



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

# **Transparencia empresarial sobre información ESG en distintos mercados geográficos: efectos de requisitos normativos**

Autora: Cristina Arroyo Estévez  
Director: Rafael Castellote Azorín

MADRID | Marzo 2024



## **Resumen**

En los últimos años se ha desarrollado un marco regulatorio con el fin de incentivar la consecución de objetivos ESG (*Environmental, Social and Governance*) para la mejora de la sociedad. Dicho esfuerzo se basa principalmente en la labor normativa de la Unión Europea, que ha configurado los requisitos de transparencia y divulgación empresarial en materia ESG, sirviendo de inspiración a otros reguladores para la creación de marcos normativos similares. El presente estudio procede a examinar las regulaciones fundamentales sobre ESG emitidas por la Unión Europea – especialmente la SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*)- y las regulaciones análogas en el mercado británico y estadounidense. Con el propósito de validar tanto la efectividad práctica de las diversas regulaciones como la necesidad de paliar la aparente falta de homogeneidad entre las mismas, este estudio recurre a diferentes comparaciones de determinados indicadores empíricos. Dichos análisis comparativos permiten concluir si la introducción de la SFDR ha llegado a tener una influencia significativa con respecto a la divulgación de normativa similar en otras jurisdicciones, y si caso de ser emulada produciría consecuencias positivas en términos de impacto ESG en dichos territorios.

**Palabras clave:** ESG, Regulación, SFDR, SDR, Transparencia Empresarial.

## **Abstract**

In recent years, a regulatory framework has been developed with the aim of promoting the achievement of ESG (*Environmental, Social and Governance*) goals for the betterment of society. Said effort is mainly based on the work of the European Union, which has shaped the requirements for corporate ESG transparency and disclosure, inspiring other regulators to create similar policy frameworks. The present study proceeds to examine the main ESG regulations issued by the European Union - especially the SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) - and similar regulations in the British and American markets. In order to validate both the practical effectiveness of the various regulations and the need to alleviate the apparent lack of homogeneity between them, this study uses different comparisons of certain empirical indicators. These comparative analyses allow us to conclude whether the introduction of SFDR has come to have a significant influence on the disclosure of similar regulations in other jurisdictions, and whether if emulated it would produce positive consequences in terms of ESG impact in those territories.

**Key Words:** ESG, Regulation, SFDR, SDR, Corporate Reporting.

# ÍNDICE

<b>Resumen</b> .....	<b>1</b>
<b>Listado de Abreviaturas</b> .....	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>5</b>
1. OBJETIVO .....	5
2. METODOLOGÍA .....	7
3. ESTADO DE LA CUESTIÓN Y RELEVANCIA .....	8
1.1. El creciente interés global .....	8
1.2. Incremento en la transparencia empresarial .....	9
1.3. <i>Greenwashing</i> .....	11
1.4. Introducción a la respuesta regulatoria .....	12
4. ESTRUCTURA.....	13
<b>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO</b> .....	<b>14</b>
1. EL EFECTO EMPRESARIAL DEL ESG .....	14
1.1. Los fundamentos.....	14
1.2. El Capital y el Rendimiento .....	15
1.3. Inversores .....	15
1.3.1. <i>Rendimientos</i> .....	15
1.3.2. <i>Riesgo sistemático</i> .....	16
1.3.3. <i>Riesgo no sistemático</i> .....	16
2. LOS EFECTOS DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN ESG .....	17
1.4. Los efectos de la divulgación - en general .....	18
1.5. Los efectos de la divulgación - según la voluntariedad .....	18
<b>CAPÍTULO III: MARCO REGULATORIO</b> .....	<b>19</b>
1. SFDR.....	19
2. SDR .....	21
3. PROPUESTA SEC.....	22
4. COMPARACIÓN GENERAL.....	24
5. NORMATIVA COMPLEMENTARIA.....	26
<b>CAPÍTULO IV: ESTUDIO</b> .....	<b>28</b>
1. COMPARATIVA DSB .....	29
1.1. UE.....	29
1.1.1. Recopilación de datos .....	29
1.1.2. Conclusiones mercado de la UE .....	31
1.2. R. U.....	33
1.2.1. Recopilación de datos .....	33
1.2.2. Conclusiones mercado del R. U.....	35

1.3.	EE. UU.....	37
1.3.1.	Recopilación de datos .....	37
1.3.2.	Conclusiones mercado de EE. UU.....	39
1.4.	Conclusiones sobre el DSB - Interpretación de resultados .....	40
2.	COMPARATIVA SFDR .....	43
2.1	PAIs y DNSH .....	43
2.2	Calificación de Fondos.....	46
2.3	Conclusiones sobre la comparativa SFDR- Interpretación de resultados .....	48
<b>CAPÍTULO V: CONCLUSIONES .....</b>		<b>49</b>
1.	CONCLUSIONES PRINCIPALES .....	49
2.	MEJORAS Y FUTURAS INVESTIGACIONES .....	51
<b>DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA .....</b>		<b>52</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>		<b>53</b>
<b>ANEXOS .....</b>		<b>60</b>

## Listado de abreviaturas

<b>AIBG</b>	Allied Irish Banks
<b>BAC</b>	Bank of America Corp
<b>BARC</b>	Barclays
<b>BBVA</b>	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
<b>BNP</b>	BNP Paribas
<b>C</b>	Citigroup
<b>CSR</b>	Corporate Social Responsibility
<b>DNSH</b>	Do No Significant Harm Principle
<b>DSB</b>	Disclosure Score de Bloomberg
<b>EE. UU.</b>	Estados Unidos de América
<b>ESG</b>	Environmental, Social and Governance
<b>FCA</b>	Financial Conduct Authority
<b>GAI</b>	Governance & Accountability Institute
<b>GS</b>	Goldman Sachs Group
<b>HSBA</b>	The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Holdings (HSBC)
<b>INGA</b>	Internationale Nederlanden Groep
<b>ISG</b>	Investor Stewardship Group
<b>ISSB</b>	International Sustainability Standards Board
<b>JPM</b>	JP Morgan Chase & Co
<b>LLOY</b>	Lloyds Banking Group
<b>NWG</b>	NatWest Group
<b>ONU</b>	Organización de las Naciones Unidas
<b>PAI</b>	Principal Adverse Impacts
<b>PRI</b>	Principios de Inversión Responsable
<b>PS</b>	Policy Statement
<b>R. U.</b>	Reino Unido
<b>RTS</b>	Regulatory Technical Standards
<b>SAN</b>	Banco Santander
<b>SASB</b>	Sustainability Accounting Standards Board
<b>SDR</b>	PS23/16 Sustainability Disclosure Requirements and investment labels
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission
<b>SFDR</b>	Sustainable Finance Disclosures Regulation
<b>UCG</b>	UniCredit Group
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>WFC</b>	Wells Fargo & Co

## CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

### 1. OBJETIVO

El objetivo de este estudio es analizar la transparencia empresarial dentro del sector financiero derivada de la creciente regulación en la Unión Europea, Reino Unido y Estados Unidos sobre factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo, más conocidos como factores ESG por sus siglas en inglés (*Environmental, Social and Governance*) (vid. Tabla 1). Estos criterios han sido objeto de creciente interés durante las últimas décadas, como consecuencia de movimientos sociales y medioambientales que, debido a la amplitud de sus efectos, han transformado significativamente al sector financiero. Así, actualmente, todo individuo y grupo que se desenvuelve en el mercado (los *stakeholders*) ha sido afectado por ESG: inversores deben considerar estos factores al construir sus carteras; directivos modifican sus estrategias tanto de negocio como de gestión de personal conforme a los mismos; e incluso los clientes y proveedores construyen relaciones profesionales en base al compromiso de la otra parte con las dimensiones de los factores ESG.

<b>Medioambiental (E)</b>	<b>Social (S)</b>	<b>Gobierno Corporativo (G)</b>
Cambio climático y Emisiones de CO <sub>2</sub>	Salud y seguridad de la fuerza laboral, diversidad y capacitación.	Derechos de los accionistas.
Uso de recursos naturales, y gestión del agua y la energía	Responsabilidad frente a clientes y productos.	Composición de los consejos de administración (independencia y diversidad).
Polución y desechos	Relaciones con la comunidad y actividades benéficas.	Política de compensación para la alta dirección.
Ecodiseños e innovación	Prevenir y evitar el acoso laboral en toda la organización.	Corrupción (fraudes y sobornos)

*Fuente: Elaboración propia; basado en Matos, 2020*

Estos cambios han llevado a legisladores de todo el mundo a promulgar una creciente regulación, imponiendo obligaciones a empresas, inversores y sectores en general. Sin embargo, dentro de dicha regulación se observa una evidente falta de uniformidad, influenciada por la tradición histórica y la percepción de la intervención estatal en el mercado de cada país o incluso región. Así, existen sendas diferenciadas entre

la legislación disponible, que crea desafíos significativos para su integración efectiva en el mercado global.

En este trabajo se determinará no sólo cuales son estos requisitos legislativos, sino también el cómo las empresas más representativas de sus correspondientes sectores cumplen con ellos y cómo divergen dichas exigencias en base al mercado regulador. Haciendo énfasis en las consecuencias de que se imponga una regulación más extensa, ya sea positiva o negativa. Más específicamente, se analizará si la naturaleza imperativa de estas regulaciones es verdaderamente necesaria, o si las empresas voluntariamente y por su propia iniciativa responden a las exigencias informativas impuestas por el mercado.

Este estudio no puede realizarse sin primero exponer la *ratio sensu* de las nuevas regulaciones sobre ESG. Por lo que se explicará, qué son los criterios ESG, el porqué de su existencia y creciente popularidad, así como la comparación de su regulación en mercados destacados en la economía mundial, centrándonos específicamente en la Unión Europea (UE), el Reino Unido (R. U.), y los Estados Unidos (EE. UU.).

Para comprender el efecto práctico de estas regulaciones en el mundo empresarial, se estudiará cómo determinadas empresas, seleccionadas por su posición en su respectivo mercado, hacen pública esta información, y hasta qué punto se limitan a cumplir con las exigencias legislativas o recomendaciones gubernamentales. Esto permitirá examinar si aquellos actores en los mercados donde no existe normativa de obligado cumplimiento siguen de forma rigurosa las recomendaciones propuestas por órganos reguladores, o si por el contrario resultan en que la demanda sobre información ESG resulte insatisfecha.

En relación a lo anterior, se abordará si una falta de regulación se traduce a diferencias en los datos sobre ESG disponibles al mercado, tanto en cantidad de información como en su modo de exposición. Teniendo en cuenta en todo caso el efecto del nivel de regulación en los principales desafíos de este campo de estudio. Especialmente la ausencia de un estándar de calificación de ESG unificado y el incremento en las prácticas de ecoimpostura o *greenwashing*. Ya que debido a la creciente popularidad de ser “ecoconsciente” un número elevado de empresas llevan a cabo estas prácticas de marketing verde, con el objetivo de crear una imagen ilusoria de responsabilidad ecológica.



## 2. METODOLOGÍA

Para dar respuesta a nuestras preguntas de investigación y cumplir con los objetivos expuestos se utilizará una metodología principalmente cualitativa. Los posibles datos cuantitativos que se presenten se examinarán en el marco de la comparativa entre la regulación existente y en su posterior aplicación en un contexto empresarial.

En primer lugar, se evaluarán y expondrán las investigaciones más relevantes de las últimas décadas en relación con el impacto de los factores ESG en el mercado y sus consecuencias. Posteriormente, se llevará a cabo la comparación entre las regulaciones de los territorios seleccionados (UE, R. U. y EE. UU.), que han sido seleccionados no sólo por su relevancia en la economía internacional sino porque muestran un gradiente en la imperatividad de sus requisitos para ESG. Así, mientras que la UE es pionera en una regulación extensa y rígida de estos criterios, los EE. UU. se limitan al uso de sugerencias y exigencias más escasas, sólo recientemente desarrollando una regulación algo más avanzada que continua en proceso de elaboración. Por su parte el R. U. se encuentra en un punto intermedio con una regulación que entrará en vigor a lo largo de 2024.

Debido a su especial relevancia social en los últimos años, el análisis se centrará principalmente en el criterio ambiental (la “E”, dentro de ESG). Se han seleccionado cinco empresas financieras de cada territorio que cotizan en sus respectivas bolsas de valores, no necesariamente de forma exclusiva. Se utilizarán la información proporcionada por la plataforma Bloomberg basada en los informes anuales que dichas compañías hacen públicos, ya sean específicamente de ESG o una sección dentro de un informe general, incluyendo su calificación en cuanto a su transparencia (*Disclosure Score*) y su cumplimiento con la regulación europea (SFDR) cuya relevancia se expondrá en el correspondiente apartado.

Las empresas seleccionadas<sup>1</sup> son: para la UE cotizando en el Euro Stoxx 50: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), BNP Paribas (BNP), *Internationale Nederlanden Groep* (INGA), Banco Santander (SAN) y *UniCredit Group* (UCG); para el R.U., en el London Stock Exchange: *Allied Irish Banks* (AIBG), Barclays (BARC), *The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Holdings* (HSBA), *Lloyds Banking Group* (LLOY) y *NatWest Group* (NWG); para los EE. UU., en el New York Stock Exchange: *Bank of*

---

<sup>1</sup> Con las siglas asociadas a su nombre en los mercados de valores y ordenado según la alfabetización de dichas siglas.

America Corp (BAC), Citigroup (C), Goldman Sachs Group (GS), JP Morgan Chase & Co (JPM) y Wells Fargo & Co (WFC). (Tabla 2)

<b>Tabla 2: Ámbito de investigación- Empresas observadas</b>		
<b>UE- Euro Stoxx 50</b>	<b>R.U. - London Stock Exchange</b>	<b>EE.UU- NYSE</b>
BBVA	AIBG	BAC
BNP	BARC	C
INGA	HSBA	GS
SAN	LLOY	JPM
UCG	NWG	WFC

Fuente: Elaboración propia, 2024

Una vez se disponga de la información de ESG relevante para cada compañía, se procederá a su análisis. La información publicada por cada empresa será comparada contra otras que obedecen su correspondiente legislación y posteriormente con la de los otros territorios. Durante el proceso de comparación se analizarán aquellas similitudes y diferencias de los resultados, determinando hasta qué punto afecta la regulación y medidas legales del territorio en el que se desenvuelven las empresas con la información que hacen pública. Así, se está utilizando un método inductivo a lo largo del trabajo, obteniendo la conclusión final en base a los resultados encontrados.

### 3. ESTADO DE LA CUESTIÓN Y RELEVANCIA

#### 1.1. El creciente interés global

Durante las últimas décadas el desarrollo sostenible corporativo, también conocido como CSR por sus siglas en inglés (*Corporate Social Responsibility*) -término que en trabajos académicos se utiliza indistintamente con ESG<sup>2</sup>- ha ganado considerable atención entre esferas académicas y empresariales. Esto se vio potenciado especialmente por la crisis económica global de 2007-2009, que resultó de prácticas comerciales inadecuadas, problemas sociales y catástrofes ambientales asociadas con malas prácticas de gestión de riesgos (Alsayegh et al., 2020). Y más recientemente por los *black swan events* desde 2020, como la pandemia del COVID-19 o las guerras en Ucrania y Palestina.

---

<sup>2</sup> Expresiones como sostenibilidad, responsabilidad corporativa, gobernanza corporativa, gobernanza socio ambiental y gobernanza medioambiental, social y ambiental (ESG) se utilizan indistintamente, incluso en la literatura académica. La falta de consenso sobre una definición clara y excluyente de estos términos es una de las razones por las que no es sencilla la obtención de resultados empíricos claros. (Sanches Garcia, et al., 2017).

Dentro de este incremento en la atención a factores ESG, destaca una preocupación sobre lo medioambiental y el cambio climático que se ve reflejado en esfuerzos globales, como los objetivos de desarrollo sostenible de las Naciones Unidas donde la acción climática es el número 13º (Naciones Unidas, 2016). Este creciente interés ha servido como un catalizador para que políticos, legisladores y empresarios intensifiquen sus esfuerzos, particularmente exigiendo una mayor transparencia y comunicaciones más detalladas sobre datos relacionados con CSR<sup>3</sup>. Lo que previamente se consideraba meramente como un posible riesgo reputacional ha adquirido una gran relevancia y se ha consolidado a través de nuevos estándares regulatorios en todo tipo de mercados, hasta transformarse en un elemento operativo crucial para empresas e inversores (Redondo Alamillos y de Mariz, 2022).

Como respuesta a esta tendencia, organizaciones internacionales y países de todo el mundo han presentado planes de acción de ESG con el propósito de establecer un marco de desarrollo integral y sostenible para el desarrollo de la sociedad (Li et al., 2021). Además, se ha observado un cambio en el comportamiento empresarial, donde las empresas han comenzado a adoptar estrategias orientadas a los *stakeholders* en lugar de únicamente a los accionistas, buscando maximizar su valor social (Alsayegh et al., 2020) (Matos, 2020). Estas nuevas estrategias tienen como uno de sus principales objetivos el atraer a inversores “eco-conscientes”. Para alcanzar dicho propósito, es esencial que las empresas divulguen sus estrategias, lo que equivale a decir que se requiere un mayor nivel de transparencia (Alsayegh et al., 2020). Así, se presenta la pregunta de si es necesario un marco regulatorio que exija una mayor transparencia o si las exigencias del mercado son suficientes.

## 1.2. Incremento en la transparencia empresarial

El aumento en la presentación de informes de sostenibilidad se evidencia en el informe del *Governance & Accountability Institute* (GAI) de 2018, donde se comunicó que el 86% de las empresas del S&P 500 publicaron informes de sostenibilidad o responsabilidad corporativa, una cifra que en 2011 era inferior al 20% (Gráfico 1). Una tendencia similar se puede observar en la garantía de calidad de dichos informes, por ejemplo, en 2020 más de la mitad de las empresas que globalmente publicaron este tipo

---

<sup>3</sup> Cabe añadir que también se han visto incrementos, aunque en menor medida, hacia la mejora para las restantes dimensiones de los factores ESG.

de informes obtuvieron una garantía independiente de terceros; un aumento de más del 50% desde 2005 (Tsang et al., 2022).

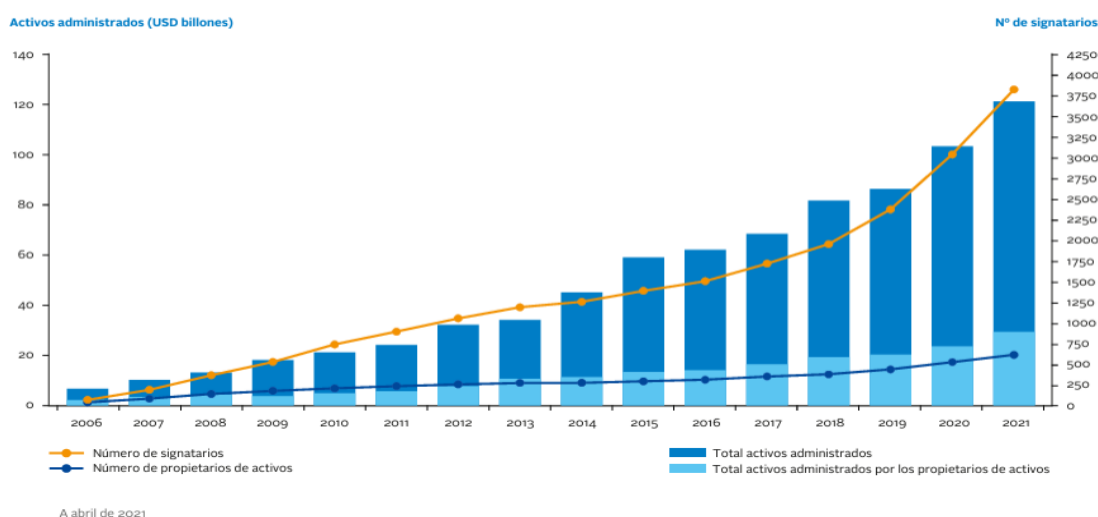
**Gráfico 1: empresas S&P 500 que publican Informes de sostenibilidad**



Fuente: Governance & Accountability, Inc. 2018 Research- www.ga-institute.com

Mientras, el cambio en los intereses de los inversores se puede observar en varios fenómenos, por ejemplo, que a 2021 más de 4.000 inversores institucionales y proveedores de servicios que han firmado los Principios de Inversión Responsable (PRI) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU)<sup>4</sup>. A lo que se debe añadir que los activos bajo gestión de estos inversores han aumentado de \$6.5 billones en 2006 a más de \$120 billones en 2021. (Gráfico 2)

**Gráfico 2: Número de signatarios de los PRI y valor de sus activos administrados**



Fuente: PRI, 2021. En: Chrome-

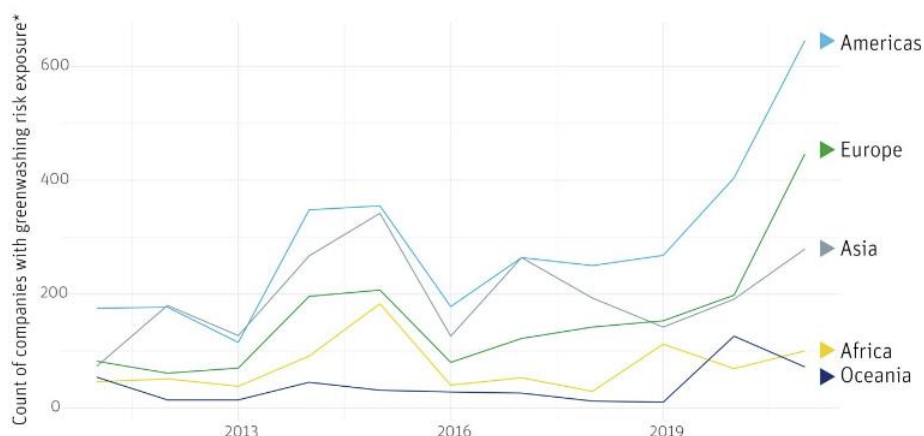
extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.unpri.org/download?ac=10970

<sup>4</sup> Fue creado como una forma de compromiso para incorporar problemas ESG/CSR en sus procesos de análisis e toma de decisiones de inversión

### 1.3. Greenwashing

El nuevo interés de los inversores, y de la sociedad, en este tipo de activos implica que las prácticas de *greenwashing* cada vez son más comunes, especialmente en las Américas y en Europa (Gráfico 3). Los sectores de Banca y Servicios Financieros, que serán los analizados durante esta investigación, son particularmente vulnerables y experimentaron un aumento del 70% en el número de incidentes de *greenwashing* relacionados con el medioambiente en el último año (de 2022 a 2023) (RepRisk AG, 2023).

**Gráfico 3: Conteo de entidades únicas con al menos un incidente ESG vinculado a la huella ambiental o comunicación engañosa en un año dado.**



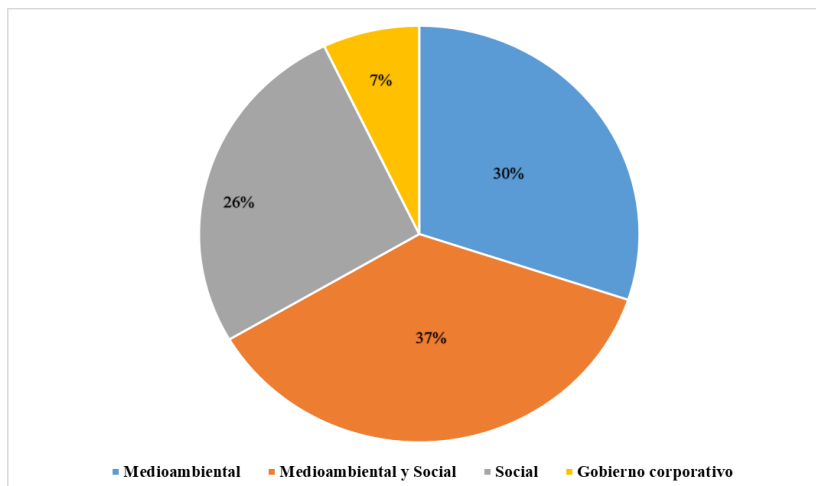
Fuente: RepRisk ESG data science and quantitative solutions, [www.reprisk.com](http://www.reprisk.com) (2023)

La relevancia de las prácticas ESG es evidente, pero a medida que continúa creciendo, también lo hacen las actividades de *greenwashing*, junto con su alcance y complejidad. Las compañías no se limitan a ocultar información o falsificarla, sino que buscan engañar a los consumidores de forma directa, incluso llegando a realizar compromisos, certificaciones y promesas sin una base real.

Este tipo de prácticas y comunicaciones fraudulentas sobre temas de ESG, que son especialmente comunes en el caso de lo medioambiental (Gráfico 4), dañan la confianza de consumidores e inversores en el mercado, además de obstaculizar el progreso hacia las metas asentadas por organizaciones como la ONU, a través de los ya mencionados PRI. Las regulaciones emergentes están renovando su esfuerzo a la hora de restringir estas prácticas, lo que es un factor a favor de la regularización. Sin embargo, es esencial el no depender de datos autopublicados por las empresas - sean exigidos por la legislación o de

libre difusión - es indispensable el disponer de datos obtenidos externamente por terceros independientes.

**Gráfico 4: Cuota de incidentes de riesgo vinculados a los pilares ESG y la comunicación engañosa (Sept. 2018 -Sept. 2023)**



Fuente: Elaboración propia; basado en RepRisk AG, 2023.

#### 1.4. Introducción a la respuesta regulatoria

La respuesta regulatoria a esta demanda social se ha concretado en determinados reglamentos y propuestas, algunas de las cuales aún no han entrado en vigor. La Unión Europea, el mercado pionero en la regulación de ESG, publicó en 2019 el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (la *Sustainable Finance Disclosures Regulation* (SFDR)), que entró en vigor en 2021. En el Reino Unido la *Financial Conduct Authority* (FCA) completó su última reforma en noviembre de 2023 de su *Policy Statement PS23/16 Sustainability Disclosure Requirements and investment labels* (SDR). Por último, en Estados Unidos la *Securities and Exchange Commission* (SEC) tiene como objetivo para 2024 finalizar la tramitación de la propuesta de la *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*, una nueva regulación ESG, cuyo contenido en sí ya está disponible al público (Propuesta SEC o Propuesta), sobre la mejora de la información sobre prácticas de inversión medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) por parte de determinados asesores de inversión y sociedades de inversión (Tabla 3).

<b>Tabla 3: Ámbito de investigación- Regulaciones observadas</b>			
<b>Territorio</b>	<b>UE</b>	<b>R.U.</b>	<b>EE.UU</b>
<b>Denominación Regulación</b>	SFDR	SDR	Propuesta SEC o Propuesta
<b>Órgano responsable</b>	Parlamento Europeo y Consejo	FCA	SEC
<b>Entrada en vigor</b>	Publicación en 2019 Entrada en vigor 2021	Publicación final 2023 En vigor - aplicación gradual, inicio en 2023	Propuesta publicada en mayo 2022 Fecha provisional de aprobación final: abril 2024
<b>Principal Preocupación ESG</b>	E+S+G, énfasis parcial en E	E	E+S+G
<b>Objetivo</b>	Mejorar la transparencia y proporcionar a los inversores más información sobre el impacto de sus inversiones en factores medioambientales, sociales y de gobernanza corporativa		

Fuente: Elaboración propia, 2024

#### 4. ESTRUCTURA

El presente trabajo se estructura en cinco capítulos. En el primero (*Introducción*) se han presentado los objetivos, metodología y justificación del trabajo de investigación, donde se destaca de la importancia de los factores ESG en el mercado financiero y su regulación dispar. En un segundo capítulo (*Marco Teórico*) se repasa la literatura previa en cuanto a los efectos de los factores ESG y la necesidad de su control, incluyendo el problema de las prácticas *greenwashing*, planteándose así las hipótesis de partida. En la tercera sección (*Marco Regulatorio*) se hace una comparación de las regulaciones seleccionadas (SFDR, SDR y Propuesta SEC) y se concreta la metodología del examen de la información medioambiental y los criterios que se observan posteriormente en el análisis de la transparencia empresarial. En el cuarto bloque (*Estudio*) se realiza el estudio en profundidad y se observa si las empresas necesitan de regulación estricta para cumplir con la transparencia que exige el mercado. Finalmente se extraen las principales conclusiones (*Conclusiones*) y se plantean posibles gaps y líneas de investigación a futuro.

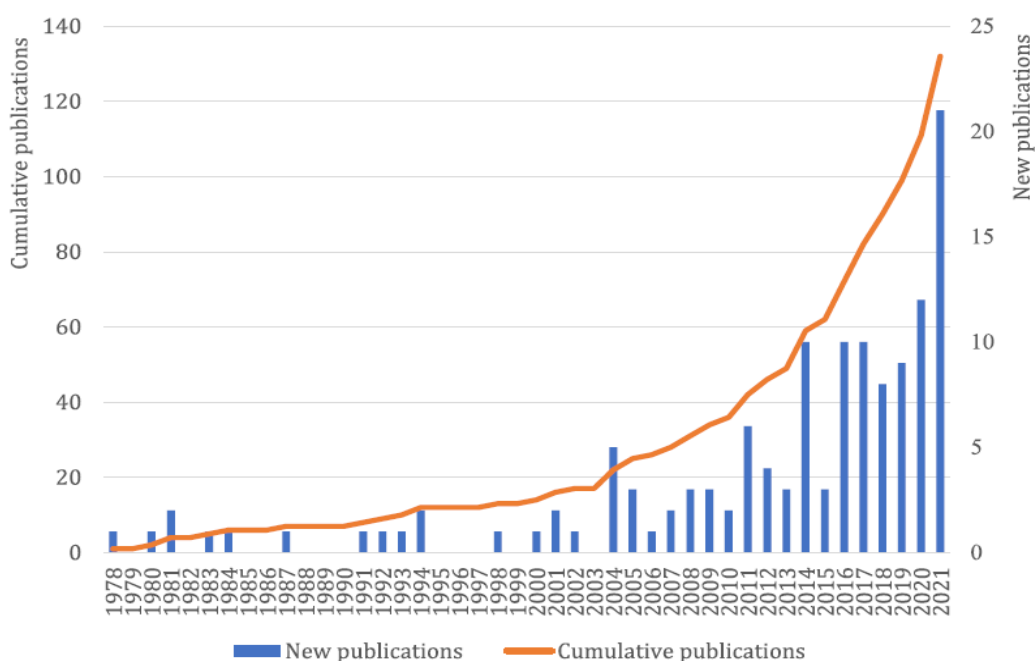
## CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

### 1. EL EFECTO EMPRESARIAL DEL ESG

#### 1.1. Los fundamentos

El creciente interés por los factores ESG entre los agentes involucrados en los mercados financieros ha ido acompañado de la expansión en su investigación académica (Gráfico 5). Estos estudios buscan relacionar ESG con el rendimiento de la empresa, y encuentran varias formas a través de las cuales estos factores crean valor.

**Gráfico 5: Estudios sobre ESG de 1978 a 2021 publicados en revistas de contabilidad**



Fuente: Tsang et al., 2022

La teoría más tradicional sobre el papel de la empresa en la sociedad era la Teoría del accionista (*Shareholder Theory*), la cual defendía que lo único relevante era la maximización del valor empresarial, y que a través de esto se estaría creando valor social (Friedman, 1970). Sin embargo, actualmente la teoría que fundamenta el interés en ESG/CSR es la *Stakeholder Theory*, la teoría de los participantes. Mientras que autores como Friedman consideraban que la relación entre CSR y rendimiento financiero era negativa, la *Stakeholder Theory* sugiere que el resultado natural de la divulgación de información sobre ESG es la mejora de los resultados financieros, derivado de una mejora de la reputación de la empresa, además de crear valor social (Freeman, 1984).



Sobre esta base varios estudios académicos han conseguido encontrar efectos positivos para la empresa como consecuencia de la implementación de diversas estrategias y divulgación de información ESG. Siendo cierto que dichos resultados no son necesariamente consensuados entre investigadores, por la disparidad en la forma de medición, estudio y variables consideradas, entre otros.

## 1.2. El Capital y el Rendimiento

Algunos estudios destacables han demostrado que aquellas empresas con mejores resultados en materia de ESG se enfrentarán a menores restricciones idiosincráticas de capital debido a riesgos particulares o limitaciones financieras (Cheng et al., 2014). Esto se debe principalmente a dos mecanismos: una reducción en costes de agencia que implica un incremento en beneficios por mayor compromiso entre las partes (Jensen & Meckling, 1976); y una reducción de la asimetría informativa resultante de una divulgación más amplia de CSR, ya que, especialmente con el incremento de las prácticas de *greenwashing*, los participantes del mercado financiero buscan mayor transparencia.

La relación positiva entre una mayor atención en factores ESG y un rendimiento positivo se puede encontrar incluso a nivel estatal. Recientemente Diaye et al. (2022) confirmaron que existía una relación positiva entre el crecimiento de los países (PIB per cápita) y sus resultados en materia de ESG, pudiendo observarse únicamente a largo plazo.

## 1.3. Inversores

### 1.3.1. Rendimientos

Desde el punto de vista de los inversores, varios estudios han demostrado los beneficios de “carteras verdes” e inversiones en empresas con buenos resultados en cuestiones de sostenibilidad. Especialmente cuando dichos resultados son sobre cuestiones especialmente relevantes para la compañía en su contexto específico (Khan et al., 2016). En consecuencia, los inversores, especialmente los europeos, consideran que la plena integración de ESG en su estrategia de inversión es lo más beneficioso, por su superior rendimiento y por el interés de sus clientes – un buen ejemplo son los conocidos bonos verdes (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Sin embargo, se debe tener en cuenta que dicha información “material” varía entre industrias e incluso entre el tipo de estrategia empresarial que se sigue. Adicionalmente, es especialmente preocupante que estos

resultados positivos por invertir en portfolios verdes, dependen en gran medida del calificador de ESG utilizado, ya que no existe consenso entre los mismos. Esto ha llegado a provocar que se ponga en duda el efecto positivo de la inversión en empresas centradas en ESG (Halbritter & Dorfleitner, 2015).

### *1.3.2. Riesgo sistemático*

Dentro del marco de la inversión ESG otros autores han optado por centrarse, no en un posible rendimiento superior, sino en un riesgo reducido. Como es conocido, el riesgo sistemático<sup>5</sup> es prácticamente imposible de eliminar, especialmente cuando dichos riesgos se asocian a acontecimientos sociales y económicos. Sin embargo, este riesgo sí puede ser disminuido, por ejemplo, al invertir en empresas con alto rendimiento ESG (Lam, et al., 2012) (Sanches Garcia, et al., 2017). Esta reducción se atribuye a que estas empresas centradas en ESG suelen estar mejor situadas en el mercado, especialmente las de mayor tamaño, ya que suelen tener un rendimiento general superior (Cheng et al., 2014 y Dhaliwal et al., 2011 entre otros). Esto último se puede atribuir a que dichas empresas disponen de más recursos para llevar a cabo actividades que mejoran su desempeño en ESG, y que por tanto suelen ser favorecidas por las carteras de inversiones socialmente responsables (Lam, et al., 2012).

### *1.3.3. Riesgo no sistemático*

El riesgo no sistemático<sup>6</sup> presenta una relación similar con el ESG, manifestándose inicialmente por Bansal y Clelland (2004) que demostraron que la divulgación de información negativa sobre una empresa por parte de la prensa aumenta su riesgo asistemático. Otros autores han continuado este estudio, por ejemplo, Sassen et al. (2016), que basándose en más de 8500 observaciones de empresas europeas entre 2002 y 2014, encontraron que unos resultados superiores en ESG disminuyen el riesgo total e idiosincrático (el no sistemático). Adicionalmente Serafeim en 2015 observó mediante un

---

<sup>5</sup> Con el término “riesgo sistemático”, también llamado “riesgo no diversificable” o “riesgo de mercado” se hace referencia a aquel tipo de riesgo que influye en un gran número de activos, cada uno en mayor o menor medida. Ejemplos de riesgos sistemáticos incluyen incertidumbres sobre las condiciones económicas generales, como el PIB, las tasas de interés o la inflación, que afectan a todo tipo de activos independientemente de su sector o empresa titular. (Ross et al., 2017)

<sup>6</sup> El término “riesgo no sistemático”, también llamado “riesgo diversificable” es complementario al riesgo sistemático, y hace referencia a aquel riesgo que afecta a un número limitado de activos o compañías, y que busca eliminarse con la diversificación de activos en portfolios de inversión. (Ross et al., 2017)

procedimiento del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital (CAPM), que aquellas empresas que preparan un Informe Integrado combinando los datos financieros y de sostenibilidad de la empresa, son capaces de atraer a inversionistas que valoran el largo plazo, lo que permite una superior estabilidad en la inversión, y por lo tanto un menor riesgo. (Sanchez Garcia, et al., 2017).

## 2. LOS EFECTOS DE LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN ESG

Los posibles efectos positivos expuestos *supra*<sup>7</sup> de introducir estrategias de ESG en una empresa han contribuido al crecimiento de estas prácticas, pero también a su divulgación. En esta sección se introducirán aquellos estudios académicos relacionados especialmente con la transparencia empresarial en materia de ESG. Lo que sirve como fundamento a la hora de interpretar los resultados obtenidos en la investigación del apartado Estudio.

Siempre que la información ESG que las empresas proporcionen al público sea relevante para los participantes en el mercado de capitales, la literatura sugiere que una mayor y mejor información ESG puede proporcionar beneficios al mercado como una mayor liquidez, un menor coste del capital y una mejor asignación del mismo. Además, este tipo de información empresarial puede forzar un cambio en el comportamiento de las empresas para obtener mejor resultados ESG que publicar. (Christensen et al., 2021)

A esto se debe añadir que el factor más importante a la hora de determinar el efecto de la divulgación en el rendimiento de la empresa es el origen jurídico de sus normas reguladoras, razón por la cual este estudio se centra en el efecto de fuentes de dicho origen jurídico-imperativo. Así, este factor tiene mayor influencia que las instituciones políticas, las preferencias sociales y los propios resultados financieros y operativos de la empresa (Gillan et al., 2021). Aunque por supuesto todos ellos sean factores de alta relevancia, sobre todo los atributos del país donde se la empresa lleva a cabo su actividad social<sup>8</sup>. Siendo cierto que su relevancia disminuye en aquellos casos donde sus operaciones traspasen fronteras o coticen en bolsa (Cai et al. 2016). Destacando también, evidentemente, que las prácticas ESG/CSR de las empresas también tienden a tener un fuerte componente sectorial (Gillan et al., 2021), lo que motivó que la presente investigación se lleve a cabo dentro de un único sector: el financiero.

---

<sup>7</sup> *Supra* se refiere a conceptos o términos que ya han sido explicados previamente en el trabajo.

<sup>8</sup> Stellner et al. (2015) argumentan que el impacto de ESG/CSR en la calificación crediticia de una empresa debería depender del país en el que se encuentra la empresa, y la apreciación de ESG/CSR en ese país.

#### 1.4. Los efectos de la divulgación - en general

En la literatura se encuentran varios estudios sobre los efectos positivos de la divulgación de esta información por parte de las empresas, aunque siempre con matizaciones. Al investigar si la divulgación voluntaria de información no financiera tiene un impacto en el riesgo de la empresa y su coste de capital, Dhaliwal et al. (2011) concluyeron que las empresas que tenían un alto coste de capital en un año específico obtenían una reducción del mismo cuando en el año siguiente publicaban sus actividades ESG. Serafeim (2015) y más recientemente Raimo et al. (2021) encontraron la misma relación negativa entre la divulgación de información ESG y el coste de la deuda. Estos resultados sugieren que las empresas más transparentes, es decir las que adoptan políticas de divulgación ESG más amplias, tienen la posibilidad de acceder a recursos financieros de terceros en mejores condiciones. Es una forma del mercado para recompensar a las empresas con una mayor transparencia y fomentar la implementación de prácticas ESG.

Además de una reducción en el coste de capital, las empresas también podrán observar un incremento en los flujos de caja para sus accionistas, aumentando así el valor de la compañía en el mercado (Hassani & Bahini, 2022).

A esto cabe añadir el efecto moderador entre la divulgación ESG y el rendimiento financiero (Chen & Xie, 2022), que se ha encontrado repetidamente, incluso en casos donde, de manera polémica, el autor observó que la divulgación de información ESG, disminuía la valoración de la empresa (Fatemi et al., 2018). Pero mientras Chen y Xie (2022) encontraron dicho efecto moderador en la participación de inversores interesados en ESG, Fatemi et al. concluyeron que era la propia divulgación el factor que mitiga el efecto negativo de las debilidades empresariales y atenúa el efecto positivo de las fortalezas.

#### 1.5. Los efectos de la divulgación - según la voluntariedad

La mayoría de los estudios mencionados se centraban en la divulgación voluntaria de información ESG, sin tener en cuenta la transparencia obligatoria como resultado de la actuación legislativa o institucional. Esto tiene como consecuencia que los estudios sobre la divulgación de ESG puedan presentar problemas como la autoselección o sesgos por variables omitidas debido a la libertad de las empresas a la hora de publicar la información (Tsang et al., 2022).

En aquellos estudios que se centran en informes obligatorios sobre cuestiones materiales de sostenibilidad, las empresas con buenas calificaciones obtienen mejores resultados financieros que las empresas con malas calificaciones, especialmente si los requisitos de divulgación son exigidos por instituciones gubernamentales - no sobre la base de "cumplir o explicar"- y se combinan con una fuerte aplicación por parte de las instituciones informales (Khan et al., 2016) (Krueger et al., 2021) (Tsang et al., 2022) .

La literatura sugiere que dicha obligatoriedad tiene un efecto positivo superior en el mercado de capitales que la voluntariedad, por uniformar el tipo y calidad de la información disponible en el mercado (Matos, 2020) (Krueger et al., 2021). Sin embargo, este tipo de control fuerza a las empresas a ampliar y ajustar sus actividades de ESG para mejorar sus resultados en este ámbito, lo que suele ser costoso y no necesariamente rentable, aun teniendo en cuenta la correspondiente mejora en la valoración de la empresa.

La mejora de los resultados financieros será mayor si previamente la empresa no llevaba a cabo políticas de transparencia medioambiental, aunque es previsible que los costes también sean superiores en estos casos (Ioannou & Serafeim, 2017) (Krueger et al., 2021). Sobre esto, se ha confirmado que la divulgación obligatoria resulta más eficiente para las empresas con escasas oportunidades de crecimiento. Esto se debe a que las empresas de mayor tamaño suelen publicar este tipo de información de manera voluntaria, cubriendo al menos el mínimo que se puede esperar que la legislación exija. Por lo tanto, en estas empresas de mayor tamaño, el efecto de la divulgación obligatoria no sería tan significativo porque ya estarían cumpliendo con los requisitos normativos incluso antes de que la legislación entrase en vigor (Matos, 2020) (Cordazzo et al., 2020).

### **CAPÍTULO III: MARCO REGULATORIO**

Continuando con lo expuesto en la Tabla 3 *supra*, las tres regulaciones sobre ESG a comparar se expondrán a continuación con sus principales características y mandatos.

#### **1. SFDR**

La Unión Europea es pionera en la regulación de factores ESG, consolidándose como un líder mundial en el fomento de prácticas financieras sostenibles que otros países toman como referencia a la hora de desarrollar su normativa análoga. La SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*) es el resultado de esta iniciativa regulatoria, que abarca la divulgación empresarial de actividades empresariales relacionadas, no sólo

con el medioambiente, sino también con factores sociales y laborales, incluyendo el respeto de los derechos humanos, la lucha contra la corrupción y el soborno.

Si bien la SFDR tiene un alcance amplio, existe un énfasis en lo medioambiental, siendo su objetivo principal el establecer un terreno equitativo en el mercado financiero relacionado con prácticas sostenibles. Esto se logra mediante la imposición de requisitos exigiendo transparencia y divulgaciones estandarizadas sobre riesgos y consideraciones de impacto de sostenibilidad en los procesos de inversión. La finalidad de los cuales es tanto dirigir el capital hacia inversiones sostenibles como prevenir prácticas de *greenwashing*, asegurando que los inversores estén protegidos de afirmaciones engañosas o exageradas.

Para llevar estos objetivos a cabo se creó la SFDR Nivel I, el componente principal de la regulación, que entró en vigor en marzo de 2021, diseñado para mejorar la transparencia y estandarización de las divulgaciones ESG en productos y servicios financieros. En complemento al Nivel I, la SFDR-RTS Nivel II (SFDR *Regulatory Technical Standards* (RTS) o Normas Técnicas Regulatorias de SFDR), vigente desde enero de 2023, amplía y clarifica los requisitos de divulgación.

Este marco regulatorio establece reglas armonizadas para todos los participantes en el mercado financiero europeo, abarcando asesores, gestores de activos o fondos, instituciones de crédito, compañías de seguros y gestores de carteras, entre otros, así como para sus productos relacionados.

Conforme a esta regulación, dichas entidades financieras deben revelar cómo gestionan los riesgos de sostenibilidad al fabricar o distribuir productos financieros, ya sea de manera cuantitativa o cualitativa. Además, deben comunicar las características ambientales y sociales de sus productos, junto con su nivel de logro de objetivos ESG, incluyendo aquellos indicadores de sostenibilidad relevantes.

Adicionalmente, la SFDR requiere la divulgación de aspectos adicionales, principalmente los impactos adversos principales (*Principal Adverse Impacts* o PAIs- 18 de divulgación obligatoria y 46 voluntaria) y la exigencia del cumplimiento del principio de "no causar daño significativo " (*Do No Significant Harm Principle* o DNSH). En primer lugar, los PAIs se definen como cualquier repercusión de decisiones o asesoramientos en materia de inversión que tengan un efecto negativo en factores de sostenibilidad (Deloitte, 2024). Los PAIs deberán hacerse públicos a nivel de entidad en una publicación anual en su sitio web (Artículo 4 SFDR) y a nivel de producto en su

correspondiente documentación precontractual (Artículo 7 SFDR), por ejemplo, memorandos de información de fondos o folletos. En segundo lugar, el principio de DNSH exige que las empresas objeto de la inversión observen buenas prácticas de gobernanza y no perjudiquen significativamente ni el objetivo ambiental ni el social (Artículo 7 SFDR),

La SFDR también introdujo una clasificación específica de productos financieros, que, aun sin ser “etiquetas” como en las otras regulaciones (explicado *infra*<sup>9</sup>), es un sistema ampliamente aceptado en el mercado (Müller & Illarionova, 2023). Esta clasificación se divide en artículos: el Artículo 8 hace referencia a aquellos productos financieros que promueven características ambientales y sociales junto con los objetivos de incrementar resultados financieros tradicionales sin un objetivo de sostenibilidad explícito ("verde claro"); mientras que el Artículo 9 clasifica productos financieros con un objetivo de sostenibilidad explícito ("verde oscuro"). De forma accesoria, el Artículo 6 se utiliza para todos los demás productos financieros, es decir aquellos que no consideran riesgos ESG o que se declaran expresamente como “no sostenibles”, completando así un marco normativo integral y avanzado en el ámbito de la inversión sostenible. (Matesanz, 2023)

## 2. SDR

Tras su salida de la Unión Europea en febrero de 2020, el Reino Unido tomó la decisión de no adoptar la SFDR de la UE y desarrollar su propia normativa, a pesar de que *stakeholders* en el mercado financiero dentro y fuera del R. U. consideraban que sería beneficioso a la hora de simplificar y estandarizar la regulación ESG (Callaghan, 2023). Finalmente, en noviembre de 2023 la FCA publicó su versión final del *Policy Statement* (PS23/16), sobre los Requisitos de Divulgación de Sostenibilidad y las etiquetas de inversión en noviembre, conocido en el mercado como la SDR (*Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels*).

A pesar de buscar separarse de la regulación europea, la SDR comparte la mayoría de los objetivos de la SFDR. Esto incluye reducir las prácticas de *greenwashing*, aumentar la transparencia de los productos financieros sostenibles y ayudar a inversores a tomar decisiones informadas con respecto a cuestiones de sostenibilidad (Callejo Delgado & Verhey, 2023).

---

<sup>9</sup> *Infra* se refiere a conceptos o términos que serán explicados más adelante en el trabajo.

Sin embargo, la SDR se limita a factores medioambientales y no sociales o de responsabilidad corporativa (únicamente la E en ESG). Otras diferencias destacables entre ambas regulaciones incluyen que, como ya se expuso *supra*, la SDR no se extenderá a entidades fuera del Reino Unido, mientras que la SFDR afectará a toda empresa que comercialice o tenga accionistas en la UE. Además, con respecto a la divulgación de aspectos adicionales, en la SDR no se hace referencia como tal al principio de DNSH. Sin embargo, con respecto a los PAIs cabe destacar que, aunque no se preveía de su inclusión en la SDR, tras la última ronda de consultas la FCA ha agregado una regla análoga a la prevista por la SDFR, que exige que las empresas determinen y revelen si pueden surgir resultados ambientales y/o sociales negativos significativos al perseguir el objetivo de inversión sostenible en un fondo etiquetado.

El principal contraste entre ambas regulaciones es que, a diferencia de la SFDR, la SDR adopta un sistema de etiquetación de inversiones sostenibles (no necesariamente equivalentes a los Artículos 6, 8 y 9 SFDR) cuyo uso deberá ser revisado como mínimo cada 12 meses. Adicionalmente, para calificar a un fondo como sostenible, independientemente de su etiqueta, estos deberán poder demostrar un objetivo de inversión sostenible, e invertir como mínimo un 70% de sus activos de acuerdo a dicho objetivo de sostenibilidad.

Las etiquetas, cada una con sus propios requisitos, se deberán implementar a partir del 31 de julio de 2024 e incluyen: Impacto en la sostenibilidad (*Sustainability impact*): el fondo logra un impacto positivo y medible predefinido en relación con un resultado medioambiental y/o social; Mejoradores de la sostenibilidad (*Sustainability improvers*): el fondo invierte en activos que tienen potencial para ser más sostenibles con en un futuro; Enfoque en la sostenibilidad (*Sustainability focus*): se invierte en activos que son sostenibles desde el punto de vista medioambiental o social; Objetivos mixtos de sostenibilidad (*Sustainability mixed goals*): se invierte en activos que cumplen o tienen el potencial para cumplir con un estándar robusto y apoyado en evidencia en materia de sostenibilidad, y/o el fondo invierte con el objetivo de lograr un impacto positivo de sostenibilidad.

### 3. PROPUESTA SEC

Estados Unidos, como el resto del mundo, se encuentra rezagado en regulación de ESG en comparación con la Unión Europea. Sin embargo, en los últimos años se está



observando una creciente atracción del sector privado norteamericano hacia materias de sostenibilidad, con un gran número de corporaciones estableciendo y divulgando voluntariamente objetivos de ESG. Esto ha llevado a un cambio significativo en la aproximación del gobierno y diversas instituciones de EE. UU. hacia regulaciones más estrictas de las finanzas sostenibles.

Durante los últimos años todo tipo de *stakeholders* americanos, y el propio gobierno, han mostrado un fuerte interés a la hora de colaborar en iniciativas verdes. Destaca su reincorporación al Acuerdo de París en 2021<sup>10</sup>. Además, en el sector financiero es cada vez más común la integración de factores ESG en las evaluaciones de riesgos y estrategias de inversión.

Pero en lo que respecta a este apartado, lo más destacable es el ámbito regulatorio de EE. UU., en el que se están produciendo desarrollos significativos respecto a la divulgación de ESG. Por su alcance y composición, la *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices Rule* (Propuesta o Propuesta SEC) relativa a fondos registrados e información de los asesores de inversión, es la norma “equivalente” a la SFDR de la UE y la SDR del R. U., por lo que es la que se utilizará como la base regulatoria estadounidense en este trabajo. Sin embargo, existen otras normas propuestas durante el mismo periodo de tiempo que igualmente muestran el cambio de estrategia regulatoria en EE. UU. (Vid. apartado 4.5 Normativa Complementaria *infra*).

Cabe añadir que el ámbito de aplicación de la Propuesta SEC incluye a asesores de inversiones registrados y algunos no registrados con la SEC, compañías de desarrollo empresarial y compañías de inversión que operen dentro de EE. UU.- de nuevo más limitado que la SFDR. La Propuesta fue presentada por la SEC en mayo de 2022 y su versión final está prevista para abril de 2024 según el calendario actualizado de la SEC (Securities and Exchange Commission, 2023). Sin embargo, se recomienda que las empresas y fondos comiencen a tomar medidas para la regulación, ya que implicará un cambio sustancial del *status quo* y la voluntariedad de la transparencia empresarial con respecto a esta información.

---

<sup>10</sup> Tratado internacional jurídicamente vinculante firmado por 196 países (incluyendo aquellos en la UE y el R. U.), con el objetivo común de combatir el cambio climático (UNFCCC, s. f.).

Esta norma busca la estandarización de los informes de divulgación de ESG para la seguridad de los inversores, y reflejar un mayor compromiso con las materias de ESG en todas sus dimensiones, no exclusivamente en lo relacionado a la sostenibilidad.

La Propuesta SEC pretende categorizar, sin llegar a ser un régimen de etiquetado, determinados tipos de estrategias ESG y exigir a los fondos y asesores que faciliten información más específica con respecto a dichas estrategias. La Propuesta adopta un enfoque estratificado, en el que la cantidad de información requerida varía en función de la importancia de los factores ESG para la estrategia. Así, en primer lugar, si el fondo lleva a cabo estrategias que tienen en cuenta de forma simultánea factores ESG y no ESG, pero sin priorizar a los primeros con respecto a los demás (Integración de los factores ESG, *ESG Integration*), únicamente deberán revelar cómo se incorporan los factores ESG en sus fondos de inversión. En segundo lugar, si las estrategias ESG son principales o especialmente significativas para los fondos, (Enfoque en factores ESG, *ESG-Focused*), se deberá incluir una divulgación más detallada y una visión general estandarizada de la estrategia ESG del fondo. La tercera posibilidad es que las estrategias tengan un objetivo ESG concreto (Impacto, *Impact*), en cuyo caso publicaran el cómo se mide el progreso hacia dicho objetivo.

Excepcionalmente se puede exigir información adicional, como en casos de votos por *proxy* (por delegación) o existan compromisos específicos con los emisores como parte de la estrategia del fondo. Por último, únicamente en aquellos casos en los que se tengan en cuenta factores medioambientales específicos dentro del enfoque ESG, se divulgarán tanto su huella de carbono como la intensidad media ponderada de huella carbono<sup>11</sup> de su cartera (desarrollado en profundidad en la *Climate Disclosure Proposal*).

#### 4. COMPARACIÓN GENERAL

Tras la implementación del SFDR por la Unión Europea, el panorama regulatorio en torno a las finanzas sostenibles ha experimentado un notable desarrollo, especialmente en el Reino Unido (SDR) y Estados Unidos (Propuesta SEC o Propuesta). Sin embargo, aunque dichas regulaciones no planteen incongruencias fundamentales entre ellas, no se han diseñado de forma armonizada.

---

<sup>11</sup> La “Huella de carbono” es el término utilizado para definir la medida de la cantidad de gases de efecto invernadero producidos por actividades realizadas por un individuo, una comunidad o una organización. (Real Academia Española (RAE), s. f.)

Sin duda presentan características comunes, como por ejemplo que ninguna dicta la aplicación de una estrategia ESG específica, ya que cada régimen reconoce que existen diversos enfoques de inversión sostenible. Destacando repetidamente que la intención de toda regulación es intervenir sólo en la medida necesaria para abordar las "asimetrías de información" (SFDR), para garantizar que los consumidores sean "capaces de navegar eficazmente por el mercado de productos financieros sostenibles" (SDR) y para proporcionar a los inversores "información útil para la toma de decisiones" (Propuesta SEC o Propuesta).

Sin embargo, en la práctica, es factible que distintos fondos y entidades deban modificar sus estrategias para obtener una calificación específica dentro de cada regulación. Especialmente en la SDR donde existe un régimen de etiquetado oficial.

Sobre dicho régimen de etiquetado cabe destacar que, mientras que las etiquetas de la SDR, aun siendo exclusivas mutuamente, no se encuentran ordenadas de forma jerárquica, sino que fueron diseñadas para ofrecer un perfil diferente de activos y satisfacer las distintas preferencias de los consumidores, algo que también podría decirse de la Propuesta de la SEC. Mientras, en las categorías de la SFDR, existe una clara jerarquía entre los artículos 6 (no sostenibles), 8 (verde claro) y 9 (verde oscuro). Son estas diferencias a la hora de organizar los fondos y estrategias de inversión las que dificultan que se cree un estándar de calificación de ESG unificado.

<b>Tabla 4: Comparativa General</b>			
	<b>SFDR</b>	<b>SDR</b>	<b>SEC</b>
Entrada en vigor	2019	Publicación final 2023 En vigor - aplicación gradual	Propuesta publicada en mayo 2022 Fecha provisional de aprobación final: abril 2024
Alcance	Toda empresa que opere en la UE	Ciertos tipos de empresas que operan en el R. U.	Ciertos tipos de empresas que operan en EE.UU.
Transparencia a nivel de producto	Sí	Sí	Sí
Transparencia a nivel de entidad	Sí	Sí	Sí
Régimen de etiquetado oficial	No	Sí	No
Taxonomía Marco	Sí	En proceso	No
PAI o equivalente	Sí	Sí	No
DNSH	Sí	No	No
Jerarquía entre categorías	Sí	No	No

*Fuente: Elaboración propia, 2024*

<b>Tabla 5: Categorías Reguladas<sup>12</sup></b>		
<b>SFDR</b>	<b>SDR</b>	<b>SEC</b>
Article 6	Sustainability Focus	Integration Funds
Article 8	Sustainability Improvers	ESG-Focused Funds
Article 9	Sustainability Impact	Impact Funds
	Sustainability Mixed Goals	

Fuente: Elaboración propia, 2024

## 5. NORMATIVA COMPLEMENTARIA

La Unión Europea es, por supuesto, quien tiene un marco regulatorio más robusto, comenzando por el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles publicado por la Comisión Europea en 2018, aplicándose en 2020 a través del Pacto Verde Europeo. También es fundamental el Reglamento sobre Taxonomía de la UE que establece un sistema de clasificación unificado para identificar las actividades económicas ambientalmente sostenibles. El Reglamento de Taxonomía sirve como guía para las normas y regulaciones posteriores, incluyendo la SFDR, pero también la Directiva sobre información no financiera (NFRD) y la Directiva relativa a la información sobre la sostenibilidad de las empresas (CSRD) que, al estar enfocado específicamente en el clima, muestra similitudes con la SDR R. U.

En el Reino Unido, la regulación es más escasa que en la Unión Europea, pero cabe señalar que la SDR se fundamentó en el Informe final TCFD (Informe final de la *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*). Adicionalmente, el R. U. está trabajando en su propio proyecto de taxonomía (UK Taxonomy) con el objetivo de mejorar su estructura regulatoria y uniformar las definiciones relacionadas con ESG y sostenibilidad, especialmente para aquellos que se encuentren en el ámbito de aplicación de la SDR.

En los EE. UU. destacan, además de la Propuesta SEC, otras dos propuestas presentadas por la SEC entre marzo y mayo de 2022: la *Climate Disclosure Proposal* centrada en la información sobre el efecto de las empresas cotizadas en el clima; y la *Names Rule Proposal* que busca prohibir la utilización de nombres de fondos registrados que engañen al público.

<sup>12</sup> No existe una equivalencia real entre categorías; comparativa SFDR y SDR (Anexo 1)

<b>Tabla 6: Regulación Global ESG</b>		
<b>Territorio</b>	<b>Norma</b>	<b>Regulación</b>
<b>UE</b>	Plan de Acción de Finanzas Sostenibles	Finanzas sostenibles: Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia
	Reglamento sobre Taxonomía de la UE	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
	NFRD	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
	SFDR	Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros
	CSRD	Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) N.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas
<b>R. U.</b>	SDR	Policy Statement PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels
	Informe final TCFD	Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures
	UK Taxonomy	UK Green Taxonomy
<b>EE. UU.</b>	Propuesta SEC	Proposed rule: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices
	<i>Climate Disclosure Proposal</i>	Proposed rule: The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors
	<i>Names Rule Proposal</i>	Proposed rule: Investment Company Names

Fuente: Elaboración propia, 2024

## CAPÍTULO IV: ESTUDIO

La regulación presentada tendrá un efecto directo en la divulgación empresarial, sin embargo, al no ser aún vigentes— en el caso de la Propuesta de la SEC- o estar aún en su proceso de aplicación- como ocurre con la SDR-, la comparativa de su eficacia se dificulta.

Frente a esto, para realizar el estudio se utilizarán como referencia dos criterios, el *Disclosure Score* de Bloomberg de las empresas seleccionadas (Tabla 2) y su análisis de cumplimiento con respecto a la SFDR, la única legislación consolidada de las expuestas, y la más avanzada en el mercado global actual.

El *Disclosure Score* de Bloomberg (DSB en adelante), actualizado en marzo de 2022 y revisado en diciembre de 2023, proporciona información para diversos sectores, incluyendo el financiero seleccionado para esta investigación. El DSB asigna puntuaciones del 0 al 100 en función de los datos publicados por las empresas en el capítulo ESG de sus informes anuales o en su informe de responsabilidad corporativa independiente, además de los índices publicados por la SASB<sup>13</sup> y otros documentos relevantes sobre el gobierno corporativo de las empresas. Estos datos se obtienen de forma anual, pero se actualizan de forma continua y se publicarán para un determinado año fiscal cuando un mínimo de datos necesarios haya sido publicado, razón por la cual se compararán las calificaciones de 2022 y no del más reciente 2023.

En cuanto a la metodología para obtener los datos, la DSB utiliza campos de datos proporcionados por la *Global Reporting Initiative* (GRI) y el *Investor Stewardship Group* (ISG) -Anexo 2- , modificándose la relevancia de cada categoría en base al sector observado. Otra de las ventajas de la DSB es que además de una puntuación conjunta “global” de ESG presentan una individual para cada uno de los factores, algo necesario al estar esta investigación centrada principalmente en el factor medioambiental. Adicionalmente, para garantizar la compatibilidad de las puntuaciones, Bloomberg estandariza los datos recopilados para permitir la comparabilidad entre empresas, sectores, regiones, que se lleva a cabo en este trabajo.

En segundo lugar, el análisis del cumplimiento con la SFDR de Bloomberg observa un amplio abanico de criterios planteados por la normativa europea. En esta sección del

---

<sup>13</sup> *Sustainability Accounting Standards Board* publicadas conforme a los *International Sustainability Standards Board* (ISSB).

estudio nos centraremos en la divulgación de los PAIs obligatorios y voluntarios<sup>14</sup>, su obligación de no causar daño significativo (DNSH) en relación con el año anterior y el número de fondos ESG y aquellos que se consideran conformes al art. 8 o 9 SFDR. El estudio completo de Bloomberg, por supuesto, cubre más características como el porcentaje de fondos que tienen un objetivo social, de gobernanza o medioambiental específicamente, o su alineación con la taxonomía de la UE, entre otros (Anexo 3).

Por razones obvias esta comparativa no se puede realizar con respecto a la SDR o la Propuesta de la SEC, aunque tras su correspondiente periodo de implementación, es previsible que Bloomberg realice estudios análogos al ya expuesto con la SFDR.

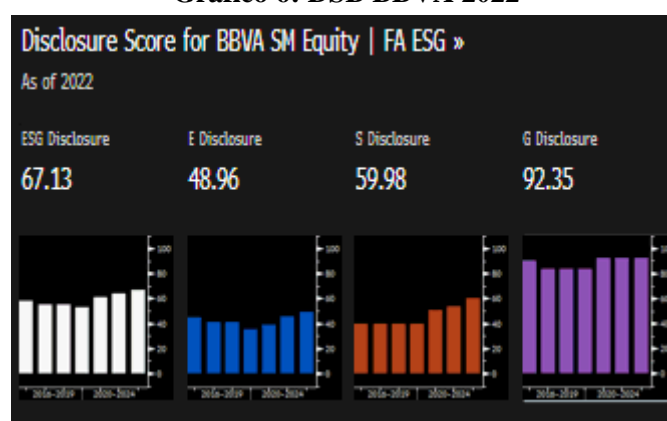
## 1. COMPARATIVA DSB

### 1.1. UE

#### 1.1.1. Recopilación de datos

A continuación, se expondrán los datos obtenidos a través de Bloomberg en forma gráficos de barras con respecto al *Disclosure Score* de las empresas seleccionadas para el año 2022 en el territorio europeo<sup>15</sup> siguiendo el orden ya expuesto (Tabla 2). Los gráficos extraídos permiten observar la calificación individual de cada factor (E, S, G) junto con su media ponderada para cada empresa (denominada “Global” en el análisis). Adicionalmente, se muestran las DSB para cada factor y su correspondiente media global de los últimos 7 años, desde 2016 al 2022, lo que permite el análisis de su evolución cronológica.

**Gráfico 6: DSB BBVA 2022**

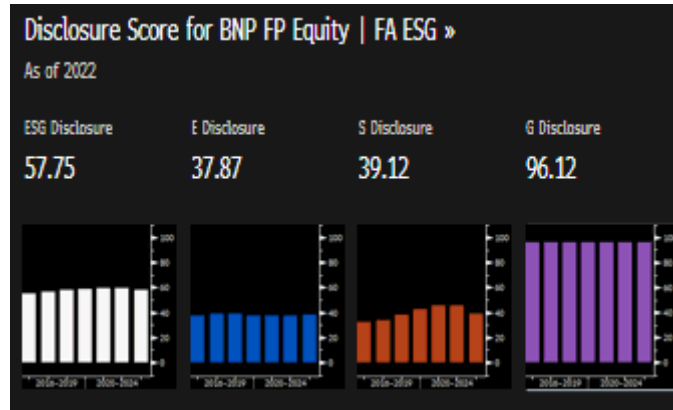


Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

<sup>14</sup> De los 46 PAIs voluntarios Bloomberg recopila información con respecto al 75% de los mismos (Bloomberg, 2024)

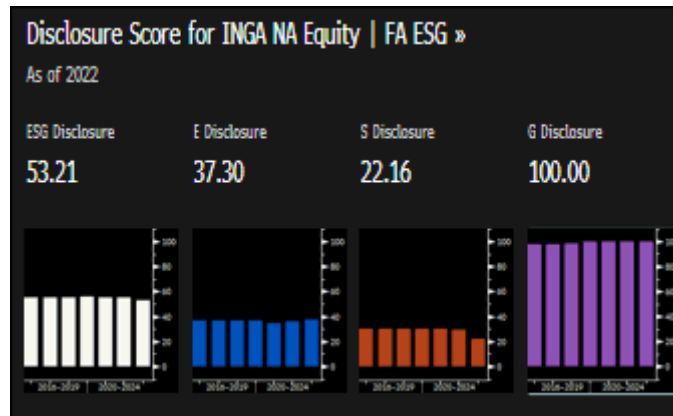
<sup>15</sup> En los siguientes apartados 1.2 R. U. y 1.3 EE. UU. se seguirá la misma metodología por lo que no se reformulará este párrafo introductorio.

**Gráfico 7: DSB BNP 2022**



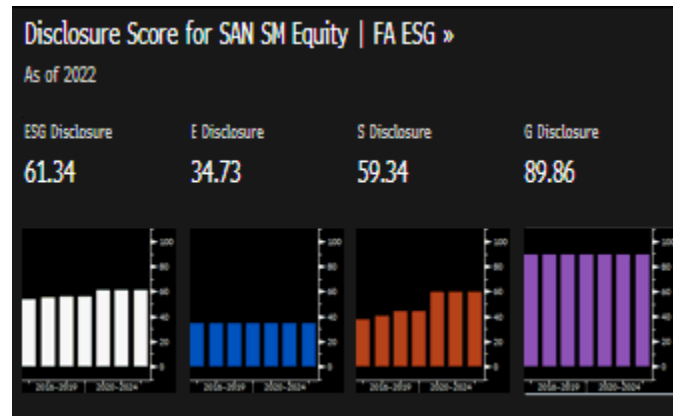
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

**Gráfico 8: DSB INGA 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

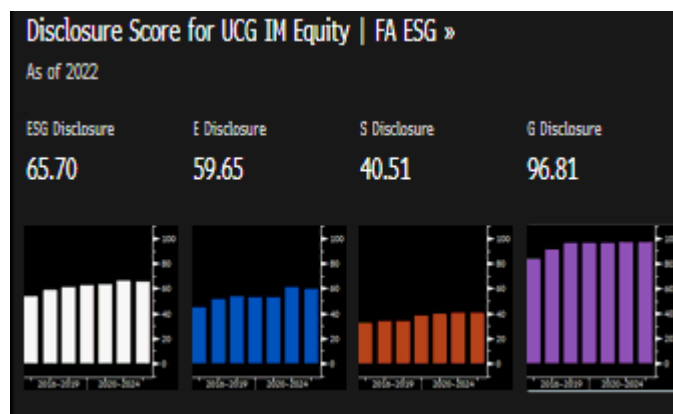
**Gráfico 9: DSB SAN 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)



**Gráfico 10: DSB UCG 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

### 1.1.2. Conclusiones mercado de la UE

La primera observación es una regla general de que la puntuación del *Governance* es significativamente superior que aquellas de *Enviromental* y *Social* en todas las empresas observadas, rondando una media de 95,03 (Tabla 7). Las medias para los otros factores se encuentran en un rango más próximo, 44,22 (Social) y 43,70 (Ambiental) (Tabla 7). Esto puede explicarse al recordar el grado de dificultad de la obtención de ciertos datos a publicar, datos que al aplicarse al criterio de *Governance* no son solo más simples, sino que además muchos de ellos ya se publicaban con anterioridad a la legislación de ESG, no solo en la UE sino también en los otros mercados analizados, como se observará en los correspondientes apartados. Por lo que la regulación uniformizó la información compartida con respecto a este factor, pero sin necesariamente forzar un incremento en la transparencia con respecto a dichos factores.

Con respecto a la transparencia medioambiental, se puede observar en los Gráficos 6-10, la mayoría de las empresas seleccionadas parecen aproximarse a la cifra de los 35 (BNP, INGA y SAN), mientras que se observa incrementos en BBVA (48,96) y especialmente en UCG (59,65). Esto presenta la pregunta de la variabilidad de los datos, presuponiendo que estas empresas, al encontrarse en el ámbito de aplicación de la normativa europea deberían ser más uniformes que aquellas sin una regulación tan estricta.

Así, centrándonos en la variabilidad de los datos, se observa que la desviación estándar<sup>16</sup> del factor ambiental (10,46) es superior a la de gobernanza (3,14) pero inferior y de nuevo en el mismo rango que la social (15,84). Estos datos, junto con su correspondiente promedio, nos permite calcular el coeficiente de variación de Pearson (CV), una medida estadística que proporciona información sobre la dispersión relativa de un conjunto de datos que no se ve influenciada por las magnitudes de los datos (Borrás Palá et al., 2021), lo que nos permitirá comparar el mercado europeo con el británico y estadounidense más adelante, en el apartado 1.4 Conclusiones sobre el DSB. (Tabla 10).

Recuérdese que las fórmulas para las medidas expuestas son:

$$DS = \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{x}}$$

Donde:

DS =  $\sigma$ : es la desviación estándar.

n: tamaño de la muestra, el número de datos/empresas seleccionadas

x: resultado de la empresa específica

i: número asignado a una empresa específica dentro de su muestra

$\bar{x}$ : media aritmética

CV: es el coeficiente de variación.

Por último, destaca que, en los últimos 6 años, y recordando que la SFDR se publicó en 2019 y entró en vigor en 2021, se observan cambios en la evolución cronológica de los *disclosure scores* de las empresas, más específicamente que en todas ellas se observa una mejora en su DSB como mínimo en uno de los tres factores a partir de 2019, con las puntuales disminuciones pudiendo ser explicadas por posibles reestructuraciones de la información que hacen pública buscando adaptarse a la nueva legislación. Para BBVA (Gráfico 6) entre 2019 y 2020 se observa un incremento marcado en los tres factores; en BNP (Gráfico 7) la mejora se centra en lo Social, registrándose una pequeña disminución en lo Ambiental; en INGA (Gráfico 8) la mejora ocurre principalmente en lo

---

<sup>16</sup> La desviación estándar (DS) se presenta como una medida necesaria para el cálculo del CV explicado infra. La DS se utiliza para calcular la variación o dispersión absoluta en la que los puntos de datos individuales difieren de la media. (Borrás Palá et al., 2021)

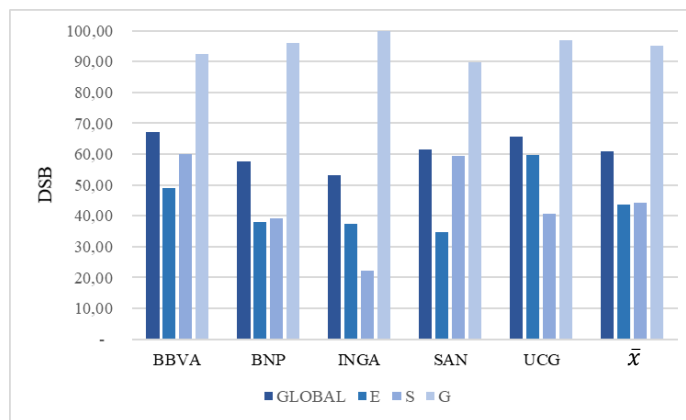
gubernamental, y en lo Ambiental simplemente recuperando la puntuación anterior a una bajada en 2020; en SAN (Gráfico 9) las puntuaciones se mantienen constantes con un fuerte incremento en lo Social en 2020; finalmente para UCG (Gráfico 10), en lo Social se observa una mejora constante desde 2019 y en lo Ambiental desde 2021.

**Tabla 7: DSB UE**

Empresa	GLOBAL	E	S	G
<b>BBVA</b>	67,13	48,96	59,98	92,35
<b>BNP</b>	57,75	37,87	39,12	96,12
<b>INGA</b>	53,21	37,30	22,16	100,00
<b>SAN</b>	61,34	34,73	59,34	89,86
<b>UCG</b>	65,70	59,65	40,51	96,81
$\bar{x}$	61,03	43,70	44,22	95,03
$\sigma$	5,72	10,46	15,84	3,97
<b>CV</b>	9,38%	23,93%	35,82%	4,18%

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 6-10)

**Gráfico 11: DSB UE**

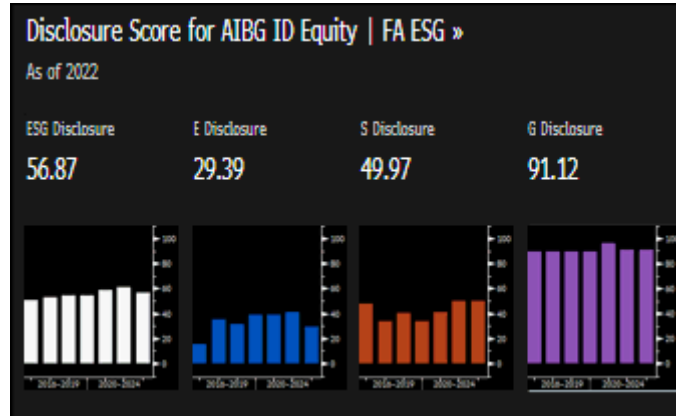


Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 6-10)

## 1.2. R. U.

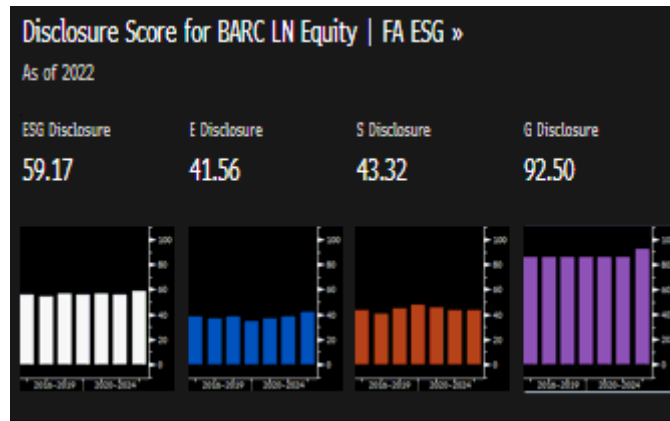
### 1.2.1. Recopilación de datos

**Gráfico 12: DSB AIBG 2022**



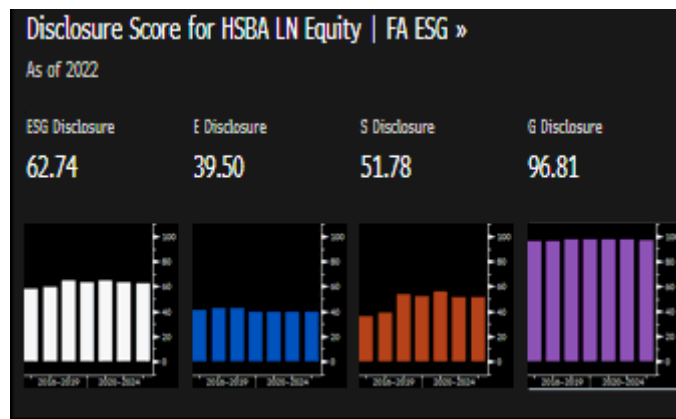
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

**Gráfico 13: DSB BARC 2022**



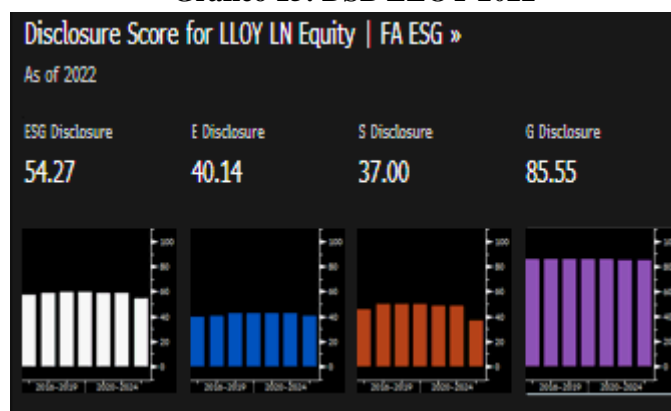
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 14: DSB HSBA 2022**



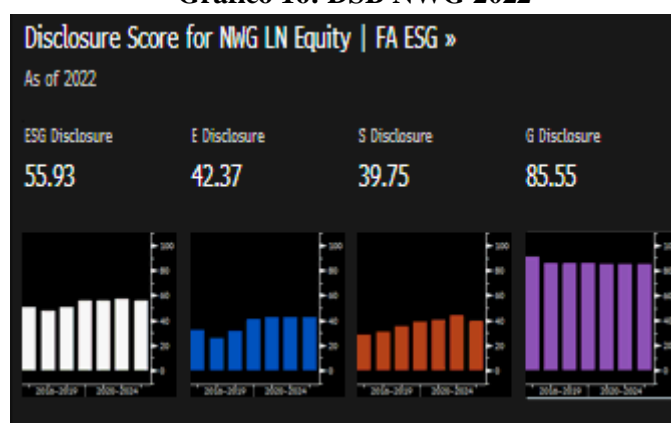
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 15: DSB LLOY 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 16: DSB NWG 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

### 1.2.2. Conclusiones mercado del R. U.

El análisis en el caso del mercado británico presenta las siguientes conclusiones en cuanto a su DSB. Para empezar, el score de *Governance* es de nuevo el criterio de ESG con calificación más alta, con una media de 90,31, mientras que la del factor social es de 44,36, medioambiental de 38,59, repitiéndose la tendencia de su proximidad con respecto al tercer factor. (Tabla 8)

En cuanto al factor medioambiental se puede matizar que las empresas observadas presentan una calificación de aproximadamente 40 en todas ellas, salvo AIBG que hasta 2021 mantuvo esta media pero en 2022 disminuyó hasta 29,39 (Gráficos 11-16)<sup>17</sup>. Adicionalmente, las calificaciones del factor social se encuentran dispersas en un rango

<sup>17</sup> Como ya se expuso en el análisis del mercado europeo, la variabilidad se comparará en el apartado de Conclusiones sobre DSB.

más amplio, entre 50 y 37 (Tabla 8), que demuestra la falta de regulación unificadora al hacer pública información empresarial sobre el tema.

Teniendo la evolución cronológica de los DSB de cada empresa se pueden extraer ciertas tendencias, que se deben observar recordando la introducción de la SFDR en 2019 y del anuncio de la FCA en crear una regulación equivalente para el R. U. centrándose únicamente en el factor medioambiental, cuyo borrador inicial se publicó en noviembre de 2021.

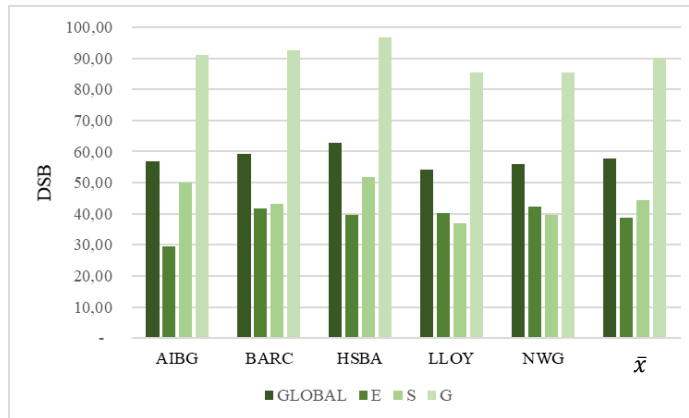
Así, y obviando la evolución del *Governance* que se mantiene relativamente estable en todas las empresas observadas durante el periodo estudiado, en AIBG (Gráfico 12) se observa un incremento a partir de 2018-2019, siendo cierto que en 2022 presenta una bajada en la calificación medioambiental; para BARC (Gráfico 13) tanto en lo social como en lo medioambiental se observan subidas y bajadas sin una tendencia clara, aunque siempre dentro de un rango limitado en torno a los 40 para ambos factores; HSBA (Gráfico 14) presenta unos resultados muy constantes para ambos factores, manteniéndose una pequeña subida en lo social desde 2018 y una ligera bajada desde 2019 en lo medioambiental; LLOY (Gráfico 15) muy constante con la única excepción de una disminución en 2022 en lo Social; por último NWG (Gráfico 16) presenta un incremento constante para ambos desde 2017, con un pico en 2019 en lo ambiental y una ligera bajada en lo social en 2022.

**Tabla 8: DSB R. U.**

<b>Empresa</b>	<b>GLOBAL</b>	<b>E</b>	<b>S</b>	<b>G</b>
AIBG	56,87	29,39	49,97	91,12
BARC	59,17	41,56	43,32	92,50
HSBA	62,74	39,50	51,78	96,81
LLOY	54,27	40,14	37,00	85,55
NWG	55,93	42,37	39,75	85,55
$\bar{x}$	57,80	38,59	44,36	90,31
$\sigma$	3,28	5,27	6,38	4,82
<b>CV</b>	5,68%	13,65%	14,39%	5,34%

*Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 11-16)*

**Gráfico 17: DSB R. U.**

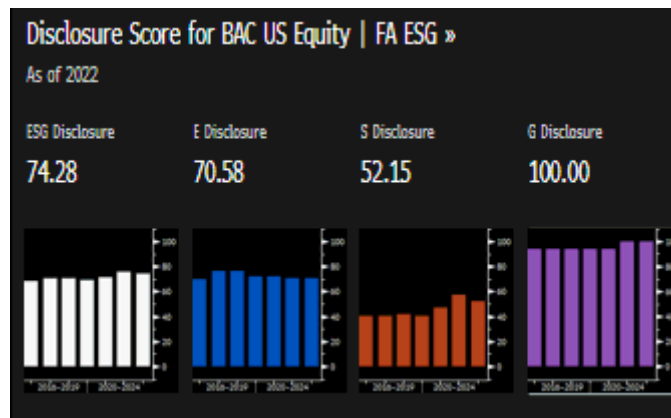


Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 11-16)

1.3. EE. UU.

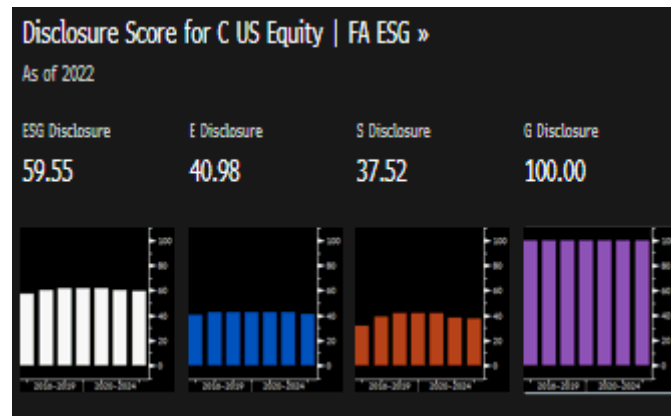
1.3.1. Recopilación de datos

**Gráfico 18: BAC LLOY 2022**



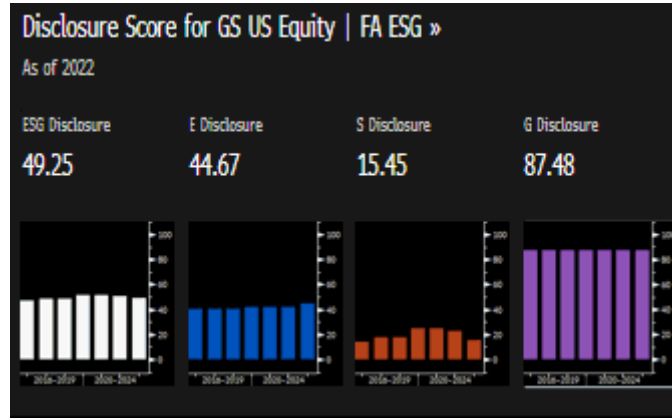
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 19: DSB C 2022**



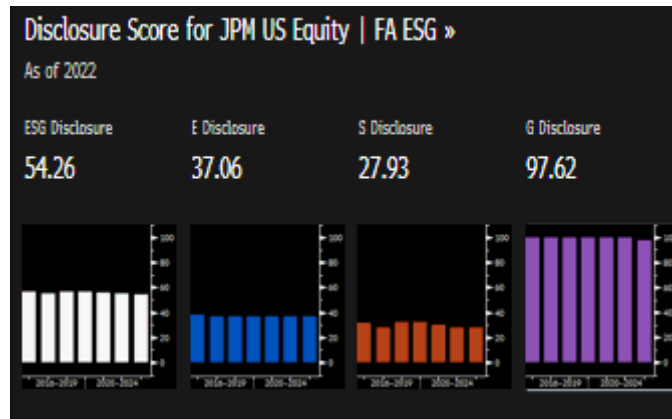
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 20: DSB GS 2022**



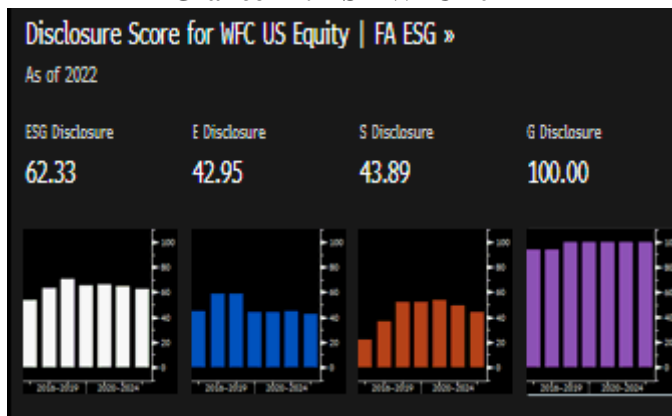
Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)

**Gráfico 21: DSB JPM 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 26 de febrero 2024)

**Gráfico 22: DSB WFC 2022**



Fuente: Bloomberg (Recuperado el 27 de febrero 2024)



### 1.3.2. Conclusiones mercado de EE. UU.

En el mercado estadounidense *Governance* no sólo tiene un papel destacado en comparación con el resto de factores, sino que incluso con el DSB de *Governance* de los otros mercados, con varias empresas obteniendo una puntuación de 100 durante varios años y obteniendo una media en 2022 de 97,02. Adicionalmente, la media del factor E parece separarse de la de S de forma más marcada que en el mercado europeo y británico, con un 47,25 y 35,39 respectivamente. (Tabla 9)

Centrando las observaciones en el factor ambiental, la variación de BAC con un 70,58 de media en 2022 y medias próximas a esa cifra en los años previos (Gráfico 18), presenta el mayor problema con respecto a la variación de los datos, que en el resto de empresas se encuentra estable en torno a 40 (Tabla 9). El factor social también presenta inconvenientes en cuanto a su volatilidad, con un rango de entre 15,54 y 52,15 (Tabla 9) y donde en todas las empresas observadas se presenta una bajada en su puntuación en los últimos años, la mayoría en 2020 con BAC en 2022 y JPM en 2019 (Gráficos 18-22). Variación que, de nuevo, se debe contextualizar en el marco de falta de regulación que guie la publicidad empresarial con respecto al mencionado factor.

Continuando con su evolución cronológica se debe concretar que la Propuesta de la SEC no se introdujo hasta mayo de 2022 y a febrero de 2024 no se dispone de un borrador completo, por lo que su efecto no es observable en los datos disponibles. Así, y de nuevo obviando el factor de *Governance*, de estabilidad ya expuesta, se observa lo siguiente sobre las empresas seleccionadas. BAC (Gráfico 18) tiene una puntuación sobre la media en *Governance*, pero también en *Enviromental* y *Social* de aproximadamente 20 puntos en ambos, parecen ser puntuaciones constantes con una ligera evolución en lo Social desde 2019; para C (Gráfico 19) ambos factores parecen estar sobre la media sin cambios destacables; GS (Gráfico 20) únicamente destaca en S por presentar los resultados más bajos, que salvo en 2019-2020 ni siquiera alcanzó un 20, en el factor ambiental cabe añadir que se observan mínimas subidas desde 2016; JPM (Gráfico 21) apenas presenta cambios en E, con mayores modificaciones en lo Social que a pesar de encontrarse siempre en torno a 35 muestra ligeras bajadas desde 2019; por último WFC (Gráfico 22) obtuvo sus resultados más altos en lo medioambiental en 2017-2018 pero inmediatamente después volvió a bajar a la misma puntuación de 2016, mientras que para lo *Social* también presenta una tendencia de incrementos de la DSB hasta 2020, a partir de cuándo

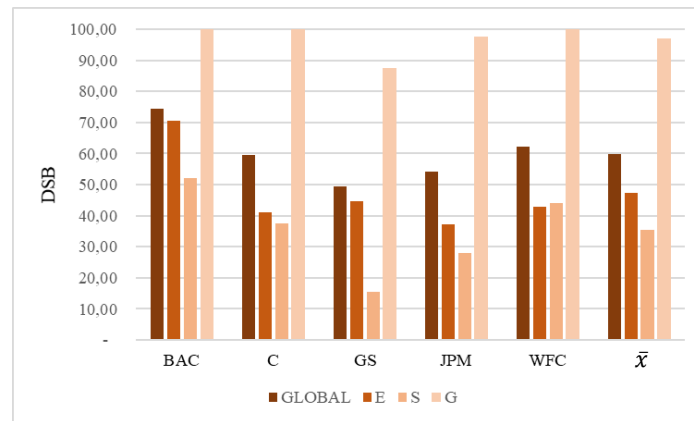
comienza a disminuir ligeramente, aunque manteniéndose por encima de su calificación inicial de 2016.

**Tabla 9: DSB EE. UU.**

Empresa	GLOBAL	E	S	G
BAC	74,28	70,58	52,15	100,00
C	59,55	40,98	37,52	100,00
GS	49,25	44,67	15,45	87,48
JPM	54,26	37,06	27,93	97,62
WFC	62,33	42,95	43,89	100,00
$\bar{x}$	59,93	47,25	35,39	97,02
$\sigma$	9,46	13,35	14,24	5,43
CV	15,79%	28,25%	40,24%	5,60%

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 18-22)

**Gráfico 23: DSB EE. UU.**



Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 18-22)

#### 1.4. Conclusiones sobre el DSB - Interpretación de resultados

De las observaciones extraídas se pueden presentar las siguientes conclusiones con respecto a la DSB de las empresas seleccionadas como representantes de sus territorios.

Para empezar, con respecto a la *Governance*, no sólo presenta los mejores resultados en los tres mercados (Tablas 7-9), sino que además presenta la variación mínima entre los factores, con la UE obteniendo los resultados más uniformes (4,18% de CV), y R. U. y EE. UU., con un 5,34% y 5,60% respectivamente. Sin embargo, aunque los resultados sean más uniformes, algo que concuerda con la regulación más estricta del mercado europeo, son los estadounidenses quienes presentan una media superior con 97,02, seguidos por la UE 95,03 y finalmente el R. U. con 90,31. Adicionalmente, como

se ha podido observar en los Gráficos, desde 2016 donde comienza la muestra seleccionada no se observan comportamientos anómalos dentro de este factor que se puedan justificar con la introducción de regulación como la SFDR.

En conclusión, al menos para el factor de *Governance*, la regulación presenta su utilidad principalmente en obtener mayor uniformidad de los datos presentados por las compañías, aunque no necesariamente facilite el obtener mejores resultados en su transparencia. Frente a esto cabe matizar que los resultados son excepcionalmente altos en los tres mercados, a pesar de su dispar estrategia de regulación.

En segundo lugar, destaca sobre el factor Social la gran variabilidad y su diferencia entre mercados- por supuesto se debe tener en consideración que, a pesar de ser empresas representativas del sector financiero, siguen existiendo obvias limitaciones como resultado del reducido tamaño de la muestra y las diferencias entre los tamaños de los mercados, que convergen con otros factores no discernibles- lo que explicaría por qué la variación de este factor para el R. U. es tan reducida (14,39%) en comparación con los otros territorios (UE 35,82% y EE. UU. 40,24%).

En cuanto a la disrupción causada por la introducción de la SFDR en 2019, incluso antes de su entrada en vigor en 2021, se observan incrementos generalizados y constantes en la puntuación de la mayoría de las empresas europeas, y en parte de las británicas, aunque el mercado estadounidense no parezca reaccionar de forma discernible. Esto es entendible no solo por la proximidad geográfica, sino porque el mercado británico, hasta 2020 con el *Brexit*, fue parte de la UE, por lo que las empresas, a pesar de ser conscientes de que la normativa en su entrada en vigor ya no les aplicaría de forma directa como legislación nacional transpuesta, se comportan conforme a un estándar europeo en el que se han desenvuelto durante décadas. Por lo que es lógico que modificaciones legislativas europeas afecten, aunque sea de forma parcial, a las empresas del mercado del R. U. Además de que la SFDR, como ya se ha expuesto *supra* se desenvuelve en un ámbito territorial superior al de la SDR o la Propuesta de la SEC en cuanto a sus criterios de aplicación.

Por último, es destaca que, para las empresas estadounidenses parece ser común una bajada en la calificación DSB Social en 2022, ejercicio en el que la SEC presentó su propuesta de regulación de transparencia de ESG, tendencia que se refleja también, aun de forma menos pronunciada, en el resto de mercados.

Finalmente, el más destacable factor medioambiental repite la tendencia de variación del factor social, con el R. U. presentándose como el mercado más uniforme (13,65%), aunque con menor distancia en comparación con la UE (23,93%) y EE. UU. (28,25%). Y sin embargo presentando medias extremadamente próximas (UE 43,70; RU 38,59; EE. UU. 47,25), que demuestran lo que se puede concebir como una media global de información mínima que se debe publicar para estar en igualdad de condiciones con el resto de empresas en el mismo nicho.

La introducción de la SFDR debe complementarse en este caso con la del SDR en noviembre de 2021 y de entrada en vigor prevista en 2024– que no se ha tomado en consideración para el resto de factores por ser únicamente una regulación ambiental, no de ESG- y el reciente anuncio de la Propuesta de la SEC en mayo de 2022.

Así, en el mercado europeo la calificación Ambiental parece incrementar entre 2019- fecha de publicación de la SFDR- y 2021 – su entrada en vigor- se observan ciertos incrementos generalizados, aunque menos bruscos que en el factor Social. La misma tendencia se observa para el mercado británico, donde en ese periodo se observan mejoras, aunque menores que en la Unión Europea y de nuevo menos que en su factor Social, sin ser aparente un cambio por la propuesta inicial del SDR de la FCA. Las empresas estadounidenses por su parte no se ven modificadas en el periodo de tiempo observado.

En conclusión, con respecto al DSB, la introducción de la regulación en el mercado con mayor efecto ha sido claramente la SFDR, no solo por su ámbito de aplicación, sino porque es la única que lleva vigente suficiente como para causar efectos visibles en el comportamiento empresarial. Principalmente se observa una mejora en la uniformidad de los datos publicados, siendo cierto que el mercado estadounidense presenta una mayor dispersión en sus datos por una falta de regulación más extensa como regla general, no únicamente ESG; lo que contextualiza por qué para lo Social y Ambiental es el R. U. el mercado con menor variación, al tener regulación similar a la UE, al haber sido estado miembro hasta 2020, y ser un mercado de menor tamaño. Y, sin embargo, en cuanto a la propia calificación de transparencia, la UE no obtiene una media superior en ninguno de los factores de forma independiente, pero sí de forma global (Tabla 10).

Entre los otros factores que han podido afectar a las DSB incluyen las limitaciones del tamaño de la muestra, la introducción de otros cuerpos legislativos, la crisis del Covid-2019- que sorprendentemente no parece haber afectado de forma negativa a ninguno de

los mercados con respecto a su transparencia ESG- y que al utilizar empresas de gran tamaño que coticen en sus respectivos mercados, todas ellas pueden invertir en *compliance* normativo, por lo que las mejoras halladas como resultado de la introducción de la SFDR podrían no encontrarse en empresas de tamaño más reducido que necesiten un mayor plazo para cumplir con los nuevos requisitos normativos.

Por último, destaca que la SFDR por su propia estructura afecta a más empresas y es más rígida que la SDR y previsiblemente que la Propuesta de la SEC, pero no se podrán comparar los resultados de la introducción de cada una de estas regulaciones hasta dentro de unos años cuando ambas hayan entrado en vigor y se puedan observar sus efectos a corto plazo como se ha hecho con la SFDR en los tres mercados seleccionados y no sólo el europeo.

**Tabla 10: Datos Estadísticos Relevantes DSB**

	UE				R. U.				EE. UU.			
	GLOBAL	E	S	G	GLOBAL	E	S	G	GLOBAL	E	S	G
$\bar{x}$	61,03	43,70	44,22	95,03	57,80	38,59	44,36	90,31	59,93	47,25	35,39	97,02
$\sigma$	5,72	10,46	15,84	3,97	3,28	5,27	6,38	4,82	9,46	13,35	14,24	5,43
CV	9,38%	23,93%	35,82%	4,18%	5,68%	13,65%	14,39%	5,34%	15,79%	28,25%	40,24%	5,60%

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Gráficos 6-23)

## 2. COMPARATIVA SFDR

El realizar la comparativa con respecto a métricas de Bloomberg que señalen el cumplimiento de los requisitos establecidos por la SFDR a pesar de ser objeto de estudios empresas de otros territorios se justifica recordar el ámbito de aplicación de la regulación europea (vid. Capítulo III: Marco Regulatorio). Al ser las empresas analizadas grandes compañías que cotizan en varios mercados, es razonable que a la hora de actuar en el mercado europeo deban cumplir con dichos requisitos. Así, en esta parte se comparará - utilizando datos del ejercicio de 2022 como en la Comparativa DSB- el número de PAIs que las compañías divulgan, sean obligatorios (Anexo 4) o voluntarios (Anexo 5), la mejora *Year on Year* (YoY) de estos PAIs en relación con el DNSH y la relación entre lo que Bloomberg considera fondos ESG con aquellos que la SFDR clasifica como de Art. 8 o Art. 9.

### 2.1 PAIs y DNSH

La SFDR exige, o sugiere según la materia específica, la publicación de los PAIs (*Principal Adverse Impacts*) de la actividad y asesoramiento de inversión con respecto a

cuestiones de sostenibilidad, a los derechos humanos y a métricas laborales y sociales- la SDR ha introducido exigencias similares (Tabla 4). Sin embargo, como se puede observar en la Tabla 11, los PAIs no se publican en su totalidad, ni tan siquiera los obligatorios.

La divulgación de los 14 PAIs obligatorios (Anexo 4) en el mercado europeo varía entre el 71% y el 86%, mientras que en el británico se encuentra fijada en un 79%, y el estadounidense por su parte presenta un mayor rango de entre el 71% y el 93%. Llama la atención que, aunque exista un límite máximo claro que debe ser obtenido por toda empresa que opere en el mercado europeo- el 100%-, parece que el límite mínimo se encuentra asentado en el 71%, es decir que se divulgan 10 de los 14 PAIs obligatorios, cifra que se repite entre las empresas seleccionadas sin restricciones territoriales.

Adicionalmente está claro que la moda de los PAIs obligatorios es el 79% que coincide no solo con la media europea, sino también con la británica, que posee mucha menor variación. Siendo ambas inferiores, por un limitado margen, a las empresas estadounidenses.

En cuanto a los PAIs voluntarios, los porcentajes son comprensiblemente menores, al no existir una exigencia regulatoria real, y sin embargo las empresas en su gran mayoría independientemente de su mercado de origen publican entorno al 50%. Con EE. UU. liderando de nuevo con un 56%, seguido de UE con un ligeramente inferior 53% y finalmente las empresas del R. U. alcanzando un 50%.

En esta sección se observa claramente el efecto que tiene una empresa con resultados superiores (BAC) o inferiores a su correspondiente media (AIBG). Sin embargo, la conclusión final es inalterable, y es que no existen diferencias significativas en la divulgación de PAIs, ya sean obligatorios o voluntarios, según el mercado. Al extralimitarse el alcance de la SFDR para alcanzar a empresas que, aun operando en otro territorio, tengan clientes o fondos en la UE, ha fomentado que se aplique a mercados sobre los que no es legislación nacional. Además, la estabilidad de los resultados del mercado de la SDR de nuevo sugiere que la introducción de la regulación, no necesariamente mejora la transparencia en términos de cantidad, pero sí de uniformidad, como ocurría en el DSB.

**Tabla 11: Porcentaje de PAIs publicados**

	Empresa	PAIs OBLIGATORIO	PAIs VOLUNTARIOS
EU	BBVA	86%	61%
	BNP	71%	52%
	INGA	79%	45%
	SAN	71%	48%
	UCG	86%	58%
	$\bar{x}$ EU	<b>79%</b>	<b>53%</b>
R. U.	AIBG	79%	42%
	BARC	79%	55%
	HSBA	79%	52%
	LLOY	79%	52%
	NWG	79%	52%
	$\bar{x}$ R. U.	<b>79%</b>	<b>50%</b>
EE. UU.	BAC	93%	67%
	C	86%	52%
	GS	79%	55%
	JPM	71%	52%
	WFC	79%	58%
	$\bar{x}$ EE. UU.	<b>81%</b>	<b>56%</b>

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Anexos 6-20)(Recuperado en febrero 2024)

Cabe completar la sección sobre los PAIs con su alineación con el principio de no hacer daño significativo (*Do No Significant Harm* o DNSH). El DNSH está previsto de forma expresa únicamente en la SFDR (Tabla 4), y sin embargo al relacionarse con los PAIs – por exigirse la publicación de información similar para ambos- su alcance territorial se expande, como se ha visto en la Tabla 11. Así, en Bloomberg el principio de DNSH se presenta como aquella mejora que los PAIs presentan en relación a sus resultados del año anterior- es decir cuántos PAIs cumplen de forma más estricta con su deber de DNSH.

En la Tabla 12 se puede observar que todas las empresas presentan mejoras, pero esta vez es el mercado estadounidense el que se presenta en último lugar (un 44%), con la UE en segundo lugar (49%) y el R. U. liderando con un 53%. Frente a esto se necesitaría un posterior análisis en el que se tengan en cuenta la materialidad de la mejora y su evolución cronológica cuando su vigencia sea superior.

**Tabla 12: Porcentaje de incremento YoY en resultados DNSH**

	Empresa	DNSH YoY	$\bar{x}$
EU	BBVA	64%	49%
	BNP	36%	
	INGA	43%	
	SAN	50%	
	UCG	50%	
R. U.	AIBG	36%	53%
	BARC	64%	
	HSBA	43%	
	LLOY	71%	
	NWG	50%	
EE. UU.	BAC	43%	44%
	C	57%	
	GS	29%	
	JPM	36%	
	WFC	57%	

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Anexos 6-20)(Recuperado en febrero 2024)

## 2.2 Calificación de Fondos

Bloomberg tiene su propia calificación de lo que considera fondos ESG, sin ser equivalente necesariamente a lo previsto por otras bases de datos o incluso regulaciones. En la Tabla 13 se presentan aquellos fondos que Bloomberg considera como ESG, junto con aquellos fondos que cumplen con los requisitos de fondos “verde claro” (Art. 8 SFDR) y “verde oscuro” (Art. 9 SFDR).

En cuanto al porcentaje de fondos ESG que se consideran Art. 8- es decir que promueven características ambientales y sociales aun sin un objetivo de sostenibilidad explícito- el mercado europeo presenta una mayoría con el 96,07%. Seguidos por el R. U. con un 94,64% y por último por EE. UU. con un 91,44%.

Al realizar la misma comparación para el Art. 9, es decir fondos que tienen un objetivo de sostenibilidad explícito- los porcentajes obtenidos son mucho menores, al igual que su variación entre mercados. Así, el R. U. y la UE lideran con un porcentaje de 3,88% y 3,62% respectivamente, seguidos de EE. UU. con un 2,80%.

Como se puede observar, la regla general para todas las empresas seleccionadas es que la gran mayoría de los fondos con objetivos ESG no busquen un objetivo concreto (verde oscuro), sino que su enfoque general se alinee con una inversión socialmente responsable (verde claro). Encontrándose únicamente entre un rango de 2,70% a 5,76% aquellos fondos que persigan un objetivo específico.



**Tabla 13: Calificación de fondos**

Empresa	F ESG	F Art. 8	%F Art. 8	F Art. 9	%F Art. 9
<b>BBVA</b>	1.429	1.381	96,64%	55	3,85%
<b>BNP</b>	2.052	1.968	95,91%	64	3,12%
<b>INGA</b>	1.861	1.732	93,07%	67	3,60%
<b>SAN</b>	1.456	1.414	97,12%	57	3,91%
<b>UCG</b>	1.497	1.461	97,60%	54	3,61%
<b>̄ EU</b>			<b>96,07%</b>		<b>3,62%</b>
AIBG	867	841	97,00%	26	3,00%
BARC	955	927	97,07%	55	5,76%
HSBA	1.463	1.397	95,49%	37	2,53%
LLOY	1.191	1.074	90,18%	45	3,78%
NWG	1.010	944	93,47%	44	4,36%
<b>̄ R. U.</b>			<b>94,64%</b>		<b>3,88%</b>
BAC	1.535	1.402	91,34%	42	2,74%
C	1.343	1.201	89,43%	41	3,05%
GS	1.157	1.037	89,63%	37	3,20%
JPM	1.781	1.635	91,80%	48	2,70%
WFC	901	856	95,01%	21	2,33%
<b>̄ EE. UU.</b>			<b>91,44%</b>		<b>2,80%</b>

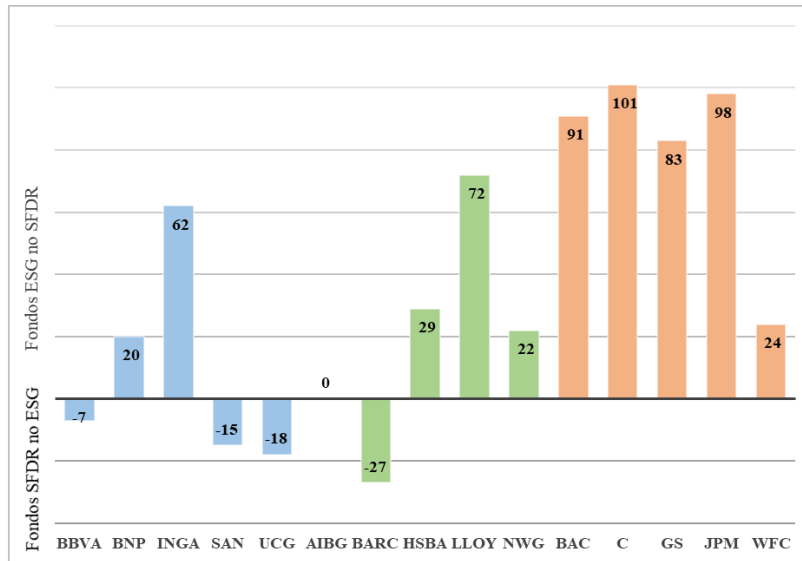
Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Anexos 21-35)(Recuperado en febrero 2024)

Sin embargo, lo que despunta dentro de este análisis es que no todos los fondos clasificados como ESG entran en las categorías de art. 8 y 9, y aún más destacable es que no todos los fondos con la calificación SFDR encajan en la calificación de fondos ESG según Bloomberg. Así en el Gráfico 24 se muestran aquellos fondos que son denominados ESG por Bloomberg sin ser verde claro (art. 8) u oscuro (art. 9) y viceversa.

Como era de esperar, las empresas dentro de la UE son las que menor incidencia tienen con respecto a este problema. La mayoría de los fondos de las compañías europeas pueden ser calificados dentro de ambas categorías -la de la SFDR y la de Bloomberg-; seguidas de las empresas británicas y por último las estadounidenses. Estas últimas no solo presentan las cifras más altas, sino que además presenta un sesgo hacia únicamente fondos que cumplen con la calificación de Bloomberg de ESG, pero no cumplen los requisitos europeos para poder clasificarse como conformes a los arts. 8 y 9 SFDR.

Esta falta de coordinación es relevante ya que, aunque las cifras absolutas de los fondos afectados parezcan no ser significativas, estos porcentajes de asimetría entre calificaciones (Tabla 14) son superiores a los fondos calificados como art. 9 (Tabla 13). Esto es un claro ejemplo de como la ausencia de una calificación uniforme puede perjudicar el estudio y la eficacia de todo tipo de medidas de control de transparencia, que puede incluso verse agravada si se introducen nuevas regulaciones con nuevas calificaciones- como la Propuesta SEC- o directamente un régimen de etiquetado- como la SDR.

**Gráfico 24: Fondos que presentan diferencias de compatibilidad entre calificación ESG de Bloomberg y SFDR**



Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Recuperado en febrero 2024) (Tabla 13)

**Tabla 14: % De fondos ESG que no cumplen con los requisitos de la calificación de la SFDR**

<b>BBVA</b>	-0,49%	<b>AIBG</b>	0,00%	<b>BAC</b>	5,93%
<b>BNP</b>	0,97%	<b>BARC</b>	-2,83%	<b>C</b>	7,52%
<b>INGA</b>	3,33%	<b>HSBA</b>	1,98%	<b>GS</b>	7,17%
<b>SAN</b>	-1,03%	<b>LLOY</b>	6,05%	<b>JPM</b>	5,50%
<b>UCG</b>	-1,20%	<b>NWG</b>	2,18%	<b>WFC</b>	2,66%

Fuente: Elaboración propia, 2024. Datos: Bloomberg (Recuperado en febrero 2024) (Tabla 13)

### 2.3 Conclusiones sobre la comparativa SFDR- Interpretación de resultados

En esta última sección de análisis sobre los resultados de Bloomberg con respecto a su información empresarial en relación a la SFDR se pueden extraer las siguientes conclusiones.

Para empezar con respecto a los PAIs obligatorios llama la atención que no existe una diferencia significativa entre la información hecha pública por empresas en mercados fuera del europeo – aproximándose todas a un 80%-, destacando incluso de forma mínima aquellas compañías estadounidenses. La misma tendencia parece apreciarse con respecto a los PAIs voluntarios, con la media general rondando el 53%, e incluso con respecto a la mejora anual de los PAIs en relación al principio de DNSH.

Esto presenta la pregunta de si es verdaderamente necesaria una regulación adicional a la europea. Observando el alcance de la SFDR, y que en el mercado actual sea un referente que compañías en otros territorios siguen, en casos incluso de manera más fiel que las europeas, introducir una regulación adicional que se separe del SFDR que las empresas ya conocen y obedecen podría llegar a ser contraproducente.

Lo que nos trae a la segunda parte de esta sección con respecto a los fondos. De nuevo no se aprecian cambios sustanciales con respecto a la distribución de fondos ESG entre la calificación de art. 8 y art. 9, y sin embargo se presenta un ejemplo de la falta de simetría entre las bases de datos y compañías de *ratings*, incluso con respecto a la regulación ESG más robusta y estable de los ordenamientos regulatorios y jurídicos existentes.

## **CAPÍTULO V: CONCLUSIONES**

### **1. CONCLUSIONES PRINCIPALES**

El Capítulo I del presente trabajo ilustra la creciente relevancia de la lucha por una sociedad mejor, especialmente en lo que concierne al cambio climático y al medioambiente. Esta lucha se está abordando a nivel global, con todo tipo de actores tratando de fomentar una mayor cooperación para lograr este objetivo común. La Unión Europea fue pionera en este sentido – siendo la normativa SFDR un pilar de este trabajo – y otros mercados de su entorno, como el del Reino Unido y Estados Unidos, están siguiendo su ejemplo. Así, los legisladores de dichos territorios buscan alcanzar su objetivo a través del desarrollo de un marco regulatorio para controlar la transparencia empresarial y unificar la divulgación de información y estrategias ESG. El propósito último de este estudio ha sido el cuestionar la necesidad de estas regulaciones adicionales, buscando a través del análisis empírico el poder responder a la siguiente pregunta: ¿existe una diferencia en la transparencia empresarial sobre materia ESG entre aquellos mercados en los que no exista una regulación nacional en comparación con el mercado europeo?

No es posible llevar a cabo el contraste de dicha hipótesis sin antes resaltar la importancia para este estudio de, no sólo el marco regulatorio europeo, sino también la reciente SDR en el Reino Unido y la Propuesta de la SEC en Estados Unidos. Siendo esencial el comprenderlas para llevar a cabo el análisis metodológico y contextualizar los datos obtenidos para dar una respuesta a la pregunta de investigación. Además de que sin este estudio de las nuevas normativas no hubiese sido posible observar el abrumador

alcance de la SFDR incluso en otros mercados y el cómo ha inspirado a otras regulaciones, hasta el punto de llegar a cuestionarse la necesidad real de las mismas.

Es preciso recordar que no todos los sectores están a favor de una regulación sobre materia ESG, o de la forma en la que se ha establecido. Es en base a esta duda que el estudio busca responder si la necesidad de una normativa ya ha sido cumplida, y si existe una verdadera utilidad en su posterior desarrollo, especialmente teniendo en cuenta las consecuencias que tendrían sobre la homogeneización de los resultados.

Al haber seleccionado a empresas representativas de sus respectivos territorios y centrar el estudio en el sector financiero, se limitan de manera significativa los principales efectos que podrían distorsionar los resultados. Sin embargo, se debe tener en cuenta que, al ser las muestras de un tamaño reducido, los resultados se podrían ver modificados por *outliers*, lo que no afecta de forma determinante a las tendencias analizadas en el Capítulo IV, pero aun así debe tenerse presente. Así, se han observado determinados identificadores de los efectos prácticos de la regulación sobre la transparencia empresarial. Comenzando por el *Disclosure Score* de Bloomberg (DSB), tanto su media, variación y evolución cronológica desde 2016, antes de la introducción de la SFDR, hasta 2022. Analizándose también el estudio que Bloomberg lleva a cabo en referencia a la SFDR, incluyendo el cumplimiento de las empresas con los PAIs obligatorios y voluntarios, su mejora YoY y la clasificación de los fondos de las compañías seleccionadas.

La comparativa del Capítulo IV muestra que para la gran mayoría de los identificadores la transparencia empresarial se encuentra dentro de determinados rangos independientemente del territorio observado, sin que sean necesariamente los mejores puntuados aquellos con una regulación más extensa, es decir los europeos. El haber estudiado el resto de la normativa existente nos permite concluir que esto se debe al gran alcance de la SFDR, que se percibe como el principal motor a la hora de fomentar la divulgación empresarial. Sea porque afecta directamente a las empresas seleccionadas por operar en el mercado europeo aun siendo de origen extranjero, o porque sitúa a aquellas compañías que no facilitan la misma información que las europeas en una posición de inferioridad en cuanto a la cantidad y calidad de la información disponible para los inversores.

Adicionalmente, y como se ha podido observar en el análisis de la calificación de los fondos, ya existe una problemática en relación con la falta de simetría al organizar la

información ESG. Instituciones públicas, cuerpos regulatorios y compañías privadas tratan de alcanzar una solución individual para fomentar la divulgación de información ESG. Sin embargo, la realidad es que esta pluralidad lleva a incongruencias, asimetrías de información y a una mayor dificultad al operar, no sólo para los inversores, sino para las propias empresas, que no son capaces de discernir cuales son los verdaderos requisitos exigidos por la normativa, o incluso por el mercado.

Este problema se ha tratado de solucionar con la introducción de una regulación más estricta, que parece haber obtenido resultados positivos en cuanto a los indicadores analizados en el estudio. Sin embargo, al buscar otros países el crear su propia normativa, inspirada en la SFDR, pero introduciendo grandes diferencias, se prevé que se volverá a la problemática posición inicial. Lo que no quiere decir que la única normativa eficaz sea la europea, ni que esta no necesite determinadas modificaciones. La verdadera utilidad de este trabajo radica en que es obvio que una mayor regulación dispar no es la solución, sino que se debe tratar de alcanzar un consenso entre países donde se delimiten las exigencias de transparencia empresarial sobre materia ESG.

En conclusión, el estudio realizado conduce a apreciar la uniformidad que se ha obtenido a través de una regulación estricta por ser esta la única disponible, y permite prever los problemas y riesgos que introducirán la entrada en vigor de normativas dispares confluyentes.

## 2. MEJORAS Y FUTURAS INVESTIGACIONES

A pesar de la utilidad que este estudio ha pretendido aportar desde un punto de vista tanto teórico para estudios académicos, como práctico para empresas y legisladores, se aprecian áreas de mejora en su metodología que merecen de atención. Para empezar, la dificultad para obtener los datos brutos a través de Bloomberg ha restringido la expansión de las muestras hacia diferentes mercados y ha limitado el análisis en ciertos aspectos. Por ejemplo, ha imposibilitado la comparación entre los porcentajes de los fondos clasificados por Bloomberg como ESG, o "verdes claro" (Art. 8 SFDR) o "verdes oscuro" (Art. 9 SFDR), con respecto al número total de fondos gestionados por las empresas estudiadas. Por otro lado, se perciben los efectos negativos de la falta de un *rating* unificado de la calificación ESG de las empresas, que además de haber permitido su comparación en ese aspecto, hubiese dotado de mayor robustez a la *Disclosure Score* de Bloomberg.

Para futuras investigaciones, se plantea la necesidad de ampliar las muestras, incluyendo a más empresas que analizar o a otros sectores sujetos a regulaciones análogas. Adicionalmente, un creciente número de artículos e investigaciones académicas comienzan a centrarse en la regulación ESG en Asia, África y América del Sur. Así, sería de gran utilidad para poder realizar una investigación más completa el replicar el estudio presentado en este trabajo en dichos mercados. Tanto para observar el alcance de la SFDR como para comparar la respuesta legislativa y empresarial al creciente interés por ESG en los territorios comentados y corroborar la necesidad de un esfuerzo global a la hora de alcanzar un consenso sobre la materia expuesta. Por último, cabrá un análisis más profundo dentro de los parámetros ya establecidos para este trabajo cuando en un futuro sea posible observar el efecto de la introducción plena de la SDR y Propuesta de la SEC, y el cómo modifican los efectos producidos por la SFDR.

## **DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA**

Por la presente, yo, Cristina Arroyo Estévez, estudiante del Grado en Administración y Dirección de Empresas y Grado en Derecho de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "*Transparencia empresarial sobre información ESG en distintos mercados geográficos: efectos de requisitos normativos*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
2. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18/03/2024

Firma: *Cristina Arroyo Estévez*

## BIBLIOGRAFÍA

### Doctrina y Estudios Académicos

- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 3910. <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/9/3910>
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial analysts journal*, 74(3), 87-103. [https://www.tandfonline.com/doi/full/10.2469/faj.v74.n3.2?casa\\_token=Rty-zrdsKxYAAAAA%3AsVTNFk0-NiowLJ5R3x2TbNJOUvNTvjeFu61AV6-IC8z3xoHIsQVXgdzaWEyc6blNNZoPdh\\_xSdgyug](https://www.tandfonline.com/doi/full/10.2469/faj.v74.n3.2?casa_token=Rty-zrdsKxYAAAAA%3AsVTNFk0-NiowLJ5R3x2TbNJOUvNTvjeFu61AV6-IC8z3xoHIsQVXgdzaWEyc6blNNZoPdh_xSdgyug)
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93-103.
- Borrás Palá, F., Martínez de Ibarreta Zorita, C., & Escobar Torres, L. S. (2021). *Estadística Empresarial en 101 ejemplos: Vol. Volumen I*. EV Services.
- Cai, Y., Pan, C. H., & Statman, M. (2016). Why do countries matter so much in corporate social performance? *Journal of Corporate Finance*, 41, 591-609. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916301262?via%3Dihub>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521922002472?casa\\_token=\\_0I9xBgWK3EAAAAA:cJziWNjZFC23Y2LCFz25hxW0SUlpD-xANteBzYkMYX1Gh-uACUVK9hplbIYgzq-XadMWi\\_gOhQ](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521922002472?casa_token=_0I9xBgWK3EAAAAA:cJziWNjZFC23Y2LCFz25hxW0SUlpD-xANteBzYkMYX1Gh-uACUVK9hplbIYgzq-XadMWi_gOhQ)
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23. [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/smj.2131?casa\\_token=aY\\_9CGwUaYIAAAAA%3AfSGMc14RV0zz3HSi-AApFtCoJH3ZrQGSPMxBdVHWnafyLp17Qp49IQDcOdmSobRUxDO-ivngKcpRiS9e0A](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/smj.2131?casa_token=aY_9CGwUaYIAAAAA%3AfSGMc14RV0zz3HSi-AApFtCoJH3ZrQGSPMxBdVHWnafyLp17Qp49IQDcOdmSobRUxDO-ivngKcpRiS9e0A)

- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Cordazzo, M., Bini, L., & Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3470-3483. [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/bse.2589?casa\\_token=lpRDqidbCwkAAAAA%3AJzfXkEiUkK1hLDPL0kmyEv\\_BLAivKhU8SU2XIJnD83tX\\_3FWHYEALUudaLvJVaq2DIPrNN4oxrzbMWtihw](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/bse.2589?casa_token=lpRDqidbCwkAAAAA%3AJzfXkEiUkK1hLDPL0kmyEv_BLAivKhU8SU2XIJnD83tX_3FWHYEALUudaLvJVaq2DIPrNN4oxrzbMWtihw)
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100. <http://www.jstor.org/stable/29780225>
- Diaye, M. A., Ho, S. H., & Oueghlissi, R. (2022). ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis. *Empirica*, 49(1), 99–122. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-021-09508-7>
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global finance journal*, 38, 45-64. [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316300680?casa\\_token=gZgk82XqRhUAAAAA:qPrYY408tfo1DFOK4uTvz62dZXQ3J-9x0B64RwkUPJmoVUQKJ39Ps2EH5vppiZY9ticA9dvnz90](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316300680?casa_token=gZgk82XqRhUAAAAA:qPrYY408tfo1DFOK4uTvz62dZXQ3J-9x0B64RwkUPJmoVUQKJ39Ps2EH5vppiZY9ticA9dvnz90)
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press. <https://www.cambridge.org/core/books/strategic-management/E3CC2E2CE01497062D7603B7A8B9337F>
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine-- the social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119921000092?casa\\_token](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119921000092?casa_token)



n=e6ift3x9QYkAAAAA:D70mQVO5GFGwbLjjIL-  
xMT6YWHT84G\_Fjgb5CbbDCYsEdH6z4SuXFhnpKieBwznAkcfQHakYfuQ

Halbritter, G., & Dorfleitner, G. (2015). The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26, 25-35.  
[https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1058330015000233?casa\\_token=8azIFNQHmLgAAAAA:N5E4-S8vZMfL599adGfA09Yun65CWbk9mNz5lOuF\\_EQPb2pqoUmVaduKlIDwXGEAocDLIEsxAYY](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1058330015000233?casa_token=8azIFNQHmLgAAAAA:N5E4-S8vZMfL599adGfA09Yun65CWbk9mNz5lOuF_EQPb2pqoUmVaduKlIDwXGEAocDLIEsxAYY)

Hassani, B. K., & Bahini, Y. (2022). Relationships between ESG disclosure and economic growth: A critical review. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 538. <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/11/538>

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. SSRN.: <https://ssrn.com/abstract=3122406> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1799589>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)

Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <http://www.jstor.org/stable/24907173>

Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. Y., & Zhong, R. (2021). The effects of mandatory ESG disclosure around the world. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, (754), 21-44. <https://ssrn.com/abstract=3832745>

Lam, S. S., Jacob, G. H., & Yee, T. S. (2012). Socially responsible investment styles: Equity risk, return and valuation. *PRI-CBERN Academic Conference*, Toronto, Ontario, Canada.

- Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/21/11663>
- Matos, P. (2020). ESG and responsible institutional investing around the world: A critical review. CFA Institute Research Foundation. <https://ssrn.com/abstract=3668998> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3668998>
- Real Academia Española (RAE). (s. f.). Huella de carbón | Diccionario de la Lengua Española. En Real Academia Española. Recuperado 10 de marzo de 2024, de <https://dle.rae.es/huella>
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412-1421. [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2134?casa\\_token=ivX4OdnBvokAAAAA%3AB9fc62PbymwHgxDXKiASQ\\_\\_GCKuGBmQbLWdkzttUjdHF6LaJDYfQm2lGurg\\_PTTufU2QTZl\\_AK1B5Q7CAg](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/csr.2134?casa_token=ivX4OdnBvokAAAAA%3AB9fc62PbymwHgxDXKiASQ__GCKuGBmQbLWdkzttUjdHF6LaJDYfQm2lGurg_PTTufU2QTZl_AK1B5Q7CAg)
- Redondo Alamillos, R., & de Mariz, F. (2022). How can European regulation on ESG impact business globally?. *Journal of risk and Financial Management*, 15(7), 291. <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/7/291#:~:text=The%20key%20findings%20of%20this,Union%20has%20already%20impacted%20policy>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Jordan, B. D. (2017). Return and Risk: The Capital Asset Pricing Model (CAPM). En *Corporate Finance Core Principles and Applications* (5.<sup>a</sup> ed.). McGraw-Hill Higher Education.
- Sanches Garcia, A., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135-147. [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652617304067?casa\\_token=83X9KGzeIFMAAAA:~:text=The%20key%20findings%20of%20this,Union%20has%20already%20impacted%20policy](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0959652617304067?casa_token=83X9KGzeIFMAAAA:~:text=The%20key%20findings%20of%20this,Union%20has%20already%20impacted%20policy)
- Serafeim, G. (2015). Integrated Reporting and Investor Clientele. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 34-51. <https://doi.org/10.1111/jacf.12116>

Stellner, C., Klein, C., & Zwergel, B. (2015). Corporate social Responsibility and Eurozone Corporate bonds: The moderating role of country sustainability. *Journal of Banking and Finance*, 59, 538-549. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.032>

Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 101149. [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838922000853?casa\\_token=rB9xghSe1HQAAAAA:o1G24rr\\_WmiS6Gw4OJzrfPotw5xNQ0K4rYS3kT64\\_UCZ0A5-u3uXbNqv7hpVSkc22ZGCXd7lbKQ](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838922000853?casa_token=rB9xghSe1HQAAAAA:o1G24rr_WmiS6Gw4OJzrfPotw5xNQ0K4rYS3kT64_UCZ0A5-u3uXbNqv7hpVSkc22ZGCXd7lbKQ)

### **Información Empresarial y Gubernamental**

Bloomberg. (2024). ESG Regulatory Solutions. Bloomberg Professional Services. Recuperado 1 de marzo de 2024, de <https://www.bloomberg.com/professional/solution/esg-regulatory-solutions/>

Callaghan, L. (2023). The UK's sustainability Disclosure Requirements vs the EU's SFDR. Novata. Recuperado 1 de febrero de 2024, de <https://www.novata.com/resources/blog/the-uk-sustainability-disclosure-requirements-vs-the-eu-sfdr/#:~:text=Summary%20of%20Differences%20Between%20the%20SDR%20and%20SFDR&text=The%20UK%20SDR%20applies%20to,the%20location%20of%20the%20entity>

Callejo Delgado, L., & Verhey, M. (2023). FCA's Published Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and Investment Labels Regime: A Pivotal step for Sustainable Investing - Ramboll Group. Ramboll. Recuperado 1 de febrero de 2024, de <https://www.ramboll.com/en-gb/insights/resource-management-and-circular-economy/fca-s-published-sustainability-disclosure-requirements-sdr-and-investment-labels-regime-a-pivotal-step-for-sustainable-investing>

Deloitte. (2024). Principal Adverse Impact (PAI) disclosures under the SFDR. Deloitte Netherlands. Recuperado 31 de enero de 2024, de <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/legal/articles/pai-disclosures-under-the-sfdr.html>

Governance & Accountability Institute, Inc. (2018). FLASH REPORT: 86% of S&P 500 Index® companies publish sustainability / responsibility reports in 2018. Recuperado 30 de enero de 2024, de <https://www.ga-institute.com/storage/press->

releases/article/flash-report-86-of-sp-500-indexR-companies-publish-sustainability-responsibility-reports-in-20.html

Matesanz, V. (2023). Reglamento SFDR en materia de sostenibilidad: lo que debes saber sobre los artículos 8 y 9. Finect. Recuperado 31 de enero de 2024, de <https://www.finet.com/usuario/vanesamatesanz/articulos/reglamento-sfdr-sostenibilidad>

Müller, V., & Illarionova, A. (2023). Sustainable Finance Disclosure Regulation: Getting ready for “Level II” application. EY Luxembourg. Recuperado 31 de enero de 2024, de [https://www.ey.com/en\\_lu/sustainability-financial-services/sustainable-finance-disclosure-regulation--getting-ready-for--le](https://www.ey.com/en_lu/sustainability-financial-services/sustainable-finance-disclosure-regulation--getting-ready-for--le)

Organización de las Naciones Unidas. (2021). Principios para la Inversión Responsable: una iniciativa de inversores en asociación con la iniciativa financiera del PNUMA y el pacto global de la ONU. PRI. Recuperado 30 de enero de 2024, de [https://www.google.com/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Fwww.unpri.org%2Fdownload%3Fac%3D10970&psig=AOvVaw3A3Cat5KFdSbKBIPQr\\_h1&ust=1706684268149000&source=images&cd=vfe&opi=89978449&ved=0CAgQrpoMahcKEwjAkOW9xISEAxUAAAAAHQAAAAAQBA](https://www.google.com/url?sa=i&url=https%3A%2F%2Fwww.unpri.org%2Fdownload%3Fac%3D10970&psig=AOvVaw3A3Cat5KFdSbKBIPQr_h1&ust=1706684268149000&source=images&cd=vfe&opi=89978449&ved=0CAgQrpoMahcKEwjAkOW9xISEAxUAAAAAHQAAAAAQBA)

RepRisk AG. (2023). On the rise: Navigating the wave of greenwashing and social washing. RepRisk. Recuperado 29 de enero de 2024, de <https://www.reprisk.com/news-research/reports/on-the-rise-navigating-the-wave-of-greenwashing-and-social-washing>

Robeco. (2023). Sustainable Investing - Article 6, 8 and 9 Funds | Robeco España. Robeco.com - The investment engineers. Recuperado 31 de enero de 2024, de <https://www.robeco.com/es-es/glosario/inversion-sostenible/article-6-8-and-9-funds>

Securities and Exchange Commission. (2023). View rule. U.S. General Services Administration. Recuperado 3 de febrero de 2024, de <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202310&RIN=3235-AM87>

UNFCCC. (s. f.). Key aspects of the Paris Agreement. United Nations Framework Convention on Climate Change. Recuperado 3 de febrero de 2024, de <https://unfccc.int/most-requested/key-aspects-of-the-paris-agreement>

United Nations. (2016). Climate change - United Nations Sustainable development. United Nations Sustainable Development. Recuperado 29 de enero de 2024, de <https://www.un.org/sustainabledevelopment/climate-change/#:~:text=Goal%2013%3A%20Take%20urgent%20action%20to%20combat%20climate%20change%20and%20its%20impacts&text=Every%20person%2C%20in%20every%20country,or%20from%20by%20climate%20change.>

### **Legislación y Regulación- vigente y en desarrollo**

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) N.o 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas

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

Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures

Plan de Acción de la Comisión para una economía más ecológica y más limpia

Policy Statement PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels

Proposed rule: Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About Environmental, Social, and Governance Investment Practices

Proposed rule: Investment Company Names

Proposed rule: The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors

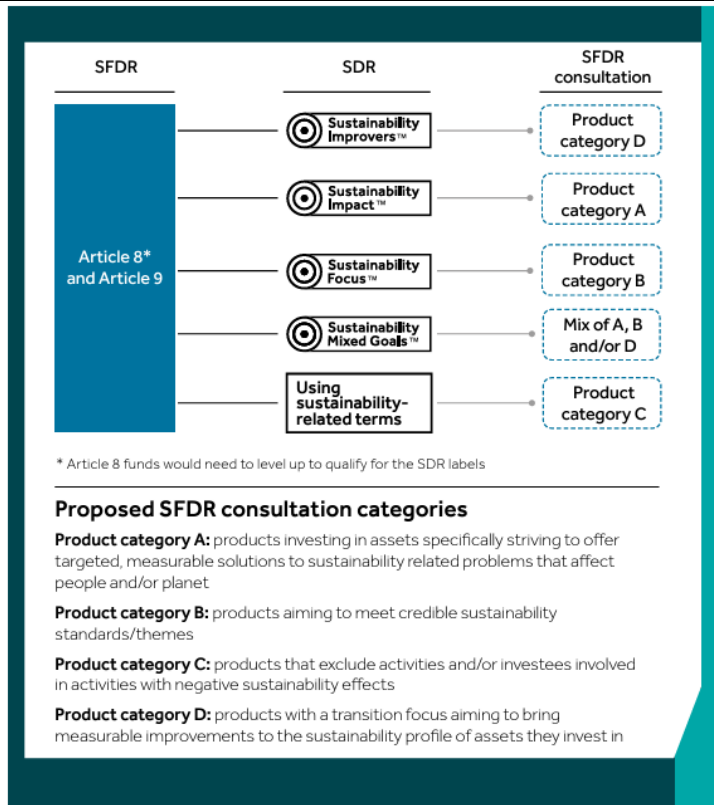
Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros

Reglamento sobre Taxonomía de la UE 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

Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels Consultation Paper CP22/20 October 2022

**ANEXOS**

**Anexo 1 Relación entre las calificaciones de SFDR y las etiquetas de la SDR según la FCA**



Fuente: FCA CP 22/20 Annex 1

Anexo 2: fuente Bloomberg febrero 2024

Anexo 2 A Categorías consideradas para el cálculo del DSB (Medioambiental)

Pillar (Weight)	Topic	Field ID	Field Description	Units	Disclosure Frequency
Environmental (33%)	Air Quality	<b>Air Quality Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>	
		ES007	Nitrogen Oxide Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES009	VOC Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES010	Carbon Monoxide Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES013	Particulate Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES014	Sulphur Dioxide / Sulphur Oxide Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual	
	Climate Change	<b>Climate Change Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>	
		ES036	Emissions Reduction Initiatives	Y/N	Annual
		ES071	Climate Change Policy	Y/N	Annual
		ES105	Climate Change Opportunities Discussed	Y/N	Annual
		ES106	Risks of Climate Change Discussed	Y/N	Annual
		ES001	Direct CO2 Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES002	Indirect CO2 Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES012	ODS Emissions	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES076	GHG Scope 1	Thousand Metric Tonnes CO2e	Annual
		ES077	GHG Scope 2	Thousand Metric Tonnes CO2e	Annual
		ES078	GHG Scope 3	Thousand Metric Tonnes CO2e	Annual
		ES255	Scope 2 Market Based GHG Emissions	Thousand Metric Tonnes CO2e	Annual
		ES262	Scope of Disclosure	Nominal (1-3)	Annual
		ES399	Carbon per Unit of Production	Metric Tonnes/Unit of Production	Annual
		Ecological & Biodiversity Impacts	<b>Ecological &amp; Biodiversity Impacts Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>
	ES088		Biodiversity Policy	Y/N	Annual
	ES032		Number of Environmental Fines	Count	Annual
	ES033		Environmental Fines (Amount)	Million Reporting Currency	Annual
	SA231		Number of Significant Environmental Fines	Count	Annual
	SA359		Amount of Significant Environmental Fines	Million Reporting Currency	Annual
	Energy	<b>Energy Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>	
		ES035	Energy Efficiency Policy	Y/N	Annual
		ES014	Total Energy Consumption	Thousand Megawatt Hours	Annual
		ES015	Renewable Energy Use	Thousand Megawatt Hours	Annual
		ES080	Electricity Used	Thousand Megawatt Hours	Annual
		ES107	Fuel Used - Coal/Lignite	Thousand Metric Tonnes	Annual
		ES108	Fuel Used - Natural Gas	Thousand Cubic Meters	Annual
		ES109	Fuel Used - Crude Oil/Diesel	Thousand Cubic Meters	Annual
		ES384	Self Generated Renewable Electricity	Thousand Megawatt Hours	Annual
		ES494	Energy Per Unit of Production	Megawatt Hours/Unit of Production	Annual
		Materials & Waste	<b>Materials &amp; Waste Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>
	ES039		Waste Reduction Policy	Y/N	Annual
	ES019		Hazardous Waste	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES020		Total Waste	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES021		Waste Recycled	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES025		Raw Materials Used	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES026		% Recycled Materials	Percentage	Annual
	ES104		Waste Sent to Landfills	Thousand Metric Tonnes	Annual
	ES498		Percentage Raw Material from Sustainable Source	Percentage	Annual
Supply Chain	<b>Supply Chain Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
	ES037	Environmental Supply Chain Management	Y/N	Annual	
Water	<b>Water Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
	ES247	Water Policy	Y/N	Annual	
	ES081	Total Water Discharged	Thousand Cubic Meters	Annual	
	ES082	Water per Unit of Production	Liters/Unit of Production	Annual	
	ES269	Total Water Withdrawal	Thousand Cubic Meters	Annual	
SA484	Water Consumption	Thousand Cubic Meters	Annual		

## Anexo 2 B Categorías consideradas para el cálculo del DSB (Social)

Social (33%)	Community & Customers	<b>Community &amp; Customers Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
		ES059	Human Rights Policy	Y/N	Annual	
		ES332	Policy Against Child Labor	Y/N	Annual	
		ES369	Quality Assurance and Recall Policy	Y/N	Annual	
		ES370	Consumer Data Protection Policy	Y/N	Annual	
		ES055	Community Spending	Million Reporting Currency	Annual	
		ES120	Number of Customer Complaints	Count	Annual	
		ES488	Total Corporate Foundation and Other Giving	Million Reporting Currency	Annual	
		Diversity	<b>Diversity Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>	
			ES058	Equal Opportunity Policy	Y/N	Annual
	ES479		Gender Pay Gap Breakout	Y/N	Annual	
	ES046		% Women in Management	Percentage	Annual	
	ES047		% Women in Workforce	Percentage	Annual	
	ES048		% Minorities in Management	Percentage	Annual	
	ES049		% Minorities in Workforce	Percentage	Annual	
	ES091		% Disabled in Workforce	Percentage	Annual	
	ES480		Percentage Gender Pay Gap for Senior Management	Percentage	Annual	
	ES481		Percentage Gender Pay Gap Mid & Other Management	Percentage	Annual	
	ES482		Percentage Gender Pay Gap Employees Ex Management	Percentage	Annual	
	ES483		% Gender Pay Gap Tot Empl Including Management	Percentage	Annual	
	ES484		% Women in Middle and or Other Management	Percentage	Annual	
	Ethics & Compliance		<b>Ethics &amp; Compliance Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>	
		ES069	Business Ethics Policy	Y/N	Annual	
		ES197	Anti-Bribery Ethics Policy	Y/N	Annual	
		ES067	Political Donations	Million Reporting Currency	Annual	
	Health & Safety	<b>Health &amp; Safety Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
		ES057	Health and Safety Policy	Y/N	Annual	
		ES052	Fatalities - Contractors	Count	Annual	
		ES053	Fatalities - Employees	Count	Annual	
		ES054	Fatalities - Total	Count	Annual	
		ES092	Lost Time Incident Rate	Lost Time Incidents/200,000 Hours W	Annual	
		ES121	Total Recordable Incident Rate	Recordable Incidents/200,000 Hours V	Annual	
		ES260	Lost Time Incident Rate - Contractors	Lost Time Incidents Contractors/200,0	Annual	
		ES261	Total Recordable Incident Rate - Contractors	Recordable Incidents Contractors/200,	Annual	
		SA201	Total Recordable Incident Rate - Workforce	Recordable Incidents/200,000 Hours V	Annual	
	SA202	Lost Time Incident Rate - Workforce	Lost Time Incidents/200,000 Hours W	Annual		
	Human Capital	<b>Human Capital Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
		ES068	Training Policy	Y/N	Annual	
		ES070	Fair Remuneration Policy	Y/N	Annual	
		ES043	Number of Employees - CSR	Count	Annual	
		ES044	Employee Turnover %	Percentage	Annual	
		ES045	% Employees Unionized	Percentage	Annual	
		ES094	Employee Training Cost	Million Reporting Currency	Annual	
		ES199	Total Hours Spent by Firm - Employee Training	Hours	Annual	
		ES258	Number of Contractors	Count	Annual	
Supply Chain		<b>Supply Chain Disclosure Score</b>		<b>Percentage</b>		
	ES118	Social Supply Chain Management	Y/N	Annual		
	ES116	Number of Suppliers Audited	Count	Annual		
	ES117	Number of Supplier Audits Conducted	Count	Annual		
	ES119	Number Supplier Facilities Audited	Count	Annual		
	ES250	Percentage of Suppliers in Non-Compliance	Percentage	Annual		
	ES499	Percentage Suppliers Audited	Percentage	Annual		

## Anexo 2 C Categorías consideradas para el cálculo del DSB (Governanza)

Governance (33%)		Audit Risk & Oversight		Audit Risk & Oversight Disclosure Score		Percentage	
	ES101	Audit Committee Meetings	Count		Annual		
	ES182	Years Auditor Employed	Years		Annual		
	ES299	Size of Audit Committee	Count		Annual		
	ES300	Number of Independent Directors on Audit Comm	Count		Annual		
	ES304	Audit Committee Meeting Attendance Percentage	Percentage		Annual		
Board Composition		Board Composition Disclosure Score		Percentage			
	SA198	Company Conducts Board Evaluations	Y/N		Annual		
	ES061	Size of the Board	Count		Annual		
	ES065	Number of Board Meetings for the Year	Count		Annual		
	ES066	Board Meeting Attendance %	Percentage		Annual		
	ES194	Number of Executives / Company Managers	Count		Annual		
	ES284	Number of Non Executive Directors on Board	Count		Annual		
Compensation		Compensation Disclosure Score		Percentage			
	SA193	Company Has Executive Share Ownership Guidelin	Y/N		Annual		
	SA213	Director Share Ownership Guidelines	Y/N		Annual		
	ES305	Size of Compensation Committee	Count		Annual		
	ES306	Num of Independent Directors on Compensation	Count		Annual		
	ES310	Number of Compensation Committee Meetings	Count		Annual		
	ES311	Compensation Committee Meeting Attendance %	Percentage		Annual		
Diversity		Diversity Disclosure Score		Percentage			
	ES098	Board Age Limit	Years		Annual		
	ES290	Number of Female Executives	Count		Annual		
	ES292	Number of Women on Board	Count		Annual		
	ES294	Age of the Youngest Director	Years		Annual		
	ES295	Age of the Oldest Director	Years		Annual		
Independence		Independence Disclosure Score		Percentage			
	ES062	Number of Independent Directors	Count		Annual		
Nominations & Governance Oversight		Nominations & Governance Oversight Disclosure		Percentage			
	ES312	Size of Nomination Committee	Count		Annual		
	ES313	Num of Independent Directors on Nomination Crr	Count		Annual		
	ES317	Number of Nomination Committee Meetings	Count		Annual		
	ES318	Nomination Committee Meeting Attendance Perc	Percentage		Annual		
Sustainability Governance		Sustainability Governance Disclosure Score		Percentage			
	ES073	Verification Type	Y/N		Annual		
	ES093	Employee CSR Training	Y/N		Annual		
Tenure		Tenure Disclosure Score		Percentage			
	ES064	Board Duration (Years)	Years		Annual		

**Anexo 3: fuente Bloomberg febrero 2024**

**Anexo 3 A Ejemplo de métricas ESG observadas por Bloomberg para empresas financieras y sus correspondientes fondos de inversión- en general.**

Panorama	Puntuaciones ESG	Clima	Taxonomía de la UE	SFDR
<b>Puntuaciones de materialidad financiera   ESG SCORE ▶</b>		<b>ESG SCORE ▶</b>		<b>Puntuaciones de terceros   RV ESG ▶</b>
	Puntuación	Tendencia	Vs. pares	■ <b>Ráting de MSCI</b> AA
ESG Score	4.25	+0.00	Encima de media	■ <b>Sustainalytics</b>
Ambiental	5.68	+0.00	Líder	■ <b>Punt de riesgo</b> 24.61
Social	2.41	+0.00	Debajo de media	■ <b>Categoría de riesgo</b> Medium
Gobierno	6.51	+0.00	Debajo de media	■ <b>Nivel controversia</b> 3.00
				■ <b>Ráning ESG global S&amp;P.</b> 95.00
<b>SFDR de la UE   ESG SFDR ▶</b>		<b>Objetivos GEI   ESG NETZ ▶</b>		<b>% ing potencial SDG   ESGD SDG ▶</b>
M4 Exposición a combustibles fósiles	100	Objetivos cero neto	Y	■ <b>% impacto SDG pos prom</b> 8.82
M10 infracciones de UNGC	N	Objetivos basados en...	Y	■ <b>% impacto SDG neg prom</b> -23.96
M13 % mujeres en Consejo	50.00			■ <b>% impacto SDG neto pro...</b> -15.14
<b>Taxo UE   ESG EUTAXD ▶</b>		<b>Emisiones de GEI   ESG GHG ▶</b>		<b>Deuda sostenible   SRCH ▶</b>
% ing elegible estimado	0.00	Tipo de datos GEI	Reported	■ <b>Deuda verde</b> 7,927
% ing alineado estimado	--	GEI total	166.01	■ <b>Deuda social</b> 205
% CAPEX alineado	--	GEI total/ventas	3.47	■ <b>Sostenibilidad</b> --
% OPEX alineado	--	GEI total/EVIC	0.28	■ <b>Vinc a sostenibilidad</b> 920
<b>Divulgaciones   FA ESG ▶</b>		<b>Aumento de temp   ESG TR ▶</b>		■ <b>Transición</b> --
Puntuación de divulgación de ESG	57.75	Alcance 1+2 plazo medio	3.20C	■ <b>Total</b> 9,051
<b>Desglose de ingresos   CCB ▶</b>		<b>Est climática de país/región   GOWS ▶</b>		<b>Exposición de fondos ESG   FSRC ▶</b>
Banks	65.83%	País de riesgo	Francia	■ <b>Fondos ESG</b> 2052
Institutional Broker...	36.11%	Cero neto de país -...	Legislated	■ <b>Exposición de fondos SFDR UE   FSRC ▶</b>
Consumer Finance	1.84%	Cero neto de país -...	2050	■ <b>Fondos de artículo 9</b> 64
		Punt climática país	6.51	■ <b>Fondos de artículo 8</b> 1968



**Anexo 3 B Ejemplo de métricas ESG observadas por Bloomberg para empresas financieras y sus correspondientes fondos de inversión- con respecto a la SFDR.**

Divulgación de PAI		No causar daño significativo		Evaluación de buena gobernanza	
Obligatorio	12/14	Mejora YoY	9/14	✓ Ejecutivos	✗ Remuneración
Opcional	20/33	Mejor que sus pares	12/14	✓ Relaciones empl.	✓ Cump tributario

Ele.	PAI SFDR subyacentes	Valor	Unidad	YoY	Ranking de pa...
M1	Emisiones de GEI totales/EVIC	0.39	MT CO <sub>2</sub> -eq/EVIC (M€)	-10.29%	Líder
M2	Huella de carbono/EVIC	0.39	MT CO <sub>2</sub> -eq/EVIC (M€)	-10.29%	Líder
M3	Intensidad de GEI	2.25	MT CO <sub>2</sub> -eq/Sales (M€)	-31.31%	Líder
M4	Exposición a sectores de combustibles fósiles	0.0	%		Líder
M5	Consumo y producción de energía no renovable	16.1	%	+43.85%	Líder
M6	Intensidad de energía por ventas	17.17	MWh/ventas (M€)	-23.75%	Sobre la media
M7	Número de sitios - áreas ecológicamente vulnerables	--	Número de sitios		--
M8	Emisiones al agua	--	1k TM		--
M9	Desechos peligrosos	0.44	1k TM	+26	Rezagado
M10	Infraacciones del UNGC (últimas)	N/S/N		N -> N	Líder
M11	Puntuación de políticas de cumplimiento del UNGC	90.0	%	+0.0%	Líder
M12	Diferencia salarial de géneros	0.7	%	+14.67%	Líder
M13	Diversidad de géneros en la junta	40.0	% de miembros mujeres	+20.0%	Líder
M14	Exposición a armas polémicas (última)	N/S/N		N -> N	Líder

**Anexo 4 Listado de PAIs Obligatorios por la SFDR**

M1	Total GHG Emissions/EVIC
	Scope 1 GHG/EVIC
	Scope 2 GHG/EVIC
	Scope 3 GHG/EVIC
M2	Carbon Footprint/EVIC
M3	GHG Intensity
M4	Exposure to Fossil Fuel Sectors
M5	Non-Renewable Energy Consumption & Production
	Renewable Energy Use
	Renewable Energy Production
	Total Energy Use
	Total Energy Production
M6	Energy Intensity per Sales
M7	Number of Sites Env. Sensitive Areas
M8	Emissions to Water
M9	Hazardous Waste
M10	UNGC Violations (Latest)

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

M11	<ul style="list-style-type: none"> <li>• UNGC Compliance Policies Score <ul style="list-style-type: none"> <li>Principle 1: Support and Respect Human Rights</li> <li>Principle 2: Not Complicit in Human Rights Abuses</li> <li>Principle 3: Right to Collective Bargaining</li> <li>Principle 4: Elimination of Forced Labor</li> <li>Principle 5: Abolition of Child Labor Policy</li> <li>Principle 6: Elimination of Discrimination in Empl</li> <li>Principle 7: Precautionary Approach to Environme</li> <li>Principle 8: Promote Environmental Responsibility</li> <li>Principle 9: Environmentally Friendly Technology</li> <li>Principle 10: Anti-Corruption</li> </ul> </li> </ul>
M12	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gender Pay Gap <ul style="list-style-type: none"> <li>Mean Gender Pay Gap</li> <li>Partial Mean Gender Pay Gap</li> </ul> </li> </ul>
M13	Board Gender Diversity
M14	Exposure to Controversial Weapons (Latest)

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 5 Listado de PAIs Voluntarios por la SFDR- procesados por Bloomberg

OE1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisiones de contaminantes inorgánicos <ul style="list-style-type: none"> <li>Emisiones de cadmio</li> <li>Emisiones de mercurio (Hg)</li> <li>Emisiones de plomo</li> <li>Emisiones de manganeso</li> <li>Furanos y dioxinas</li> </ul> </li> </ul>
OE2	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisiones de contaminantes atmosféricos <ul style="list-style-type: none"> <li>Emisiones de óxido de nitrógeno</li> <li>Emisiones de dióxido de azufre/óxido de azufre</li> <li>Emisiones de cadmio</li> <li>Emisiones de mercurio (Hg)</li> <li>Emisiones de plomo</li> <li>Emisiones de VOC</li> <li>Emisiones de partículas</li> <li>Emisiones de PM10</li> <li>Emisiones de PAH</li> <li>Emisiones de monóxido de carbono</li> <li>Emisiones de contaminantes del aire peligrosos</li> </ul> </li> </ul>
OE3	Emisiones de sustancias que agotan la capa de ozono

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

OE4	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iniciativas de reducción de emisiones <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo de cero emisiones netas</li> </ul> </li> </ul>
OE5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consumo de energía por tipo de fuentes de energía <ul style="list-style-type: none"> <li>Combustible usado - carbón/lignito</li> <li>Combustible usado - gas natural</li> <li>Combustible usado - crudo/diésel</li> </ul> </li> </ul>
OE6	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uso y reciclaje de agua <ul style="list-style-type: none"> <li>Intensidad de agua por ventas</li> <li>• Agua reciclada <ul style="list-style-type: none"> <li>Porcentaje de agua reciclada</li> <li>Porcentaje de agua reciclada (derivada)</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>
OE7	Política del agua
OE8	Porcentaje de exposición de estrés de agua
OE9	Ingreso porcentual de operaciones químicas
OE10	Terrenos perturbados
OE11	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prácticas sostenibles de tierra/agricultura <ul style="list-style-type: none"> <li>Porcentaje de sitios agrícolas certificados derivad</li> <li>Bosques certificados por terceros</li> </ul> </li> </ul>
OE12	Prácticas de sostenibilidad en océanos/mares

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

OE13	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ratio de desechos no reciclados</li> <li>Desechos reciclados</li> <li>Desechos totales</li> <li>Porcentaje de desechos reciclados</li> </ul>
OE14	<ul style="list-style-type: none"> <li>Especies naturales y áreas protegidas</li> <li>Número de sitios zonas con vulnerabilidad ambiental</li> <li>Política de biodiversidad</li> </ul>
OE15	Deforestación
OE16	Participación de valores no certificados como verde
OS1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Políticas de prevención de accidentes en el lugar de trabajo</li> <li>Política de sanidad y seguridad</li> <li>Política de respuesta de emergencia y preparación</li> </ul>
OS2	Tasa de accidentes
OS3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Número de días perdidos por lesiones, accidentes, enfermedades</li> <li>Tasa de incidentes con ausencias - empleados</li> <li>Tasa de incidentes con ausencias - fuerza laboral</li> </ul>
OS4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Código de conducta del proveedor</li> <li>Gestión de cadena de suministro social</li> <li>Política contra el trabajo infantil</li> <li>Directrices de proveedores sostenibles divulgadas</li> </ul>

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

OS5	Mecanismo de manejo de reclamos/quejas relacionadas
OS6	Protección de denunciantes
OS7	Política antidiscriminación
OS8	Ratio de remuneración excesiva de CEO
OS9	Política de derechos humanos
OS10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Proceso de diligencia debida de derechos humanos</li> <li>Proceso de remediación de derechos humanos</li> </ul>
OS11	<ul style="list-style-type: none"> <li>Procesos y medidas para prevenir la trata de personas</li> <li>Declaración sobre esclavitud moderna</li> <li>Evaluación de esclavitud moderna de cadena de suministro</li> </ul>
OS12	Política contra el trabajo infantil
OS13	Porcentaje de proveedores en incumplimiento
OS14	Número de casos identificados de problemas/incidentes
OS15	Políticas anticorrupción y antisoborno
OS16	Número de casos judiciales por corrupción
OS17	<ul style="list-style-type: none"> <li>Número de condenas y monto de multas por infracciones</li> <li>Monto de multas por soborno y corrupción</li> <li>Número de multas por soborno y corrupción</li> </ul>

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 6 BBVA PAIs y DNSH

Panorama	Puntuaciones ESG	Clima	Taxonomía de la UE	SFDR
Año fiscal	2022	Grupo de pares	Bancos   CCB BICS	
Divulgación de PAI		No causar daño significativo		
Obligatorio	12/14	Mejora YoY	9/14	
Opcional	20/33	Mejor que sus pares	12/14	

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 7 BNP PAIs y DNSH

Panorama	Puntuaciones ESG	Clima	Taxonomía de la UE	SFDR
Año fiscal	2022	Grupo de pares	Bancos diversificados   CCB BICS	
Divulgación de PAI		No causar daño significativo		
Obligatorio	10/14	Mejora YoY	5/14	
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	12/14	

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 8 INGA PAIs y DNSH

The screenshot shows the Bloomberg ESG interface for INGA PAIs and DNSH. The top navigation bar includes 'Panorama', 'Puntuaciones ESG', 'Clima', 'Taxonomía de la UE', and 'SFDR'. The main header indicates 'Año fiscal 2022', 'Grupo de pares Bancos | CCB BICS', and 'Divulgación de PAI'. The data is presented in a table with two columns: 'No causar daño significativo' and 'Mejora YoY'. The 'Obligatorio' row shows 11/14 for 'No causar daño significativo' and 6/14 for 'Mejora YoY'. The 'Opcional' row shows 15/33 for 'No causar daño significativo' and 12/14 for 'Mejora YoY'.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	6/14
Opcional	15/33	Mejor que sus pares	12/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 9 SAN PAIs y DNSH

The screenshot shows the Bloomberg ESG interface for SAN PAIs and DNSH. The top navigation bar includes 'Panorama', 'Puntuaciones ESG', 'Clima', 'Taxonomía de la UE', and 'SFDR'. The main header indicates 'Año fiscal 2022', 'Grupo de pares Bancos diversificados | CCB BICS', and 'Divulgación de PAI'. The data is presented in a table with two columns: 'No causar daño significativo' and 'Mejora YoY'. The 'Obligatorio' row shows 10/14 for 'No causar daño significativo' and 7/14 for 'Mejora YoY'. The 'Opcional' row shows 16/33 for 'No causar daño significativo' and 14/14 for 'Mejora YoY'.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	10/14	Mejora YoY	7/14
Opcional	16/33	Mejor que sus pares	14/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 10 UCG PAIs y DNSH

The screenshot shows the Bloomberg ESG interface for UCG PAIs and DNSH. The top navigation bar includes 'Panorama', 'Puntuaciones ESG', 'Clima', 'Taxonomía de la UE', and 'SFDR'. The main header indicates 'Año fiscal 2022', 'Grupo de pares Bancos | CCB BICS', and 'Divulgación de PAI'. The data is presented in a table with two columns: 'No causar daño significativo' and 'Mejora YoY'. The 'Obligatorio' row shows 12/14 for 'No causar daño significativo' and 7/14 for 'Mejora YoY'. The 'Opcional' row shows 19/33 for 'No causar daño significativo' and 11/14 for 'Mejora YoY'.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	12/14	Mejora YoY	7/14
Opcional	19/33	Mejor que sus pares	11/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 11 AIBG PAIs y DNSH

The screenshot shows the Bloomberg ESG interface for AIBG PAIs and DNSH. The top navigation bar includes 'Panorama', 'Puntuaciones ESG', 'Clima', 'Taxonomía de la UE', and 'SFDR'. The main header indicates 'Año fiscal 2022', 'Grupo de pares Bancos | CCB BICS', and 'Divulgación de PAI'. The data is presented in a table with two columns: 'No causar daño significativo' and 'Mejora YoY'. The 'Obligatorio' row shows 11/14 for 'No causar daño significativo' and 5/14 for 'Mejora YoY'. The 'Opcional' row shows 14/33 for 'No causar daño significativo' and 12/14 for 'Mejora YoY'.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	5/14
Opcional	14/33	Mejor que sus pares	12/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 12 BARC PAIs y DNSH

The screenshot shows the Bloomberg ESG interface for BARC PAIs and DNSH. The top navigation bar includes 'Panorama', 'Puntuaciones ESG', 'Clima', 'Taxonomía de la UE', and 'SFDR'. The main header indicates 'Año fiscal 2022', 'Grupo de pares Bancos diversificados | CCB BICS', and 'Divulgación de PAI'. The data is presented in a table with two columns: 'No causar daño significativo' and 'Mejora YoY'. The 'Obligatorio' row shows 11/14 for 'No causar daño significativo' and 9/14 for 'Mejora YoY'. The 'Opcional' row shows 18/33 for 'No causar daño significativo' and 8/14 for 'Mejora YoY'.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	9/14
Opcional	18/33	Mejor que sus pares	8/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 13 HSBA PAIs y DNSH

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	6/14
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	8/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 14 LLOY PAIs y DNSH

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	10/14
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	9/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 15 NWG PAIs y DNSH

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	7/14
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	10/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 16 BAC PAIs y DNSH

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	13/14	Mejora YoY	6/14
Opcional	22/33	Mejor que sus pares	7/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 17 C PAIs y DNSH

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	12/14	Mejora YoY	8/14
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	12/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 18 GS PAIs y DNSH

The screenshot shows a Bloomberg interface for GS PAIs y DNSH. It includes tabs for Panorama, Puntuaciones ESG, Clima, Taxonomía de la UE, and SFDR. The fiscal year is 2022, and the peer group is 'Corretaje institucional | CCB BICS'. The data is presented in a table with progress bars and counts.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	4/14
Opcional	18/33	Mejor que sus pares	9/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 19 JPM PAIs y DNSH

The screenshot shows a Bloomberg interface for JPM PAIs y DNSH. It includes tabs for Panorama, Puntuaciones ESG, Clima, Taxonomía de la UE, and SFDR. The fiscal year is 2022, and the peer group is 'Bancos diversificados | CCB BICS'. The data is presented in a table with progress bars and counts.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	10/14	Mejora YoY	5/14
Opcional	17/33	Mejor que sus pares	12/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 20 WFC PAIs y DNSH

The screenshot shows a Bloomberg interface for WFC PAIs y DNSH. It includes tabs for Panorama, Puntuaciones ESG, Clima, Taxonomía de la UE, and SFDR. The fiscal year is 2022, and the peer group is 'Bancos | CCB BICS'. The data is presented in a table with progress bars and counts.

Divulgación de PAI		No causar daño significativo	
Obligatorio	11/14	Mejora YoY	8/14
Opcional	19/33	Mejor que sus pares	9/14

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 21 BBVA Fondos

The screenshot shows a Bloomberg interface for BBVA Fondos. It displays the number of ESG funds and SFDR UE funds, categorized by article 9 and article 8.

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1429
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	55
Fondos de artículo 8	1381

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 22 BNP Fondos

The screenshot shows a Bloomberg interface for BNP Fondos. It displays the number of ESG funds and SFDR UE funds, categorized by article 9 and article 8.

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	2052
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	64
Fondos de artículo 8	1968

Fuente: Bloomberg, febrero 2024

### Anexo 23 INGA Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1861
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	67
Fondos de artículo 8	1732

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 24 SAN Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1456
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	57
Fondos de artículo 8	1414

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 25 UCG Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1497
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	54
Fondos de artículo 8	1461

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 26 AIBG Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	867
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	26
Fondos de artículo 8	841

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 27 BARC Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	955
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	28
Fondos de artículo 8	927

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 28 HSBA Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1463
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	37
Fondos de artículo 8	1397

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 29 LLOY Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1191
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	45
Fondos de artículo 8	1074

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 30 NWG Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1010
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	44
Fondos de artículo 8	944

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 31 BAC Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1535
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	42
Fondos de artículo 8	1402

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 32 C Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1343
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	41
Fondos de artículo 8	1201

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 33 GS Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1157
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	37
Fondos de artículo 8	1037

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*

### Anexo 34 JPM Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	1781
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	48
Fondos de artículo 8	1635

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*



### Anexo 35 WFC Fondos

Exposición de fondos ESG   FSRC »	
Fondos ESG	901
Exposición de fondos SFDR UE   FSRC »	
Fondos de artículo 9	21
Fondos de artículo 8	856

*Fuente: Bloomberg, febrero 2024*