

ESG: Estado de la cuestión

CRISTINA GUILLÉN

UPF Barcelona School of Management

Fecha recepción: 11-11-2021

Fecha aceptación: 22-12-2021

RESUMEN

El concepto sostenibilidad, en todas sus derivadas, similitudes y evoluciones, se ha posicionado como tendencia clave en los mercados financieros y empresariales. Los mercados se han visto inmersos en la ola creciente de todo lo relacionado con la sostenibilidad y en la carrera por un posicionamiento estratégico en el sector financiero y empresarial. A efectos de nuestro estudio, nos centraremos en el impacto «*Environmental, Social, Governance*» o «*ESG*». Nuevas agencias han aparecido en la industria del *rating* ESG, las agencias de *rating* tradicionales han creado su propio índice ESG, los agentes financieros han creado los fondos ESG por todo el mundo, y a las grandes empresas y empresas multinacionales, no se les escapa que la tradicional labor de RSC desempeñada hasta la fecha, se verá abocada a integrarse como estrategia corporativa de la misma.

Nuestro interés se focaliza en la metodología que unos y otros agentes utilizan para la cuantificación y medida del impacto ESG, dejando sin abordar el análisis conceptual de las distintas modalidades de inversiones, cuya literatura científica es extensa.

Con esta investigación nos proponemos analizar cuáles han sido las últimas investigaciones publicadas sobre lo re-

ferente a las métricas ESG y ofrecer un marco de análisis de las mismas.

Clasificación JEL: M14, M40, Q5, R11.

PALABRAS CLAVE

ESG, Indicadores, Responsabilidad ESG, *Rating* ESG.

ABSTRACT

The concept of sustainability, in all its derivatives, similarities and evolutions, has positioned itself as a key trend in financial and business markets. The markets have been immersed in the growing wave of everything related to sustainability and in the race for a strategic positioning in the financial and business sector. For the purposes of our study, we will focus on the «Environmental, Social, Governance» or «ESG» impact. New agencies have appeared in the ESG rating industry, traditional rating agencies have created their own ESG index, financial agents have created ESG funds all over the world and large companies and multinational companies do not miss the traditional work of CSR carried out to date will be doomed to be integrated as a corporate strategy of the same.

Our interest is focused on the methodology that agents use to quantify and measure the ESG impact, leaving without addressing the conceptual analysis of the different investment modalities, whose scientific literature is extensive.

With this research we intend to analyze the latest published research on ESG metrics and offer a framework for their analysis.

JEL classification: M14, M40, Q5, R11.

KEYWORDS

ESG, metrics, ESG responsibility, ESG rating.

1. El concepto ESG

En 1987, la comisión de Naciones Unidas de Medio Ambiente y Desarrollo publicó *«Brundtland Report»*, acuñando el concepto «desarrollo sostenible» y definiéndolo como el desarrollo que satisface las necesidades actuales sin comprometer las de generaciones futuras. El matiz otorgado al desarrollo sostenible en aquella declaración se soportaba con uno de los tres pilares, el medioambiental.

En el informe de *«Who Cares Wins»*, (UN-PRI, 2004) recoge el término ESG (*«Environmental, Social and Governance»* o «ASG» por sus siglas en castellano) que, posteriormente, aparece en la *«Declaración de los Principios para las Inversiones Responsables de Naciones Unidas»* (UN-PRI, 2006). Los aspectos considerados como ESG incluyen información no financiera de las actividades realizadas por las empresas:

El PRI define la inversión responsable como *«una estrategia y práctica para incorporar factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en las decisiones de inversión y el ejercicio activo de la propiedad»*.

La Declaración de los PRI explica que *«inversión responsable no es el mismo concepto que inversión ética, inversión socialmente responsable o inversión de impacto»*.

«...la inversión responsable puede y debe ser adoptada incluso por los inversores cuyo único objetivo son las utilidades financieras, ya que esta se basa en la premisa de que ignorar los factores ASG es ignorar riesgos y oportunidades que tienen un efecto significativo en los rendimientos que se les entregan a los clientes y beneficiarios».

La extensión del término sostenibilidad en el ámbito económico se ha ido adaptando a lo largo de estas últimas décadas para incorporar otros dos pilares: el de lo social y el de la gobernanza. Se produce, dicho de forma global, el inicio de un cambio de tendencia en los principios regidores de las economías más desarrolladas del mundo y de aquellas en rápida expansión económica, que llama al mercado a que, además de medir su crecimiento en términos económicos, introduzca factores de medida de lo social y de la gobernanza inherentes a las actividades que generan ese crecimiento.

Posteriormente, el 25 de septiembre de 2015, la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó la Agenda 2030. El objetivo de la Agenda 2030 es establecer un marco común consensuado que sirva de guía para todos los agentes de la sociedad y la economía en la acción contra la pobreza y el deterioro del planeta. El gran paso es que se abarca un concepto más holístico: *«The SDG are integrated and indivisible and balance the 3 dimensions of sustainable development»*: ya no solo se contemplan los aspectos medioambientales, sino que se incluye, de forma integrada e inseparable,

las dimensiones económica, medioambiental y social y reconoce explícitamente la necesidad de crear herramientas que permitan medir de forma objetiva y comparable, los impactos ambientales, sociales y económicos.

Al revisar a fecha de hoy las publicaciones académicas relacionadas con el término «ESG» nos encontramos con multitud de investigaciones que abarcan un amplísimo abanico de conceptos relacionados con este término: encontramos estudios sobre Inversiones de Impacto, Inversiones Socialmente Responsables, Inversiones Responsables, Inversiones Sostenibles, Inversiones Éticas, Fondos Verdes, Contabilidad No Financiera, *Integrated Reporting*, Memorias GRI, industria de agencias de *rating* ESG y muchos otros conceptos.

2. Revisión de la literatura científica

En este artículo nos adherimos a los autores que concluyen, en estudios recientes, que no existe una única definición del concepto ESG (Bassen & Kovács, 2008) universalmente aceptada. Su concepción más general alude a la consideración de aspectos relacionados con el medioambiente, lo social y la gobernanza en el análisis a largo plazo de una inversión. Otros autores concluyen con la carencia de una definición clara de una inversión «socialmente responsable» y alude a un argumento general de que es necesario mejorar la calidad y fiabilidad de las herramientas ESG (Widyawati, 2019) a la gran diversidad en lo que conceptualmente significa SRI (Höschtdater & Scheck, 2015), la falta de fiabilidad y transparencia de las métricas actuales (Dorfleitner, Halbritter & Nygren, 2015).

En este contexto de generalidad del concepto y considerando la proliferación de literatura ESG en estos últimos años, nuestro objetivo es revisar y analizar todas las investigaciones realizadas sobre el concepto ESG como herramienta de medida y contabilidad del impacto agregado ESG de una empresa o de una inversión.

Con el objetivo de acotar al máximo el campo de investigación y obtener una información lo menos sesgada posible, se seleccionan aquellas publicaciones que:

1. Investigan el impacto ESG, entendido como el impacto medioambiental, social y de gobernanza generados por el desarrollo de una actividad a todos los agentes de su entorno (o «*stakeholders*»); y
2. buscan una representación objetiva, cuantificable, medible del impacto, sea expresada mediante *ratings*, métricas o contabilidad.

2.1. Metodología

La metodología seguida consta de las siguientes fases:

1. Identificación de palabras clave: *ESG RATING* or *ESG METRICS* or *ESG ACCOUNTABILITY*.
2. Criterios de selección/exclusión: El campo de búsqueda no limita por sectores, ni por espacios geográficos ni por periodos temporales, ya que el objetivo de la primera búsqueda es identificar toda investigación relacionada con las métricas, contabilidad ESG y formas objetivas de medición y cuantificación del indicador ESG.

Aplicamos los siguientes criterios de exclusión para la selección final de registros:

- Se limita a los idiomas inglés, francés y español.
- Se realiza un filtrado por «área de investigación», excluyendo las áreas del sector salud, la biología, deporte, nutrición, medicina, óptica, fisiología, oncología, bioquímica molecular, química, geriatría, inmunología, técnicas agrícolas y/o forestales.
- Se excluye la base de datos BASE MEDLINE.
- Se eliminan los duplicados.

3. Bases de datos: Web of Science y Scopus.
4. Ejecución y resultados: la búsqueda se realizó con fecha octubre de 2021, obteniéndose 297 registros de la base Scopus y 469 de Web of Science.
5. Publicaciones seleccionadas del listado inicial: De la búsqueda en Scopus se obtienen 297 publicaciones. Aplicamos los criterios de exclusión listados y nos quedan **217** registros. De la búsqueda en WEB OF SCIENCE se obtienen 469 registros, de los que se seleccionan **183**. De estos, 176 son de Web of Science y el resto de otras fuentes (Korean, Medline...). Finalmente, de la adición de ambos resultados, con el gestor de bibliografía se eliminan duplicados y se revisan los *abstracts* de todas las publicaciones. La selección final de registros es de **400 registros total de la suma**. Tras eliminar los duplicados se obtienen **299 registros seleccionados**.

2.2. Análisis de resultados obtenidos

En el caso de ambas bases de datos constatamos el creciente aumento de publicaciones realizadas durante estos últimos años, con un crecimiento mucho mayor en 2020 y los meses transcurridos del año corriente. En am-

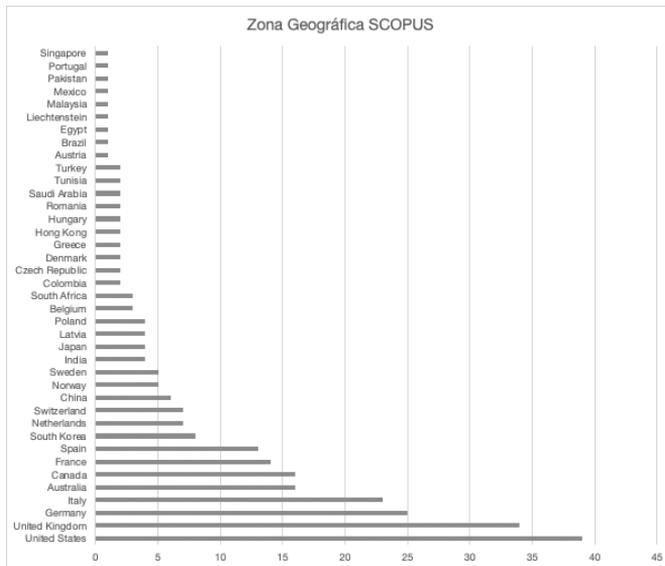
En ambos casos se ha mantenido la misma tendencia, aunque ha sido en Scopus en la base que más ha aumentado el número de publicaciones desde 2019, como muestra la Figura 1, con la comparativa de número de publicaciones/año en ambas bases de datos.



Fuente: Elaboración propia.

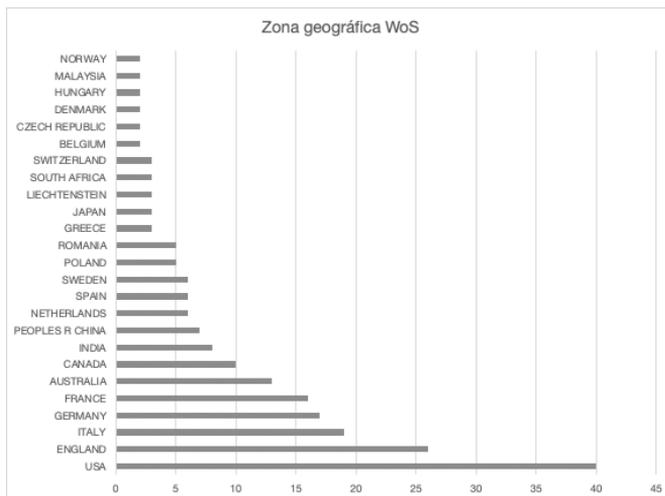
Figura 1. Número de publicaciones ESG por año en Scopus y Web of Science.

Si analizamos las publicaciones por zona geográfica vemos en la distribución de la Figura 2, para Scopus y Figura 3, para Web of Science, que es en Estados Unidos y Reino Unido donde encontramos la mayor parte de estas publicaciones, seguidas de Alemania, Italia, Francia, Canadá, Australia e India. Observamos que se van posicionando otros países, como los situados en la zona Este de Europa (Rusia, Países Bálticos, Ucrania, Rumania, Polonia y otros), así como algunas zonas de Asia y, en menor medida, América Latina. Existen otras áreas geográficas que destacan por la escasez de publicaciones, como es el continente africano y Oriente Medio.



Fuente: Elaboración propia.

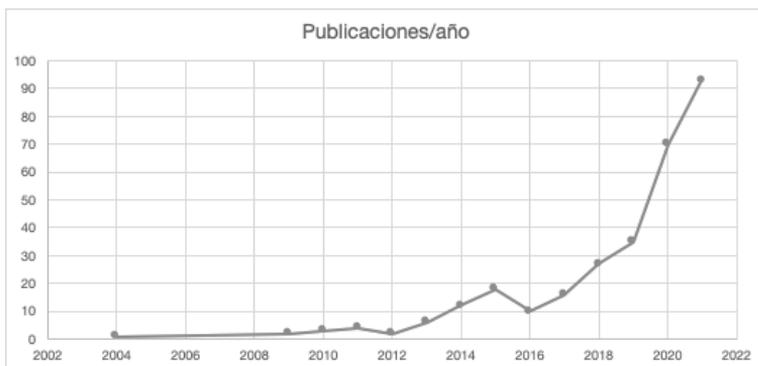
Figura 2. Número de publicaciones ESG por zona geográfica en Scopus.



Fuente: Elaboración propia.

Figura 3. Número de publicaciones ESG por zona geográfica en Web of Science.

Del listado final de publicaciones obtenido como muestra para nuestro análisis en la Figura 4 vemos cómo ha ido creciendo el número de publicaciones en el tiempo, poniendo de manifiesto el creciente interés en estos últimos años.



Fuente: Elaboración propia.

Figura 4. Número de publicaciones/año ESG de la selección bibliográfica final.

En cuanto a las publicaciones que más aparecen en la selección, en la Figura 5 se muestra aquellas que más veces aparecen en la lista final de registros.

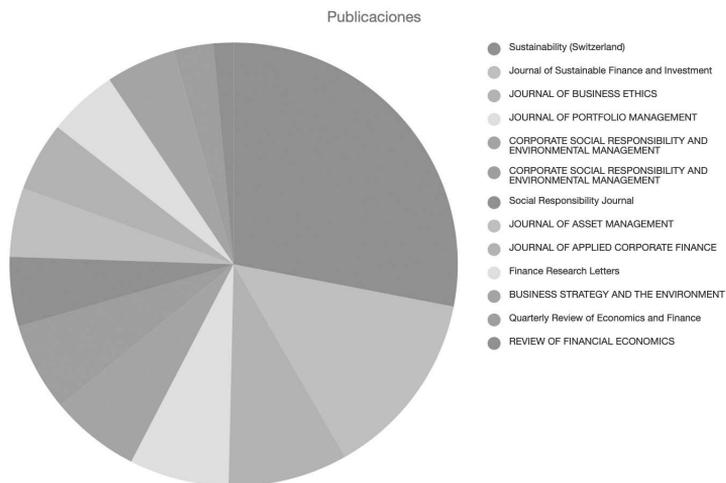


Figura 5. Revistas o fuente con mayor número de registros ESG obtenidos en la selección bibliografía final.

Las zonas geográficas de estudio

Las zonas geográficas en las que se realizan las investigaciones revisadas abarcan un gran número de países y zonas de Europa, Norteamérica, Asia, Nueva Zelanda y Australia y algunos países de África. Mencionamos Egipto, donde se estudian las 30 empresas con mejores resultados ESG del mercado de las 100 empresas que cotizan en Egipto. Aboud y Diab han estudiado la relación que existe entre el *rating* ESG y el resultado financiero y corporativo de las empresas. También estudian el impacto de la volatilidad de las políticas en estas relaciones (Aboud & Diab, 2019). Achim y Borlea (Achim & Borlea, 2015) estudian el caso en Rumania de 65 empresas que cotizan en el *Bucharest Stock Exchange* (BSE); en Asia y Pacífico (Auer & Schuhmacher, 2016), Norte América, Japón, Asia Pacífico y Europa (Badía *et al.*, 2020); el caso de mercados emergentes Asia Pacífico: China, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Filipinas, South Korea, Taiwan y Tailandia (Budsaratragoon *et al.*, 2021), Italia (Clementino & Perkins, 2021); los países de Europa Central y del Este (Zumente & Lace, 2020); la relación entre ESG y la creación de valor para el accionista a largo plazo en Japón (Fabozzi *et al.*, 2021); India (Prajapati *et al.*, 2021), entre otros.

No encontramos muchos estudios sobre el mundo islámico pero sí que aparecen puntualmente las publicaciones sobre Finanzas Islámicas de Ahmed, 2020 y Erragui, 2016.

Área de investigación

Por área de investigación, el mayor volumen se concentra en primer lugar en las áreas de economía, empresa, negocios, financiero, contabilidad y gestión (más del 50% en el caso de Scopus y más del 60% en el caso de Web of Sciences), seguido de las áreas de las ciencias sociales y las ciencias medioambientales.

Temas de investigación

El sector financiero es el sector que más rápidamente se ha ido adaptando a las nuevas tendencias marcadas por las inversiones y productos ESG, mediante las «inversiones responsables, inversiones éticas, socialmente inversiones responsables, ESG o similar», bien sea por convicción corporativa, por requerimientos legales o por cuestión de imagen. De nuestra revisión, extraemos un gran abanico de temas de investigación relacionados con ESG, que clasificamos en los siguientes subtemas:

La industria de las agencias de *rating*: agrupamos los estudios referentes a Índices, Ratings y Rankings ESG. Díaz Cañamero *et al.*, 2020, denominan los «Corporate Sustainable Systems (CSS)», Estudian y comparan 15 CSSs: the Dow Jones Sustainability Index (DJSI) World; the ECPIWorld ESG Equity Index; the Ethibel Sustainability Index (ESI) Excellence Global; the Euronext Vigeo Eiris World 120; the FTSE4Good Developed Index; the Global Challenges Index (GCX); the Global CR RepTrak 100; the Global Sustainability Leaders Index (GSLI); the ISS-oekom Corporate Rating; the MSCI World ESG Leaders Index; the STOXX Global ESG Leaders Index; the Supplier CSR Rating; the Sustainalytics' ESG Risk Rating; The Sustainability Yearbook; y the World's Most Sustainable Corporations—Global 100.

El creciente interés del sector privado, debido en parte a las presiones políticas del sector público por la creciente demanda del mercado de productos ESG, ha promovido la aparición de agencias de *ratings*, índices de medida y proveedores de datos ESG (Abhayawansa & Tyagi, 2021). Algunas de ellas se crean como una línea de *rating* más dentro del negocio de las agencias de *rating* tradicionales y, en cambio, otras nacen como agencias de *rating* no financieras, independientes, como por ejemplo, Vigeo en Francia, ELRiS en Reino Unido, SiRi Company en Suiza, Ethibel en Bélgica o Innovest en los EE. UU. (Achim & Bolea, 2021). La industria de las agencias de *rating* se ha ido expandiendo a gran velocidad y algunas de estas últimas agencias han sido absorbidas por las agencias tradicionales de *rating*, siendo una industria que se beneficia de las economías de escala (Avetysan *et al.*, 2021).

Algunos estudios analizan la comparabilidad y homogeneidad de los *ratings* ofrecidos por distintas agencias del mercado a nivel internacional, encontrando algunas divergencias: entre los datos, las fuentes de obtención y la calidad de los datos, metodologías que utilizan estas agencias de *rating* y la falta de transparencia a la hora de mostrar esas metodologías; sobre los indicadores que utilizan y los factores que miden, (Semenova & Hassel, 2015; Doyle 2018; Dremptic *et al.*, 2019; Atta Darkua, 2020). Dorfleitner *et al.* (2015) y Chatterji *et al.* (2016) se suman a la carencia de homogeneidad de los conceptos de las métricas ESG.

Widawaty apela de forma general a la necesidad de mejorar la calidad y fiabilidad de las herramientas ESG del mercado. Detectan falta de transparencia, falta de consistencia y de convergencia (los índices analizados y comparados de las distintas agencias no convergen). Concluyen con la necesidad de realizar futuras investigaciones sobre la información que se utiliza y facilitan las agencias de *rating*, evaluar el nivel de transparencia y evaluar el impacto de esa falta de transparencia de empresas e inversores.

En cuanto a la falta de consistencia en los índices ESG, la mayoría evalúa el impacto S, pero creen necesaria la investigación sobre los otros dos factores (E, G). Capelle-Blancard (2012), Monjon (2012) y de Friede (2019) de Revelli y Viviani (2015), que atribuían la discrepancia académica a que los resultados estaban influenciados («*data-driven results*»).

Se estudia el impacto de las agencias de *rating* en las empresas, y se observa, por ejemplo en el caso de Italia (Clementino & Perkins, 2021) que en muchos casos se trata de un aspecto de talante comercial; incluso cuestionan la ética de algunas agencias de *rating* así como la cantidad de agencias que han ido apareciendo en el mercado.

Gyonyorova *et al.* 2021 cuestionan la validez de los *ratings* aportados por las agencias y estudia la consistencia y convergencia de los principales proveedores de datos ESG en S&P Global 1200 Index, concluyendo con la inconsistencia e incertidumbre de estos datos y manifestando que el *rating* de una empresa viene condicionado por el tipo de industria y el país de ubicación de la empresa.

Las divergencias también aparecen cuando se analiza la ponderación que cada agencia de *rating* concede a cada uno de los pilares (E, S, G) en el cálculo del *rating*. Muñoz y Torres (2019) encuentran que el pilar más evaluado es el E y ponen de manifiesto la carencia de un criterio ESG más holístico. En esta línea, Longaand & Johnstone (2021) plantean en su estudio sobre inversión privada en Asia, la conveniencia de que se creara lo que denominan «*Deep ESG Framework*» más holístico y que sea integrado en las políticas corporativas a lo largo de los ciclos de vida de los planes de inversiones de las empresas.

En «*Rating the Raters*» (Ecrig-Olmedo *et al.*, 2019) también afirman la falta de transparencia de las agencias de *rating* ESG, que no ofrecen información pública sobre los criterios y metodologías que utilizan.

Crespi & Migliavacca, 2020, estudian 727 empresas en 22 países entre 2016 y 2017 y concluyen que existe vínculo entre ciertas variables temporales, la empresa o el país y el *rating* provisto por las agencias de *rating*. En su investigación se pregunta si es «*la misma vieja historia o diferente cuento*».

Otro de los temas que encontramos, que aunque no es el más tratado no por ello es menos relevante, es el del tratamiento de la materialidad en las métricas ESG. (Madison, 2021) estudia el impacto de los factores ESG de la tabla de materialidad financiera de ESG de Map® de *Sustainability Accounting Standard Board* (SASB) en el resultado de ESG *ratings* y *rankings*; y constatan que las agencias no utilizan la metodología de la matriz de materialidad de SASB para valorar los riesgos y oportunidades asociadas a ESG. En su estudio comparan los resultados ESG obtenidos MSCI y los *scores* obtenidos con la matriz de materialidad SASB y los resultados son

que estos últimos dan valores ESG inferiores a los que dan MSCI. En la misma línea, Consolandi, Eccles, Gabbi (2020) investigan sobre la materialidad en el cálculo del impacto ESG en su publicación, «*How material is a material issue?*».

Ante estas conclusiones, la mayoría de los autores insta a las agencias a que colaboren en un marco de indicadores comunes consensuado: (Boiral *et al.*, 2021) hablan de las «cajas negras de las agencias no financieras»; y aportan recomendaciones a estas empresas para que unifiquen y mejoren su papel como asesores de carteras de inversión (Walter I, 2020).

Zumente, 2021 basándose en el modelo de UN Global Compact elabora un modelo para calcular si los esfuerzos de una empresa en sostenibilidad contribuyen a la mejora de su rendimiento global.

Otro de los aspectos relacionados con las métricas ESG que aparece en las investigaciones de algunos autores se desarrolla en torno a cómo se reflejan y cuantifican los **impactos negativos** en los *ratings* de las empresas, por ejemplo, en el caso de escándalos y controversias de las empresas evaluadas. Fiaschi, 2020 propone la creación de un índice para medir el «*corporate wrongdoing*», y apela a mayor contabilidad y mejores **sistemas de medidas para los impactos negativos** que las empresas generan a la sociedad, medioambiente y derechos humanos y De Franco, 2020 investiga en este ámbito aportando un índice agregado que refleje las controversias de las empresas.

Aparecen métodos y herramientas alternativas a la evaluación tradicional del impacto ESG basados en **nuevas tecnologías y software**: (Hughes *et al.*, 2021) que contrasta el nivel de riesgos de los análisis conducidos por las metodologías tradicionales de las agencias de *rating* (MSCI ESG) y *ratings* obtenidos a través de datos basados en la Inteligencia Artificial. Nikolov, 2021, propone el uso de un *software* denominado «*sustainable evaluator*» que permita el cálculo automatizado para pequeñas y medianas empresas y organizaciones como una herramienta sencilla. Antonic (2020) propone el uso de *big data*, inteligencia artificial y *machine learning* y resalta la conveniencia de su propuesta como herramienta contra el «*greenwashing*» y como herramienta que permita reducir los sesgos de los cálculos en los *ratings* ESG y en el cumplimiento de los ODS. Obteniendo resultados positivos como negativos. Fauser (2020) estudia el uso de «*machine learning approach*» (ML) en la evaluación de la «Irresponsabilidad Social Corporativa» y el riesgo crediticio en las empresas.

Aparecen estudios relacionados con la pandemia **Covid-19**: Díaz *et al.*, 2021 estudian los ESG *Ratings* y el impacto en el rendimiento de las acciones durante el COVID-19, afirmando que las empresas europeas con mayores *ratings* en CSR obtuvieron mejores resultados en términos de mayor rentabi-

lidad y menor volatilidad de las acciones. Es decir, fueron menos sensibles al impacto económico provocado por la crisis COVID-19 y obtuvieron mejores resultados en el mercado de capitales e impacto social (Engelhardt, 2021). Singh, 2021, también estudia la relación entre la pandemia y cómo ha influenciado en las preferencias de inversión ESG durante este período.

Otro de los ámbitos de mayor estudio es sobre el impacto del **ESG en los resultados de las empresas** (medido por «*Corporate Financial Performance, CFP*», «*Corporate Sustainability Management, CSM*», «*Corporate Performance, CP*»). Un gran número de investigaciones se plantea la relación que existe entre los factores E, S, G (por separado o conjunto) en los resultados financieros de las empresas, como el caso de la Gobernanza (Aluchna & Roszkowska-Menkes, 2019); La relación entre la responsabilidad social corporativa y el riesgo de crédito (Bannier *et al.*, 2021); Kim, 2021 estudia la relación entre los factores ESG y el «*corporate financial performance*»; y Fabozzi estudia impacto de CSR en CFP y el *credit rating* en Japón y Kiesel mide el impacto de ESG en *credit ratings* y el impacto en el mercado financiero.

Del Giudice, 2020, investiga si la auditoría de los informes de sostenibilidad mejoran la calidad de los ESG *scores*; de Lucia, 2020 se pregunta si los factores ESG conllevan mejores resultados financieros; y encontramos estudios que alertan sobre los potenciales impactos negativos de la entrada en el sector financiero sostenible de las *credit rating agencies* (Cash, 2018).

Hee Young Ma McGuire *et al.* 2021, encuentran que una estrategia fiscal focalizada en la sostenibilidad presenta mayores beneficios antes de impuestos y *cash flows* con el tiempo. La fiscalidad sostenible persigue obtener un impacto positivo en el largo tiempo más que un puntual e inmediato ahorro fiscal.

Gran parte de los autores estudia la relación que existe entre los factores ESG de las inversiones y **el valor generado a los accionistas**, entre los que podemos mencionar a Friede *et al.*, 2015 que realizaron uno de los más citados estudios sobre CSP o ESG y FP; a Shanaev, 2021 que estudia el impacto de 748 ESG *rating* y su relación con las rentabilidades de fondos en USA (2006-2011); a Ielasi, 2021, se centra en averiguar si el hecho de medir el riesgo de ESG factores aumenta o decrece la volatilidad de los activos financieros. Signori *et al.*, 2021 utilizan el concepto de valor económico añadido, en contraposición a otros modelos que se basan en información cualitativa y no tienen en cuenta el impacto en la creación de valor. Ponen de relieve la carencia de ESG *rating* con una visión holística de la creación y distribución del valor.

Caso de **Equity Mutual Funds**: Cerqueti *et al.*, 2021 estudian si el hecho de que una cartera de inversiones cumpla con requisitos ESG tenga

menor riesgo sistémico (se pregunta si ¿a más ESG menor riesgo sistémico?); Steen *et al.*, 2020, estudian 146 *performance mutual funds* en Noruega y Bahra & Thukral, 2020, estudian la relación entre ESG y *Global corporate bonds*: algunos apuntan que empresas con mejor *score* ESG obtienen retornos más altos y menor volatilidad; pero por ejemplo, Torre ML & Mango, 2020, estudian el caso de Eurostoxx 50 companies perform (2010-2018) y afirman que los retornos no parecen estar afectados por sus esfuerzos en compromisos ESG. Hachenberg, 2018 hace una comparativa de rendimiento con los tradicionales.

Bofinger *et al.*, 2021 estudian la relación entre el *rating* del fondo ESG y el potencial «*overpricing*» del fondo. También encontramos investigaciones sobre los Bonos verdes (Immel *et al.*, 2021; Laufer 2003; Wu *et al.*, 2020), cuestionando la veracidad y compromiso de los fondos o el efecto «*greenwashing*» y «*true greenness*».

Algunas investigaciones estudian el impacto de la diversidad de género en distintos términos. Por ejemplo, estudian y encuentran que una relación positiva entre la existencia de **diversidad de género** en el equipo de dirección de fondos de renta variable influye en el interés de estos fondos por inversiones que incorporan aspectos ESG (Gangi *et al.*, 2021); Zumete, 2020 estudia la relación entre la diversidad del consejo de administración de empresas públicas en Lituania, Latvia y Estonia y el grado de *disclosure* de estas empresas; Bristy *et al.*, 2020, la relación entre diversidad de género con CSR y CFP y Cucari *et al.*, (2018) la relación sobre la diversidad de género en el consejo de administración de empresas italianas mayor *disclosure* ESG. Otros sobre el impacto del gobernanza corporativa en los resultados financieros (Khan 2019); y sobre los costes de financiación de las empresas (Wang *et al.*, 2021) que afirman que a mayor nivel de gobernanza corporativa menores costes de financiación para las empresas.

Conclusiones

Con el objetivo de obtener una visión de los estudios académicos que actualmente se están publicando sobre lo referente a las medidas de impacto ESG, hemos llevado a cabo una revisión de la literatura científica tratando de acotar el concepto como algo objetivo, medible, contrastable, comparable. En primer lugar, nos encontramos con una tendencia, muy en aumento en estos últimos años, de las investigaciones relacionadas con los impactos ESG. Los primeros sectores en posicionarse en este mercado han sido los mercados del sector financiero, dotando al mercado global de productos y servicios para la configuración de la industria ESG y con el apoyo normati-

vo de los reguladores que favorecen y soportan esta tendencia. La mayoría de las investigaciones abordan cómo impactan los factores ESG (conjuntamente o por separado) en los resultados de las empresas, en las rentabilidades de las inversiones y en otros indicadores económicos, encontrando conclusiones diversas y no generalizables.

Encontramos consenso en cuanto a los aspectos más técnicos relacionados con las medidas ESG, *ratings*, datos que provee el mercado: falta de transparencia de metodologías utilizadas, de datos, falta de homogeneidad e imposibilidad de comparación de resultados. Por lo que podemos concluir que si bien se constata el interés y la consolidación creciente de un mercado a nivel internacional, soportado por marcos normativos y regulatorios cada vez más exigentes con las medidas del impacto ESG, queda un largo recorrido en el diseño de herramientas, normativas y estándares generalmente aceptados y de obligatorio cumplimiento que permita ofrecer valoraciones objetivas fiables y contrastables de los impactos que las empresas, en el desarrollo de sus actividades, están ocasionando en lo social, la gobernanza y el medioambiente.

Referencias Bibliográficas

- ABATE, G.; BASILE, I. y FERRARI, P. (2021) «The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. <<https://doi.org/10.1002/csr.2175>>.
- ABHAYAWANSA, S. y TYAGI, S. (2021) «Sustainable Investing: The Black Box of Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings». *The Journal of Wealth Management*, 24(1), 49-54. <<https://doi.org/10.3905/jwm.2021.1.130>>.
- BOIRAL, O.; TALBOT, D.; BROTHERTON, M. C. y HERAS-SAZARBITORIA, I. (2021) «Sustainability rating and moral fictionalism: opening the black box of nonfinancial agencies». *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. <<https://doi.org/10.1108/AAAJ-12-2019-4356>>.
- CLEMENTINO, E. y PERKINS, R. (2021) «How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy». *Journal of Business Ethics*, 171(2), 379-397. <<https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>>.
- DORFLEITNER, G.; KREUZER, C. y SPARRER, C. (2020) «ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners». *Journal of Asset Management*, 21(5), 393-412. <<https://doi.org/10.1057/s41260-020-00178-x>>.

- GIESE, G.; NAGY, Z. y LEE, L.-E. (2021) «Deconstructing ESG ratings performance: Risk and return for E, S, and G by time horizon, sector, and weighting». *Journal of Portfolio Management*, 47(3), 95-111. <<https://doi.org/10.3905/JPM.2020.1.198>>.
- MACMAHON, S. (2020) «The challenge of rating ESG performance». *Harvard Business Review*, 2020 (September), 17-18.
- PAGANO, M. S.; SINCLAIR, G. y YANG, T. (2018) «Understanding ESG ratings and ESG indexes». In *Research Handbook of Finance and Sustainability*.
- SINGH, A. (2021) «COVID-19 and ESG preferences: Corporate bonds versus equities». *International Review of Finance*, irfi.12351. <<https://doi.org/10.1111/irfi.12351>>.
- STOTZ, O. (2021) «Expected and realized returns on stocks with high- and low-ESG exposure». *Journal of Asset Management*, 22(2), 133-150. <<https://doi.org/10.1057/s41260-020-00203-z>>.
- WALTER, I. (2020) «Sense and nonsense in ESG ratings». *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 5(2), 307-336. <<https://doi.org/10.1561/108.00000049>>.
- WIDYAWATI, L. (2020) «A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics». *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 619-637. <<https://doi.org/10.1002/bse.2393>>.
- ZUMENTE, I. y BISTROVA, J. (2021) «ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice». *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2). <<https://doi.org/10.3390/joitmc7020127>>.



Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció
Edifici Col·legi d'Economistes de Catalunya 4a. Planta, Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019
info@accid.org
www.accid.org
[@AssociacioACCID](https://twitter.com/AssociacioACCID)