirnos a los diferentes actores dentro del ecosistema ESG y, más concretamente, a las organizaciones creadoras de marcos y estándares de reporte.

Tal y como hemos explicado, dentro del ecosistema ESG son muchas las organizaciones que ofrecen marcos y estándares que guían a las empresas a la hora de decidir qué información es material y, por tanto, debe recogerse en sus informes. Aunque algunos de sus trabajos se solapan, cada organización trata de elaborar productos específicos para su público objetivo.

Así, algunas organizaciones se centran en la elaboración de marcos y estándares para el reporte del subconjunto de cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero (IIRC, SASB, CDSB) y otras se centran en la creación marcos y estándares que engloben la totalidad de las cuestiones ESG (GRI, mismo alcance que la Directiva 2014/95/UE y que la Ley 11/2018) o una categoría dentro de las mismas (CDP, TCFD).

La variedad de marcos y estándares y la libertad de las empresas para decidir a cual de ellos adherirse, a la que nos referimos en el sexto epígrafe, genera una gran heterogeneidad en los informes ESG. En este sentido, **se confirma la hipótesis de que son las distintas formas de entender qué información es la verdaderamente relevante las que causan las diferencias en el reporte ESG.**

Esta heterogeneidad parece estar disminuyendo en los países de la UE, donde la Directiva 2014/95/UE, transpuesta en España por la Ley 11/2018, obliga a las empresas a divulgar información sobre una serie de cuestiones ESG y anima a hacer público el análisis de materialidad que estas llevan a cabo para identificar las cuestiones materiales.

En este sentido, las empresas españolas muestran una clara preferencia por los estándares GRI sobre los SASB. Esta preferencia se explica por el mayor ámbito de aplicación de los primeros, que cubren tanto las cuestiones ESG materiales desde el punto de vista financiero como las materiales desde el punto de vista medioambiental y social. A este respecto, recordemos que las empresas del IBEX-35 están sujetas a la directiva europea 2014/95/UE, traspuesta al ordenamiento jurídico español a través de la Ley 11/2018 de información no financiera, que obliga a reportar sobre las dos dimensiones de la materialidad.

Frente a los informes de las empresas españolas, que, como acabamos de indicar, incluyen en todo caso un análisis de materialidad; los informes de las empresas estadunidenses se caracterizan por una mayor heterogeneidad. Se observa también una mayor tendencia a presentar informes de sostenibilidad distintos de los informes financieros y a no integrar las métricas ESG en el cuerpo del informe; aportándose índices de contenidos GRI o SASB separados. A nuestro juicio, esta mayor heterogeneidad se debe a la mayor libertad que se confiere a las empresas para decidir sobre qué y, sobre todo, cómo reportar.

Analizada la diferencia entre ambas jurisdicciones y, sin perjuicio del avance que ha supuesto la normativa europea en materia de divulgación de información no financiera, lo cierto es que, tal y como se observa en el séptimo epígrafe, la falta de un estándar común continúa siendo el gran reto a superar de cara a integrar las cuestiones ESG en la toma de decisiones de inversión.

No obstante, creemos que **la "estandarización de los estándares" permitirá reducir la divergencia en las calificaciones ESG y acabar con el *greenwashing*, generando la claridad y confianza que se necesita para que la ISR alcance su potencial.**

En el octavo y último epígrafe señalamos como 2020 ha sido un año esperanzandor en este sentido. Entre los acontecimientos vividos destaca la publicación de las nuevas métricas para el reporte ESG del World Economic Forum; el anuncio de CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB de que comenzarán a trabajar juntas en la creación de un marco y estándares comunes; la cada vez más notoria actividad de la IRFS Foundation y, con un protagonismo especial, la publicación de la nueva Taxonomía de la UE.

Todas estas iniciativas suponen un gran avance hacia la tan esperada estandarización. No obstante, no debemos olvidar que cada una de estas organizaciones tiene objetivos y públicos diferentes y, por lo tanto, diferentes maneras de entender qué cuestiones ESG son las relevantes o materiales. Ninguna de ellas es más correcta que las demás. De hecho, podría decirse que son complementarias. Tener esto en cuenta es importante para las empresas, inversores o consumidores que quieran navegar por el mar ESG y no perderse.

Consideramos que futuras líneas investigación podrían abordar la posible forma de integrar los diferentes marcos y estándares de reporte existentes a fin de crear un único estándar que sea comúnmente aceptado. Si bien es cierto que el presente trabajo apunta al sistema de "*building blocks*" propuesto por las principales organizaciones creadoras de estándares, queda todavía un largo camino por recorrer en lo que a la "*estandarización de los estándares*" se refiere.

Bibliografía

Legislación

DIRECTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Directrices sobre la presentación de informes no financieros. (Metodología para la presentación de información no financiera) (2017/C 215/01).

Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima. (2019/C 209/01).

Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

Artículos académicos y recursos de internet

Afi y Allianz Global Investors. (2019). Sostenibiliad y gestión de activos.

Alejos, C. (2013). Geenwashing: ser verde o parecerlo. *Cuadernos de la Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo*, nº21.

Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, nº 74(3), pp. 87-103.

Azahara, L. (2021). Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa. *Banco de España. Documentos Ocasionales*, nº 2101.

Bauer, R. & Hann, D. (2010). Corporate Environmental Management and Credit Risk. *Social Science Research Network*.

BBC. (2010). *¿Qué es un "diamante sangriento"?* Obtenido de BBC News: https://www.bbc.com/mundo/internacional/2010/08/100819_qa_diamantes_sangre_jrg

BBVA Asset Management. (2020). *La Inversión Socialmente Responsable es para todos*. Obtenido de https://bbvaassetmanagement.com/es/la-inversion-socialmente-responsable-es-para-todos/

Berg, F. K. (2019). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *MIT Sloan School of Management.*

Berman, S. L.; Wicks, A. C.; Kotha, S. & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *The Academy of Management Journal*, nº 42(5): 488-506.

Biurrun, P. (2021). ¿En qué consiste la taxonomía verde que reclama Ana Botín? *Expansión*.

BlackRock. (2020). *Sustainability goes mainstream. 2020 Global Sustainable Investing Survey.* Obtenido de https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blackrock-sustainability-survey.pdf

Borgers, A.; Derwall, J.; Koedijk, K. & Ter Horst, J. (2013). Stakeholder relations and stock returns: on errors in investors, expectations and learning. *Journal of Empirical Finance*, nº 22, pp. 159-175.

Brammer, S.; Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, pp. 97-116.

Capgemini Research Institute. (2020). *How sustainability is fundamentally changing consumer preferences.* Obtenido de https://www.capgemini.com/es-es/wp-content/uploads/sites/16/2020/07/Final-Web-Report-Sustainability-In-CPRD-13.pdf

CDP, CDSB, GRI, IIRC y SASB. (2020). *Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting.* Obtenido de https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf

Chatterji, A. K. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, nº 37(8), pp. 1597-1614.

Cheng, I., Hong, H. & Shue, K. (2013). Do managers do good with other people's money? *National Bureau of Economic Research*, nº. w19432.

Christensen, D. S. (2019). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *Harvard Business School. Working paper*, nº 20-084.

Comisión Europea. (2018). *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible. COM(2018) 97 final*. Obtenido de https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=ES

Comisión Europea. (2019). *El Pacto Verde Europeo establece cómo hacer de Europa el primer continente climáticamente neutro en 2050 impulsando la economía, mejorando la salud y la calidad de vida de los ciudadanos, protegiendo la naturaleza y no dejando a nadie atrás*. Obtenido de Comunicado de prensa: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_19_6691

Comisión Europea. (2020). *Non-financial reporting by large companies (updated rules). Public consultation*. Obtenido de https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation

Consejo de la Unión Europea. (2020). *Finanzas sostenibles: el Consejo adopta un sistema de clasificación unificado de la UE*. Obtenido de https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2020/04/15/sustainable-finance-council-adopts-a-unified-eu-classification-system/

Deloitte. (2016). *Guía rápida de las NIIF*. Obtenido de https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pa/Documents/audit/Deloitte-ES-Auditoria-guia-rapida-NIIF-2016.pdf

Dhaliwal, D. S.; Li, O. Z.; Tsang, A. & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, nº 86, pp. 59-100. .

Di Giuli, A. & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, vol. 111, pp. 158-180.

Dimson, E.; Karakaş, O. & Li, X. (2015). Active Ownership. *Review of Financial Studies*, nº 28, pp. 3225- 3268.

Dow, J. (2020). Banks Need ESG Standardisation. Climate Change Highlights Urgency of Reporting Harmonisation. *Fitch Ratings, Special Report.*

Eccles, R. & Serafeim, G. (2013). The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy. *Harvard Business Review*, 91, nº. 5, pp. 50–60.

Eccles, R.; Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, nº 60(11), pp.2835-2857.

Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial economics*, nº 101(3), pp.621-640.

El Orden Mundial. (2017). *El Orden Mundial*. Obtenido de ¿Qué es el Foro Económico Mundial, o Foro de Davos?: https://elordenmundial.com/que-es-el-foro-economico-mundial/

Eltogby, M. B. (2019). Seeking Return on ESG. Advancing the Reporting Ecosystem to Unlock Impact for Business and Society. *World Economic Forum.*

EY. (2020). III Informe comparativo sobre los Estados de la Información No Financiera (EINF) del IBEX 35.

Fernández, M. M. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la Inversión Socialmente Responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LXXIII, nº 224, pp. 367-385.

Fombrun, C. & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, nº 33(2), pp. 233-258.

Freeman, R.; Harrison, J. & Wicks, A. (2007). Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success . *Yale University Press.*

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, nº 32 (13), pp. 122–126.

Goss, A. & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, vol. 35.

Grewal, J.; Hauptmann, C. & Serafeim, G. (2020). Material sustainability information and stock price informativeness. *Journal of Business Ethics*, pp. 1-32.

Hallama, M.; Ribo, M. M.; Tudela, S. R. & Vendrell, G. C. (2011). El fenómeno del greenwashing y su impacto sobre los consumidores propuesta metodológica para su evaluación. *Aposta. Revista de Ciencias Sociales*, nº 50, pp. 1-38.

Harper, V. (2019). From Public Policy to Materiality: Non-Financial Reporting, Shareholder Engagement, and Rule 14a-8; s Ordinary Business Exception. *Washington & Lee Law Review*, nº 76.

Hauptmann, C. (2017). Corporate sustainability performance and bank loan pricing: It pays to be good, but only when banks are too. *Saïd Business School Working Paper.*

Henisz, W. J. & McGlinch, J. (2019). ESG, Material Credit Events, and Credit Risk. *Journal of Applied Corporate Finance*, nº 31(2), pp. 105-117.

Herz, B. & Rogers, J. (2016). Measuring what matters: Industry specificity helps companies and investors gain traction on sustainability. *Journal of Applied Corporate Finance*, nº 28(2), pp. 34-38.

Hillman, A. J. & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, nº 22(2), pp. 125-139.

IFRS Foundation. (2020). Consultation Paper on Sustainability Reporting. Obtenido de: https://cdn.ifrs.org/-/media/project/sustainability-reporting/consultation-paper-on-sustainability-reporting.pdf?la=en

IFRS Foundation. (2021). IFRS Foundation Trustees announce working group to accelerate convergence in global sustainability reporting standards focused on enterprise value. Obtenido de: https://www.ifrs.org/news-and-events/2021/03/trustees-announce-working-group/

Inderst, G. & Stewart, F. (2018). *Incorporating environmental, social and governance factors into fixed income investment.* World Bank.

Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, pp. 235-256.

Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, nº 91(6), pp. 1697-1724.

Khu, T. A. (2020). *Dynamic materiality: measuring what matters.* Truevalue Labs.

Krueger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, nº 115(2), pp. 304-329.

London Businness School & PwC. (2021). *Paying well by paying for good*. Obtenido de https://www.pwc.co.uk/human-resource-services/assets/pdfs/environmental-social-governance-exec-pay-report.pdf

Mohin, T. (2021). *Can we finally standardize ESG standards?* Obtenido de https://timmohin.com/2021/01/can-we-finally-standardize-esg-standards/

Moreno, M. (2020). Reflexiones sobre la gestión de los riesgos ESG en las entidades asguradoras. *Instituto de Actuarios Españoles, nº 47*, 20-23.

Moscolin, E. (2020). *Double and Dynamic: Understanding the New Perspectives of Materiality*. Obtenido de Datamaran:

https://www.datamaran.com/webinars/double-dynamic-understanding-new-perspectives-materiality/

Muzi, F. (2020). ESG e materialità per la creazione di valore d'impresa: il caso Eni.

Navarro, P. (1988). Why do corporations give to charity? *The Journal of Business*, nº 61(1), pp. 65-93.

Observatorio Español de la financiación sostenible. (2020). *INFORME ANUAL OFISO. La Financiación Sostenible en España en 2020*. Obtenido de https://www.ofiso.es/files/Informe-Anual-OFISO-2020.pdf

Ocean Tomo. (2020). *Intangible Asset Market Value Study.*

Oikonomou, I.; Brooks, C. & Pavelin, S. (2014). The Efects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings. *Financial Review*, nº 49(1), pp. 49-75.

Olmedo, E. E. (2014). Inversión socialmente responsable: criterios de valoración y análisis de ISR seguidos por los índices y agencias de análisis de sostenibilidad.

Renneboog, L. D.; Ter Horst, J. R. & Zhang, C. (2007). Socially responsible investments: Methodology, risk and performance. *CentER Discussion Paper*, vol. 2007-31.

Roca Junyent. (2020). *El Reglamento sobre finanzas sostenibles y la "taxonomía" de actividades ambientalmente sostenibles*. Obtenido de https://www.rocajunyent.com/es/blog/post/el-reglamento-sobre-finanzas-sostenibles-y-la-taxonomia-de-actividades-ambientalmente

Rust, S. (2021). *ESG: Greenwashing under scrutiny*. Obtenido de IPE Magazine: https://www.ipe.com/esg-greenwashing-under-scrutiny/10031923.article

SASB. (2020). *IIRC and SASB announce intent to merge in major step towards simplifying the corporate reporting system.* Obtenido de https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2020/12/IIRC-SASB-Press-Release-Web-Final.pdf

Sen, S. & Bhattacharya, C. B. (2001). Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of Marketing Research*, nº 38(2), pp. 225-243.

Serafeim, G. & Yoon, A. (2021). Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement. *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper (21-079).*

Thomas, D. (2021). Las empresas del Ftse 100 ligan el bonus a criterios de sostenibilidad. *Expansión*.

Turban, D. & Greening, D. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of management journal*, nº 40(3), pp.658-672.

Velasco, G. (2021). *Retos de la sostenibilidad para 2021: Regulación, greenwashing, desarrollo de la S y la G*. Obtenido de FundsPeople: https://fundspeople.com/es/retos-de-la-sostenibilidad-para-2021-regulacion-greenwashing-desarrollo-de-la-s-y-la-g/

Whelan, T. (2019). *Sustainability-Marketed Products Are Responsible for Half the Category Growth in CPG*. Obtenido de Corporate Eco Forum (CEF): https://www.corporateecoforum.com/sustainability-marketed-products-are-responsible-for-half-the-category-growth-in-cpg/

World Economic Forum. (2020). *Measuring Stakeholder Capitalism. Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation.* Obtenido de http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf