

IEAF | FEF

INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

EL ROL DE LAS FINANZAS EN UNA ECONOMÍA SOSTENIBLE

Directores

José Luis Blasco

Juan Carlos Delrieu

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 60

ISBN: 978-84-09-22471-5

Depósito legal: M-5579-2021

Edita: Fundación de Estudios Financieros

Imprime: Reimpventa S.L.

Presentación.	7
Equipo de Trabajo.	9
Propuestas para impulsar la capacidad transformadora de las finanzas sostenibles en España.	
José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, <i>Directores del Estudio</i>	11
Resumen Ejecutivo.	15

BLOQUE 1: FUNDAMENTOS

1.1. El mercado y las finanzas, un aliado inesperado del desarrollo sostenible.	
Inés García-Pintos Balbás <i>Senior Advisor en Valora Consultores y Gabeiras & Asociados, Profesora asociada de la UCM</i>	39
1.2. Precusores de las finanzas sostenibles I: El cambio climático.	
José Luis Blasco <i>Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles</i>	51
1.3. Precusores de las finanzas sostenibles II: La perspectiva social.	
José Luis Blasco <i>Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles</i>	73
1.4. Precusores de las finanzas sostenibles III: El buen gobierno.	
Borja Miranda <i>Managing Director Morrow Sodali</i>	95

BLOQUE 2: PRINCIPALES ACTORES

2.1. La demanda.	
Javier Garayoa <i>Director General de Spainsif</i>	105
2.2. Los inversores. Los factores ESG impactan en la relación rentabilidad riesgo.	
Jaime Silos Leal <i>Director de Desarrollo Corporativo de Forética</i>	119

2.3. Los reguladores y supervisores.

2.3.1. El trabajo de Bancos Centrales y supervisores bancarios.

Clara Isabel González Martínez

Economista Senior, División de Análisis e Inteligencia de Mercados del Banco de España

129

2.3.2. Punto de vista del supervisor mercado de valores.

Teresa Rodríguez Arias

Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA

137

2.4. Los proveedores de información ESG.

Susana Peñarrubia

Directora, Responsable de los fondos Europeos de ESG (Environment, Social, Governance) y analista del sector de eléctricas europeas. Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM)

Teresa Royo

Directora de Sustainability and Corporate Governance, KPMG España

171

BLOQUE 3: INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN EL ANÁLISIS DE RIESGOS: METODOLOGÍAS Y ANÁLISIS DE IMPACTO

3.1. Integración de los criterios ESG en el análisis de riesgos: Metodologías y análisis de impacto.

Juan Carlos Delrieu

Director de Estrategia y Sostenibilidad, Asociación Española de Banca

187

BLOQUE 4: ATLAS DE PRODUCTOS SOSTENIBLES

4.1. De inversión y emisión.

Javier Santos

Head of Corporate Debt Capital Markets, Natixis

215

4.2. Seguro y finanzas sostenibles en España.

María Aránzazu del Vale Schaan

Secretaria General de Unespa

229

4.3. El mercado de Bonos Verdes.

Ricardo Gimeno

Jefe de División Análisis e Inteligencia de Mercados, Banco de España

235

BLOQUE 5: TENDENCIAS Y RETOS

5.1. La hoja de ruta europea sobre las finanzas sostenibles.

Helena Viñes

Rapporteur de la Plataforma Europea sobre finanzas sostenibles y miembro del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

José Luis Blasco

Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

243

5.2. La Transparencia como elemento de “confianza”. Transparencia y datos.

María José Gálvez Cardona

Directora de Sostenibilidad de Bankia y Vicepresidenta Spainsif

263

5.3. La tecnología y la digitalización como fuente de poder multiplicativo de las finanzas sostenibles.

José Manuel Marqués Sevillano

Jefe de la División de Innovación Financiera del Banco de España

273

5.4. Información y formación del público.

Teresa Rodríguez Arias

Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA

279

5.5. Principales transformaciones en las áreas funcionales de las entidades financieras.

Andrés Alonso

Economista Senior del Banco de España

José Manuel Marqués Sevillano

Jefe de la División de Innovación Financiera del Banco de España

297

5.6. Competencias necesarias para cambiar las finanzas y financiar el cambio.

Carolina Yazmín López G.

Representante en Chile y Coordinadora de Capacitaciones a nivel mundial Iniciativa Financiera de ONU Ambiente (UNEP FI)

303

Papeles de la Fundación.

317

Entidades Patrono de la Fundación.

321

PRESENTACIÓN

En la Fundación de Estudios Financieros decidimos en 2019 llevar a cabo un estudio que facilitara el entendimiento general de las finanzas sostenibles y su desarrollo en España. Un documento realizado a partir de aportaciones de profesionales relevantes con el fin de profundizar en: (i) los fundamentos y motivaciones para el impulso de lo que se ha venido a denominar finanzas sostenibles, (ii) el estado actual de su desarrollo en España y (iii) elaborar una propuesta para el perfeccionamiento de las finanzas sostenibles en España.

El objetivo principal de este planteamiento consiste en analizar los fundamentos que subyacen en el interés social y de negocio de las finanzas sostenibles, así como reparar el estado de su desarrollo actual y el papel que están jugando los diferentes actores.

Dentro de este análisis, los temas más importantes a desarrollar han sido:

1. El papel de las finanzas en el crecimiento inclusivo.
2. El alcance de la denominación. Las diferentes perspectivas a tener en cuenta en el desarrollo de las finanzas sostenibles: reputación / confianza / legitimidad / responsabilidad fiduciaria y, de otro, riesgo / oportunidad / supervisión. El mapa de *assets classes* y la integración ESG.
3. El cambio climático, como catalizador de las finanzas sostenibles. Análisis de los principales desafíos y oportunidades de acción contra el cambio climático en los sectores más expuestos a la transición energética. La adaptación al cambio climático, impactos sobre sectores clave de la economía española.
4. Las finanzas sostenibles más allá del cambio climático.
5. El plan de la Unión Europea sobre finanzas sostenibles. Objetivos y desarrollos normativos.
6. Desde el lado de la oferta: estado actual de desarrollo de las finanzas sostenibles en España.

7. Desde el lado de la demanda: mercado actual y tendencias internacionales.
8. Gobierno corporativo y compromiso ESG en las entidades financieras.
9. El papel de los reguladores en el impulso de las finanzas sostenibles.
10. La integración en el análisis financiero de los aspectos ESG: diferentes perspectivas.

El informe incorpora un resumen ejecutivo que engloba las colaboraciones contenidas en el estudio y unas recomendaciones y propuestas para impulsar y estimular la capacidad transformadora de las finanzas sostenibles en España. Se trata de concretar, desde un punto de vista práctico, una serie de propuestas que promuevan una transformación que permita emprender un nuevo ciclo de progreso capaz de enriquecer el tradicional binomio rentabilidad-riesgo y con la premisa de que el sistema trabaje a favor de las personas y el planeta.

El informe que presentamos es una tarea colectiva en la que han participado expertos del campo académico y profesional coordinados por José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, que han dirigido este estudio y que han realizado una gran tarea de producción y dirección del mismo. A todos los que han participado en el estudio les queremos transmitir nuestro agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado y por su dedicación y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

La Fundación de Estudios Financieros espera que este estudio suponga una importante aportación al debate actual sobre las finanzas sostenibles en España y en rol que deben jugar en ellas las entidades financieras, y que sea del interés de todos sus lectores.

Jorge Yzaguirre

Presidente de la Fundación de Estudios Financieros

EQUIPO DE TRABAJO

Andrés Alonso

Economista Senior del Banco de España

Antonio Ballabriga

Global Head of Responsible Business, BBVA

José Luis Blasco

Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

María Aránzazu del Valle Schaan

Secretaria General de Unespa

Juan Carlos Delrieu

Director de Estrategia y Sostenibilidad, Asociación Española de Banca

María José Gálvez Cardona

Directora de Sostenibilidad de Bankia y Vicepresidenta Spainsif

Javier Garayoa

Director General, Spainsif

Inés García-Pintos Balbás

Senior Advisor en Valora Consultores y Gabeiras & Asociados, Profesora asociada de la UCM

Ricardo Gimeno

Jefe de División Análisis e Inteligencia de Mercados, Banco de España

Federico Gómez

Director Global de Sostenibilidad, Banco Santander

Clara Isabel González Martínez

Economista Senior, División de Análisis e Inteligencia de Mercados del Banco de España

Alfredo Jiménez

Director de Análisis y Estudios de la Fundación de Estudios Financieros

Carolina Yazmin López

Representante en Chile y Coordinadora de Capacitaciones a nivel mundial Iniciativa Financiera de ONU Ambiente (UNEP FI)

Luis Maldonado García Pertierra

Técnico Comercial y Economista del Estado

José Manuel Marqués Sevillano

Jefe de la División de Innovación Financiera del Banco de España

Ramiro Martínez-Pardo

Presidente Solventis SGIIC

Javier Méndez Llera

Director General de la Fundación de Estudios Financieros

Borja Miranda

Managing Director, Morrow Sodali

Susana Peñarrubia

Directora, Responsable de los fondos Europeos de ESG (Environment, Social, Governance) y analista del sector de eléctricas europeas.

Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM)

Teresa Rodríguez Arias

Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA

Teresa Royo

Directora de Sustainability and Corporate Governance, KPMG España

Javier Santos

Head of Corporate Debt Capital Markets, Natixis

Jaime Silos Leal

Director de Desarrollo Corporativo, Forética

Helena Viñes

Rapporteur de la Plataforma Europea sobre finanzas sostenibles y miembro del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

PROPUESTAS PARA IMPULSAR LA CAPACIDAD TRANSFORMADORA DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES EN ESPAÑA

JOSÉ LUIS BLASCO Y JUAN CARLOS DELRIEU

Directores del Estudio

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible se han convertido en un lenguaje universal que da forma y contenido a la agenda internacional de muchos países. Los ciudadanos tienden a manifestar una elevada sensibilidad y preocupación por el cambio climático. Las grandes empresas y entidades financieras demuestran su fuerte compromiso con acciones encaminadas a descarbonizar nuestra economía en 2050 y los reguladores vienen marcando la avenida por la que deberá transitarse en los próximos años.

Los criterios de sostenibilidad formarán parte natural de las decisiones en muy poco tiempo, aunque su impacto transformador hoy sea todavía bajo.

El propósito de esta serie de artículos es ofrecer una visión de lo construido hasta nuestros días en el terreno de la sostenibilidad desde la perspectiva de una de las herramientas más poderosas para la transformación del modelo económico y social como son las finanzas. Con ello pretendemos facilitar el entendimiento de lo que hasta ahora conocemos como finanzas sostenibles y de su importancia para impulsar la sostenibilidad en nuestro entorno.

La tendencia sostenible se percibe ya como arrolladora, todo parece apuntar a que en los próximos años va a coincidir una cada vez mayor conciencia global sobre las urgencias del planeta, con el impulso de marcos regulatorios decididos a transformar los modelos de desarrollo económico para que estos contribuyan a detener la degradación del planeta y las brechas sociales.

Es previsible que el refuerzo del multilateralismo acelere este cambio y, como en todo lo que sucede rápido en los mercados, habrá sectores y empresas que sufran de esta fuerte disrupción. Para evitar riesgos sobre el sistema para que las empresas de nuestro país puedan beneficiarse de esta reorientación de los objetivos de la economía de mercado, el sector financiero y una adecuada regulación pueden desempeñar un importante papel enviando señales claras del cambio que se está produciendo.

Las finanzas sostenibles son una herramienta de gran valor para la transformación sostenible, pero precisan madurar.

Sobre esta premisa, los autores de esta nota, a título individual, tras las investigaciones y reflexiones realizadas, proponemos seis recomendaciones que estimamos pueden estimular el desarrollo de las finanzas sostenibles en una dirección que faciliten y promuevan con una lógica más práctica, una transformación que nos permita emprender un nuevo ciclo de progreso capaz de enriquecer el tradicional binomio rentabilidad-riesgo con la importancia de que el sistema trabaje a favor de las personas y el planeta.

Para que las finanzas sostenibles sean capaces de desarrollar todo su potencial se debe tener en cuenta que:

1) Las finanzas sostenibles deben servir como instrumento para actuar sobre prioridades.

Su desarrollo aporta beneficios adicionales si las metas que persiguen son claras y se encuentran soportadas sobre marcos estables de regulación e incentivos. Las finanzas sostenibles son eficaces como palanca de transformación cuanto más integradas se encuentren en los paquetes de políticas públicas. Y lo serán en mayor medida en cuanto estas cuenten con objetivos y criterios, consistentes en el tiempo, así como métricas que permitan a las empresas y a las entidades financieras dirigir y medir la contribución de sus esfuerzos hacia transformaciones relevantes sobre las que existe un consenso para que sucedan. La actuación de la UE en torno al objetivo de la neutralidad climática es un ejemplo.

Dirigidas a crear impactos concretos pueden ser un eficiente instrumento regenerativo. De acuerdo con el nivel de cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible en España, consideramos que existen cinco prioridades en las que deberíamos focalizar nuestra acción en los próximos años:

- Cambio climático – mitigación y adaptación.
- Agua y el saneamiento. Economía circular.
- La educación (y sistema educativo).
- El desempleo juvenil y la empleabilidad.
- El envejecimiento de la población.

2) El factor crítico para el desarrollo de las finanzas sostenibles es la autenticidad de su capacidad transformativa.

El nivel de escrutinio y la menor tolerancia de la sociedad ante malas prácticas apoyará de forma natural la integración profesional de los criterios ESG en los procesos y criterios de gestión de riesgos financieros de forma generalizada. Sin embargo, para lograr la confianza de la sociedad y desbloquear su verdadero potencial, los productos financieros que denominamos sostenibles, deben ir más allá de servir de herramienta de compromiso de las empresas y entidades financieras en cuyo diseño se integran estos factores, sino que además deben demostrar su utilidad real creando un impacto adicional diferencial y medible de forma transparente y rigurosa.

Los compromisos públicos actuales, son una potente palanca transformadora para comenzar, pero deben diseñarse cláusulas que incentiven su cumplimiento, deben ser adecuadamente auditados y la divulgación de sus logros deben ser trazables de acuerdo con las normas internacionales que se adopten.

3) Las finanzas sostenibles promueven servicios financieros cada vez más innovadores y con mayor capacidad de transformación.

Para capitalizar el potencial derivado de la innovación financiera, se necesitan espacios adecuados y una regulación flexible. Los servicios financieros actuales que incluyen factores ESG son una evolución bienvenida que promueve y sobre todo evidencian los compromisos de las compañías y las entidades financieras. Para que estos muestren su verdadera capacidad transformadora, entidades, emisores, partícipes y reguladores, deben colaborar y promover espacios de innovación que permitan la experimentación de nuevos servicios diferenciales de valor añadido ESG. La tecnología será un gran aliado en este propósito.

Las entidades financieras y los mercados de inversión tienen un poder prescriptor principal en la economía. Multiplicar las conversaciones que faciliten el diseño de nuevos productos de impacto y un mejor entendimiento de los riesgos, mejorarán sin duda la vocación social de entidades que han vertebrado el progreso desde hace más de dos siglos.

Para capitalizar el efecto multiplicativo de las finanzas sostenibles, la regulación debiera contar con un mercado componente estratégico capaz de definir unas guías de actuación a largo plazo creando seguridad jurídica. En materia de sostenibilidad, la regulación en Europa no debería ser tan intrusiva como en los temas digitales, sino que convendría que creara un espacio en el que se facilite y promueva la innovación financiera y tecnológica. La sostenibilidad se debería expandir por diseño, no constriñendo.

4) La financiación y la inversión sostenible deben estar integradas en políticas públicas consistentes apoyadas por incentivos públicos.

Las finanzas sostenibles son una fórmula de actuación transformadora del modelo de producción desde el ámbito privado. Los incentivos que orientan la inversión en la dirección sostenible serían de gran eficiencia desde el punto de vista de las finanzas públicas.

En este sentido, los fondos de recuperación propician una oportunidad excepcional dada su vocación descarbonizante y de movilización de capital privado, por lo que pueden ser una extraordinaria palanca para impulsar definitivamente su integración en la cotidianidad de un sistema financiero comprometido con un desarrollo más limpio e inclusivo.

5) El desafío de unas finanzas sostenibles enfocadas a la transformación precisa de nuevas competencias y perfiles profesionales en el sector.

La integración de nuevos factores en el diseño de productos financieros, en la gestión del riesgo o la supervisión, precisa de competencias profesionales diferentes a las tradicionales. La integración en los *curriculums* de los profesionales financieros de los aspectos ESG se está tratando como añadido curricular. La orientación de los servicios financieros hacia un propósito que trascienda al actual ameritaría un rediseño de los fundamentos de la formación de los futuros profesionales.

En este sentido, es urgente **impulsar el conocimiento en la modelización de riesgos climáticos y análisis de escenarios, así como facilitar el entendimiento y la aplicación de la taxonomía.**

Ahora bien, la taxonomía, entendida como una fórmula de clasificación basada en actividades, es una guía que permite el alineamiento con la transición hacia una economía baja en carbono, sin embargo, más allá del clima, las finanzas sostenibles deben tener un espectro de acción más amplio. Es necesario el desarrollo de un mayor número de herramientas igualmente reconocidas y transparentes, capaces de mostrar la alineación entre actividades empresariales, compromisos e impactos producidos.

6) Los ciudadanos deben poder tener la capacidad de aplicar criterios de sostenibilidad en sus decisiones financieras de forma confiable. El conjunto de la sociedad debería poder contar con vehículos financieros que contribuyan de forma efectiva a la transformación, no solo global, sino de su entorno local.

La transformación económica y social no debe ser únicamente de las élites, sino de actitud, de comportamiento. Para ello, las finanzas sostenibles deben trascender de las finanzas corporativas y/o institucionales, de tal manera que los ciudadanos puedan contribuir a esta transformación facilitando y extendiendo **fórmulas** financieras que incorporen la sostenibilidad tanto desde el punto de vista del activo como, por ejemplo, micro financiación o financiación de impacto local, o bajo la óptica del pasivo - *crowdfunding*, pensiones sostenibles, etc.

RESUMEN EJECUTIVO

En un discurso titulado “Rompiendo la tragedia del horizonte – cambio climático y estabilidad financiera”¹ dirigido a la industria aseguradora en Londres, en septiembre de 2015, el entonces Gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del Foro de Estabilidad Financiera, Mark Carney, urgía públicamente al sector financiero a la acción, afirmando que “una vez que el cambio climático sea una realidad, puede que sea demasiado tarde”. A su vez, defendía que “gestionando lo que se puede medir, podemos romper la tragedia en el horizonte (...), podemos construir un círculo virtuoso de comprensión de los riesgos de mañana, mejor definición de los precios por parte de los inversores, mejores decisiones de los gestores políticos, y una más suave transición hacia una economía baja en carbono”. Desde entonces, el sector financiero no sólo ha tomado conciencia de la importancia y urgencia del cambio climático, sino que ha pasado a incorporar su impacto en muchas de sus decisiones. Sin lugar a duda, es difícil encontrar un ejemplo de un tema, como las finanzas sostenibles, y más concretamente las finanzas climáticas, que se haya colado tan rápido y tan alto en la agenda de las instituciones financieras a nivel global.

La humanidad ha disfrutado en las últimas décadas de su periodo de mayor prosperidad y bienestar hasta la fecha. No obstante, hemos vivido importantes y dramáticos episodios, como la crisis financiera de 2008, o más recientemente la pandemia de la Covid-19, que nos recuerdan la fragilidad de nuestro sistema y la necesidad de preservar las bases de un futuro sostenible, equitativo y próspero.

Ya desde finales de los años 60, los inversores, inicialmente en Estados Unidos, comenzaron a introducir criterios éticos en sus decisiones de inversión. En aquella época, fundamentalmente presionados por las protestas de universitarios que exigían no invertir

¹ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf?la=en&hash=7C67E785651862457D99511147C7424FF5EA0C1A>

en empresas militares ligadas a la guerra de Vietnam. Más adelante, los aspectos éticos fueron estructurándose entorno al concepto de sostenibilidad. Ya a finales de los años 90, ante el progreso de la inversión sostenible, se lanzó el índice Dow Jones de Sostenibilidad, como primer índice mundial para identificar y clasificar a las principales empresas sostenibles.

Hoy día, existe un consenso en estructurar la idea de sostenibilidad entorno a tres conceptos fundamentales que conforman las siglas de ASG (o ESG en inglés). Nos referimos a los aspectos Ambientales, Sociales y de Gobernanza. La atención a estos ejes ha cobrado especial vigencia (y podríamos decir que también urgencia) en los últimos cinco años². La aprobación en el año 2015 de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas supuso la creación de un marco de referencia para el logro de ambiciosas metas que deberán marcar la agenda de inversores, empresas y reguladores en la presente década.

La urgencia climática y las inestabilidades que están provocando la creciente conciencia de la existencia de desigualdades en el sistema de economía de mercado actual, están impulsando un movimiento social del que se hace eco la comunidad empresarial en forma de lo que se ha venido a denominar el “capitalismo de los grupos de interés”.

Esta demanda social se está convirtiendo de forma creciente y acelerada en una mayor intervención en economía de los poderes públicos, creando nuevos escenarios regulatorios que monetizan riesgos solo considerados hasta ahora por una minoría ilustrada de grandes empresas.

La naturaleza global de los retos que se plantean entorno a la sostenibilidad, y las externalidades negativas derivadas especialmente de las emisiones que conducen al cambio climático, hacen que la mejor solución posible sea la cooperativa. Así se ha plasmado en los diversos compromisos y acuerdos internacionales que guían los objetivos tanto públicos como privados en este ámbito. También a nivel nacional, la sostenibilidad ha sido incorporada en España a las políticas y a los planes sectoriales.

En paralelo, el sector financiero, impulsado por una potencial demanda, o por la regulación que viene, ha venido desarrollando cada vez más productos que incorporan los factores de sostenibilidad, movilizándolo una parte de su cartera en esta dirección. Además, no han dejado de surgir diversos estudios que sostienen que las compañías calificadas como sostenibles – y, por tanto, los productos que invierten en ellas – son más resilientes, y que esta menor volatilidad les permite, en gran parte de los ciclos de mercado, reducir el riesgo y, en algunos casos, obtener una rentabilidad promedio superior a la del mercado.

Con el objetivo de avanzar de manera decidida y afrontar los riesgos, tanto individuales como sistémicos en el sector financiero, la sostenibilidad, y en especial el cambio climático, han pasado también a formar parte de la agenda de reguladores y supervisores.

² Se puede encontrar una introducción al tema de las finanzas sostenibles en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “El mercado y las finanzas, un aliado inesperado del desarrollo sostenible” por Inés García-Pintos Balbás.

Uno de los primeros retos que ha surgido en la incorporación de los factores sostenibilidad dentro de los criterios y objetivos para la toma de decisiones es la medición de éstos. Como ya preconizaba Mark Carney en el discurso referido más arriba, sólo partiendo de una adecuada medición de cómo los agentes económicos incorporan la sostenibilidad, se puede medir el avance y, sobre todo, se pueden afrontar los riesgos e integrarlos de manera adecuada en la toma de decisiones.

Finalmente, en este proceso de cambio que se requiere para transformar nuestra estructura económica, y para que el sector financiero juegue un papel protagonista, es necesario comenzar mostrando un compromiso desde lo más alto de las instituciones, predicar con el ejemplo, efectuar los cambios organizativos que doten de recursos necesarios a las entidades, y capacitar a las personas para que sean capaces de entender los objetivos y utilizar las herramientas necesarias.

MULTILATERALISMO, EL CAMINO MÁS EFICIENTE PARA AVANZAR HACIA LA SOSTENIBILIDAD

Dada la ambición de los retos entorno a la sostenibilidad, sus objetivos no son alcanzables solamente mediante la interiorización de estos factores por parte de los inversores. Es necesaria una decidida y coordinada actuación a nivel global. La aprobación de la Agenda 2030 por parte de Naciones Unidas en 2015 marcó un hito fundamental, al establecer los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que van a definir la hoja de ruta de la sostenibilidad a lo largo de la próxima década. Por primera vez, todos los países se fijan unas metas comunes en materia de sostenibilidad y se comprometen a hacer públicos sus avances. Además, la Agenda 2030 reconoce la necesidad de la implicación del sector privado para lograr sus objetivos y cubrir las enormes necesidades financieras que se requieren, dando con ello un fundamental protagonismo al sector financiero.

Pero, si hay un ámbito en el que la solución cooperativa se muestra más claramente como el único camino posible, es en la lucha contra las consecuencias del cambio climático. La ciencia ha probado que las emisiones de gases de efecto invernadero tienen un impacto sobre la atmósfera que se traduce en un incremento de la temperatura global de la tierra, con efectos importantes sobre el calentamiento de los océanos, la disminución de glaciares, el aumento del nivel del mar, y la ocurrencia de eventos climáticos extremos, entre otros. Y todo ello, tiene consecuencias substanciales que podrían alterar drásticamente nuestro modo de vida en un plazo de tiempo no muy largo. La única manera de evitar la externalidad negativa que supone la contaminación por parte de un país en el resto del mundo es alcanzar una solución cooperativa.

Eso es precisamente lo que logró, por primera vez de una manera general, el Acuerdo de París en la COP21 de la Convención Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático en el año 2015. Así, 195 países se comprometieron a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero a través de la mitigación, adaptación y resiliencia, con el objetivo de evitar que el incremento de la temperatura media global del planeta supere los 2°C respecto de los niveles preindustriales, y promover esfuerzos adicionales para que

el calentamiento global no supere los 1,5°C. Sólo la salida formal de Estados Unidos del acuerdo en 2020 supuso un cierto paso atrás en los avances cooperativos logrados hasta la fecha, si bien la reintegración en enero de 2021 con la nueva administración supone la vuelta del país más grande del mundo al acuerdo.

El Acuerdo de París exige que los países hagan todo lo que esté en su mano por medio de contribuciones determinadas a nivel nacional (NDC, por sus siglas en inglés). Esto incluye la obligación de que todos ellos informen periódicamente sobre sus emisiones y sobre sus esfuerzos de aplicación. También habrá un inventario mundial cada cinco años para evaluar el progreso colectivo, y para informar sobre nuevas medidas individuales de las partes.

Si bien no existe una cifra oficial sobre el coste de alcanzar los ambiciosos objetivos marcados en el Acuerdo de París, algunas estimaciones, como la realizada por la *Climate Policy Initiative*³, cifran la inversión necesaria para lograr el objetivo de que la temperatura no aumente por encima de los 1,5°C en un rango entre los 1,6 y los 3,8 billones de dólares anuales. La magnitud de este volumen vuelve a poner de manifiesto la necesidad de que los agentes privados se involucren y de que el sector financiero asuma un rol protagonista, redireccionando sus flujos de inversión hacia una cartera verde en los próximos años.

El paquete de medidas más importante establecido hasta la fecha ha sido el plan de acción sobre finanzas sostenibles de la Unión Europea publicado en 2018⁴. Sobre la base de las recomendaciones formuladas por el Grupo de expertos de alto nivel sobre finanzas sostenibles, la Comisión Europea ha establecido una hoja de ruta para potenciar el papel de las finanzas como vector de cambio del tejido productivo europeo, con el objetivo de alcanzar un modelo económico más sostenible. El Plan de Acción forma parte de los esfuerzos de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) por conectar las finanzas con las necesidades de la economía europea.

Con el propósito de alcanzar los objetivos para 2030 acordados en París por la UE (reducción del 40 % de las emisiones de gases de efecto invernadero, incrementada recientemente al 55%), la Comisión Europea estima que se necesitan alrededor de 180.000 millones de euros de inversiones adicionales al año, cifra que ha sido aumentada por el Banco Europeo de Inversiones hasta los 270.000 millones de euros anuales.

El principal objetivo del plan es la reorientación de los flujos de capital hacia inversiones sostenibles. Para ello, la primera medida va dirigida a establecer un lenguaje común que defina qué es sostenible y bajo qué circunstancias, a través de las clasificaciones con criterios homogéneos que se han comenzado a desarrollar bajo la denominación de “taxonomía”. En segundo lugar, se crean las normas y etiquetas para los productos financieros sostenibles que faciliten la inversión con criterios de sostenibilidad, e importantes obligaciones de transparencia para empresas y gestores de fondos. En tercer lugar, se

³ <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/paris-misaligned/>

⁴ Se puede encontrar más información sobre el plan de acción sobre finanzas sostenibles de la Unión Europea en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “La hoja de ruta europea sobre finanzas sostenibles” por Helena Viñes y José Luis Blasco.

trata de facilitar la inversión en proyectos de infraestructura sostenible. En este sentido, el desarrollo de estándares de bonos verdes europeos a partir de las mejores prácticas mundiales tiene como fin potenciar este tipo de productos y canalizar así mayores volúmenes de inversión hacia proyectos sostenibles. Por último, se establece la elaboración de referencias para la inversión en sostenibilidad, que desempeñen un papel en la formación de precios de los instrumentos financieros y permitan a los inversores seguir y medir el rendimiento de estos.

Son múltiples y diversos los acuerdos, compromisos y estándares internacionales que, tanto desde el ámbito público, como desde el privado han ido surgiendo con el objetivo último de fomentar la sostenibilidad.

Una de las primeras iniciativas que se adoptaron, en 2003, fueron los llamados Principios de Ecuador, formulados por la Corporación Financiera Internacional (IFC), como un conjunto de directrices ambientales y sociales de carácter voluntario para la financiación de grandes proyectos de infraestructura. Actualmente, más de 100 instituciones financieras de 38 países han adoptado estos principios.

Por su importancia en relación con el análisis de los riesgos y la divulgación de información relacionada con el clima, cabe por otro lado resaltar la creación en 2015, a petición de los líderes del G20, de la llamada *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) por parte del Consejo de Estabilidad Financiera. Este Grupo de Trabajo ha enfocado sus esfuerzos en que las divulgaciones financieras relacionadas con el clima sean consistentes, fiables y claras. En 2017 la TCFD publicó sus recomendaciones entorno a cuatro grandes áreas: gobernanza, estrategia, gestión de riesgos, y objetivos y métricas.

Por otro lado, como ejemplo de compromiso asumido por el sector financiero, merece la pena destacar la definición de los Principios de Banca Responsable por parte de *United Nations Environment Programme Finance Initiative* (UNEP FI), a la que se han unido más de 200 bancos a nivel global, así como el compromiso asumido por 38 bancos en septiembre de 2019, en el marco de la Asamblea de Naciones Unidas, para alinear sus carteras con los objetivos del Acuerdo de París.

Finalmente, tanto desde el ámbito público como del privado, se han venido estableciendo un creciente número de estándares que facilitan la clasificación de las actividades como sostenibles, como las taxonomías, o que permiten determinar en qué condiciones un determinado instrumento cumple los requisitos para considerarse sostenible. Destacan en este último ámbito, por ejemplo, la elaboración y generalizada aceptación de los principios de bonos verdes por parte de ICMA o la Guía de uso para el estándar de Bonos Verdes de la UE⁵.

LA SOSTENIBILIDAD EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Con el objetivo de responder a los compromisos asumidos a nivel internacional, y de

⁵ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf

facilitar la transición hacia una economía baja en emisiones de carbono, España ha llevado a cabo también importantes actuaciones, tanto desde la perspectiva pública, como desde el ámbito del sector privado.

Así, destaca la aprobación en mayo de 2020 del Proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética⁶, que actualmente se encuentra en fase de tramitación parlamentaria. Esta Ley pretende ser el marco institucional para facilitar de manera predecible la progresiva adecuación de la realidad del país a las exigencias que regulan la acción climática y garantizar la coordinación de las políticas sectoriales, asegurando coherencia entre ellas y sinergias para alcanzar el objetivo de la neutralidad climática en 2050. El proyecto de Ley contempla la creación de dos nuevas figuras fundamentales para determinar el marco de actuación en materia de acción contra el cambio climático. Se trata de las dos herramientas de gobernanza de clima y energía establecidas a nivel europeo sobre la gobernanza de la Energía y de la Acción por el Clima: los Planes Nacionales Integrados de Energía y Clima (PNIEC) y la Estrategia de Descarbonización a 2050.

Por otro lado, el sector privado también ha mostrado un compromiso creciente con la sostenibilidad, que se ha plasmado, entre otros aspectos, en la adopción de compromisos sectoriales, como el asumido con ocasión de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP25) celebrada en Madrid en diciembre de 2019. A través de este compromiso de acción colectiva, los principales bancos españoles, representando más del 95% del sector, se comprometieron a reducir la huella de carbono en sus Carteras de crédito, en línea con los objetivos del Acuerdo de París. Los bancos firmantes se comprometen además a desarrollar las metodologías necesarias para valorar el impacto que puede tener en sus balances la actividad desarrollada por sus clientes desde un punto de vista de preservación del medio ambiente y la lucha contra el cambio climático.

Así mismo, también destaca a nivel sectorial la creación de FINRESP (Centro de Finanzas Responsables y Sostenible de España) por parte de la AEB, la CECA, INVERCO, UNACC y UNESPA en 2019. FINRESP tiene como objetivo promover y acelerar el cumplimiento de los compromisos financieros ligados a los ODS, y se propone, entre otras cuestiones, promover soluciones de financiación, de seguros e inversión innovadoras para facilitar este proceso de adaptación de las pymes españolas.

LA REESTRUCTURACIÓN HAY QUE FINANCIARLA. EL PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO

El sector financiero lleva desde hace bastante tiempo atendiendo al impacto social y ético de sus actuaciones. La banca ha destinado recursos a estos fines, como parte del movimiento filantrópico surgido especialmente en Estados Unidos, con el tratamiento fiscal a las donaciones corporativas, así como dentro del concepto de Responsabilidad

⁶ https://www.miteco.gob.es/es/ministerio/proyectedeleydecambioclimaticoytransicionenergetica_tcm30-509256.pdf

Social Corporativa (RSC). Ya en los años 70, en los países del centro y norte de Europa, surgió el concepto de banca ética en su concepción moderna, como una banca que trataba de ofrecer servicios financieros en los entornos en los que operaba. Igualmente, los proveedores de servicios financieros han prestado atención a colectivos desfavorecidos a través de programas y productos especialmente diseñados para fomentar la inclusión financiera en aquellas regiones del mundo con menores niveles de bancarización como, por ejemplo, a través de los microcréditos.

Sin embargo, el grado de ambición de los objetivos de sostenibilidad descritos anteriormente y las ingentes necesidades financieras asociadas (el *Global Future Council on Development Finance*⁷ estima que el logro de los ODS en 2030 requerirá una financiación equivalente al 3% del PIB mundial), da a las entidades financieras un renovado e importante papel protagonista. Del concepto de banca ética se ha pasado a uno mucho más amplio, como es el de banca responsable, y que cubre todos los ámbitos del concepto de ASG.

Desde que en 2015 se acordaran los ODS en el marco de Naciones Unidas y se firmó el Tratado de París, el sector financiero comenzó a tomar conciencia de la necesidad de actuar con celeridad para afrontar los riesgos derivados del impacto del cambio climático sobre la estabilidad financiera. Desde aquel momento hasta hoy, se ha avanzado de manera notable en definir el rol que las instituciones financieras deben jugar en esta transición hacia una economía más sostenible.

Hoy, el sector financiero tiene un papel fundamental de inversor, financiador, prescriptor y asesor para la transformación de los modelos económicos y sociales hacia una economía más sostenible. Es más, en los planes de negocio de algunos de los grandes bancos globales, estos temas pasan a ser el eje troncal de la estrategia para los próximos años. El foco está puesto, tanto en la integración de la sostenibilidad en la gestión de los riesgos, como en la necesidad de reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles.

LA SOSTENIBILIDAD ENTENDIDA A TRAVÉS DE SUS CRITERIOS DE INVERSIÓN

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) se puede definir como una estrategia de inversión que sobrepondera los criterios ambientales, sociales y de gobernanza en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión. Dentro de los tres criterios, los aspectos ambientales son los que mayor atención han recibido por parte de inversores y reguladores. Veamos con más detalle cada uno de ellos:

⁷ <https://www.weforum.org/agenda/2020/01/unlocking-sdg-financing-decade-delivery/>

1) Los factores ambientales⁸

El grado y aceleración del deterioro del planeta es un motivo de preocupación global. Desde las catástrofes producidas en los años setenta, principalmente por la industria petrolera, minera y química, los riesgos ambientales han formado parte de la evaluación de las compañías. Estos riesgos hacen referencia a la posibilidad de que, de forma natural o por acción humana, se produzca daño en el medio ambiente. Por ejemplo, un vertido de petróleo. Pero ha sido con la creación del consenso científico alrededor del clima cuando los factores ambientales han formado parte de las conversaciones de los consejos de administración y de las mesas de negociación de valores.

El modelo productivo global dominante durante el último siglo, basado en energías producidas con combustibles fósiles, ha demostrado tener como impacto colateral un incremento de la temperatura media del planeta con graves consecuencias sobre nuestro modo de vida e importantes riesgos asociados. El fuerte impacto potencial y la alta probabilidad de ocurrencia de estos riesgos han sido reconocidas en el Informe Global de Riesgos Globales que elabora el *World Economic Forum* anualmente, pasando de no recoger los riesgos ambientales en 2011 a ser los de mayor probabilidad de ocurrencia en 2021⁹.

Desde que en 2005 Nicholas Stern publicara uno de los primeros análisis sobre el impacto económico del cambio climático¹⁰, estimando el coste de la inacción en un 5% del PIB global, son muchos los estudios que se han publicado, dando dimensión a un riesgo muy substantivo para la economía mundial.

Los riesgos climáticos se consideran desde dos puntos de vista:

- **Riesgos físicos:** Hacen referencia a impactos del cambio climático que pueden dañar propiedades o activos. Por ejemplo, eventos climáticos extremos, como inundaciones o tormentas que pueden producir daños en propiedades o interrumpir el comercio. Más a largo plazo, pueden incluso afectar a la capacidad de producción.
- **Riesgos de transición:** Son riesgos que se derivan de cambios en las políticas, responsabilidades, preferencias de mercado o cambios en la tecnología para avanzar hacia una economía verde. Esta transición puede dar lugar a cambios en las valoraciones de activos. Por ejemplo, la pérdida de valor de activos basados en combustibles fósiles.

Dada la dimensión del riesgo, y teniendo en cuenta además los plazos que ma-

⁸ Se puede encontrar más información sobre los factores ambientales en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Precursores de las Finanzas Sostenibles I: El Cambio Climático” por José Luis Blasco.

⁹ http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2021.pdf

¹⁰ N. H. Stern, *The Economics of Climate Change: The Stern Review* (Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2007).

neja la comunidad científica para que el aumento de la temperatura media del planeta se materialice, son muchas las reacciones y compromisos de actuación por parte de los poderes públicos para tratar de revertir la actual tendencia. Desde que en junio de 2019 el Reino Unido estableciera por ley la neutralidad en carbono (es decir, la compensación de las emisiones de efecto invernadero con plantaciones de árboles o el cambio del uso del suelo) para 2050, distintos países, que representan ya el 50% del PIB mundial, según Naciones Unidas¹¹, se han comprometido a lograr este objetivo.

No obstante, el cambio necesario va más allá de esta mera neutralidad, tal y como, por ejemplo, ha reconocido la Unión Europea, que, en su ambicioso paquete de medidas recogido bajo el *EU Green Deal*¹², tiene como objetivo un cambio del modelo económico y social, destinando el 37% del presupuesto comunitario en los próximos años a proyectos e inversiones catalogadas como sostenibles de acuerdo con el Reglamento de la taxonomía de la UE.

La transición hacia una economía verde requiere una fuerte inversión, que IFC estima en más de 10 billones de dólares tan sólo en los mercados emergentes durante la próxima década¹³. Evidentemente, ese volumen de inversión no puede provenir exclusivamente de fuentes públicas. El sector privado juega un papel protagonista en esta transformación económica, y eso implica también una importante oportunidad derivada del cambio climático para empresas e inversores. Algunos de los sectores en los que más claramente se concreta esta oportunidad son: energías renovables y eficiencia energética, infraestructuras y edificios, agricultura y explotaciones forestales, seguros, turismo y movilidad sostenible.

2) La perspectiva social¹⁴

Con el fin de corregir algunas de las inercias que la economía de mercado ha ido creando en las últimas décadas, desde la perspectiva de la sostenibilidad, se ha prestado creciente atención a aspectos tales como la diversidad y el género, los derechos humanos, la protección de los datos, o los estándares laborales. Adicionalmente, las empresas han pasado a dar mucha mayor importancia al cuidado de su relación con todos los grupos de interés a su alrededor, no sólo con los accionistas, sino también con clientes, empleados, comunidades, proveedores, etc.

Parece haber un cierto consenso sobre el hecho de que el factor común en el origen de los problemas sociales está asociado al fenómeno de la desigualdad que el sistema capitalista, el desarrollo tecnológico y la globalización han generado en

¹¹ <https://www.un.org/press/en/2020/sgsm20411.doc.htm>

¹² https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_es

¹³ https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/26f79a1b-c191-494b-b2d9-c891e138bb37/IFC_GreenReport_FINAL_web_1-14-21.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ns1JVaR

¹⁴ Se puede encontrar más información sobre la perspectiva social en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Precursores de las Finanzas Sostenibles II: La perspectiva social” por José Luis Blasco.

distintos ámbitos. A nivel global, se han fijado ambiciosos objetivos para reducir estas desigualdades. Es más, el concepto de “crecimiento inclusivo” se está convirtiendo en un deseado objetivo por parte de instituciones multilaterales y gestores de política pública a nivel global.

Si la crisis financiera de 2008 aumentó el foco en algunos de estos problemas, la crisis provocada por la Covid-19 ha catalizado movimientos solidarios y acelerado aún más la preocupación por las cuestiones sociales, lo cuál ha tenido un reflejo en el incipiente mercado de nuevos instrumentos de inversión, como los bonos de impacto social, que permiten la financiación de actividades exclusivamente guiadas por fines sociales que buscan compromisos de beneficios sociales adicionales e impactos positivos tangibles.

3) La gobernanza¹⁵

El tercer pilar que conforma el concepto de sostenibilidad tradicional en la inversión hace referencia al gobierno corporativo de las empresas. En el plano teórico, viene descrito por el problema de agencia y el deber fiduciario, en el que los gestores (agente) tienen que tomar decisiones en representación del interés de los accionistas (principal), lo cuál puede generar diferentes situaciones de conflicto de interés.

Adicionalmente, diversos casos de fraudes o actuaciones irresponsables por parte de los gestores han ido aumentando el escrutinio sobre la gestión de las empresas por parte de accionistas y otros grupos de interés. Así, ha ido surgiendo el concepto de activismo inversor, como una estrategia en la que el inversor realiza una participación a través de los órganos de gobierno y por otras vías, con el objetivo de mejorar la gobernanza de una compañía y generar valor como resultado de ello.

Con el objetivo de minimizar los conflictos de interés y de aumentar la transparencia en las actuaciones, se han ido articulando las prácticas de buen gobierno corporativo, que tratan de definir el conjunto de procesos, políticas y relaciones por las que las empresas son controladas y gestionadas. El marco normativo en el caso español viene recogido fundamentalmente por la Ley de Sociedades y por el Código de Buen Gobierno de la CNMV.

Entre los aspectos que recogen las normas y códigos de buen gobierno destacan la definición de las responsabilidades y modo de funcionamiento de la junta general de accionistas y del consejo de administración, con especial énfasis en este último caso en el perfil que deben tener los consejeros, así como en la necesidad de configurar una serie de comités con reporte directo al consejo (como el de auditoría, el de nombramientos y retribuciones, y el de riesgos en el caso de entidades

¹⁵ Se puede encontrar más información sobre la gobernanza en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Precursores de las Finanzas Sostenibles III: El Buen Gobierno” por Borja Miranda.

bancarias). Finalmente, otro de los aspectos a los que se le ha dedicado especial atención es al establecimiento de un sistema de remuneraciones que permita alinear los intereses de los accionistas, sin caer en las tentaciones cortoplacistas que, a menudo, pueden tener los gestores.

LOS PRODUCTOS SOSTENIBLES. UNA CARTERA CADA VEZ MÁS AMPLIA

Las inversiones que a nivel global se realizan con criterios de sostenibilidad, han experimentado fuertes tasas de crecimiento en los últimos años, superando ya en 2018 los 30 billones de dólares, según el último informe publicado por la *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*¹⁶, con un especial protagonismo de Europa como región que más ha apostado por la aplicación de estos criterios de inversión¹⁷.

Si bien en sus orígenes la inversión socialmente responsable se centraba fundamentalmente en ciertos fondos éticos que aplicaban determinadas exclusiones a sectores o empresas que realizaran prácticas contrarias a ciertos valores modales, hoy día, los inversores han incorporado también otras estrategias más diversas y complejas. Entre estas estrategias destacan: la selección de compañías basadas en el criterio de *best in class* (es decir, invertir dentro de un sector en aquella compañía con mejor comportamiento en términos de ASG); la utilización del criterio *best in universe* (que invierte en las empresas mejor valoradas desde la perspectiva ASG, independientemente de su sector); el uso del criterio de *best efforts* (que prima a aquellos emisores que más hayan mejorado en sus prácticas ASG); la inversión que integra los criterios ASG en el análisis; las inversiones temáticas (por ejemplo, en temas medioambientales o sociales); las que persiguen impacto; o la denominada *engagement y voting*, que supone una gestión activa en la que el inversor pasa a ejercer sus derechos como accionista para, a través de los órganos de gobierno, cambiar las prácticas de la empresa y alinearlas con criterios ASG.

En el caso de España, según un informe publicado por Spainsif en 2020¹⁸, los activos bajo gestión que siguen alguna estrategia de inversión sostenible y responsable superaron los 285.000 millones de euros en 2019, observándose además un significativo aumento de la demanda de este tipo de producto por parte de los inversores minoristas, que ya copan casi el 20% de la inversión en este tipo de instrumentos. Además, esta tendencia previsiblemente se acelerará en los próximos años. Teniendo en cuenta que, según recoge una encuesta realizada por el Observatorio de INVERCO en 2019¹⁹, los menores de 26 años son lo que más demandan productos con criterios ASG, dedicando el 91% de sus ahorros a inversión sostenible, a medida que estos jóvenes vayan teniendo mayor capacidad de ahorro, este tipo de inversión incrementará su demanda.

Por su parte, entre los instrumentos de renta fija, el mercado de emisiones sostenibles,

¹⁶ <http://www.gsi-alliance.org>

¹⁷ Se puede encontrar más información sobre la evolución de demanda de ISR en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “La Demanda” por Javier Garayoa.

¹⁸ https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2020/11/AF_Estudio_Anual_Spainsif_2020web.pdf

¹⁹ <https://view.publitas.com/evercom/vi-barometro-del-ahorro-observatorio-inverco-28-10-2019/page/1>

cuyos fondos están destinados a proyectos alineados con criterios de sostenibilidad, ha experimentado también un fuerte desarrollo en la última década²⁰.

Desde la emisión del primer bono verde en 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Banco Mundial, con el objetivo de financiar proyectos que tuvieran un impacto positivo en el medioambiente, este mercado ha experimentado un fuerte crecimiento, hasta superar a cierre de 2020 el billón de dólares de emisiones acumuladas, según los datos de *Climate Bond Initiative*²¹. Un hito importante a la hora de alinear los criterios bajo los cuáles deben emitirse este tipo de bonos fue la publicación en 2014, y su posterior actualización en 2018, de Principios de Bonos Verdes (GBP por sus siglas en inglés), formulados por la Asociación Internacional de Mercados de Capital (ICMA). Éstos establecen unas pautas de adopción voluntaria que recomiendan transparencia y divulgación, y promueven la integridad en el desarrollo del mercado de bonos verdes, estableciendo un marco para la emisión de estos. Finalmente, y con objeto de dar mayores garantías a los inversores sobre el alineamiento de los bonos verdes con los GBP, se considera una buena práctica que el emisor de este tipo de instrumentos solicite una verificación externa por parte de alguna agencia de rating o entidad independiente internacionalmente reconocida.

Una segunda tipología de bonos, que ha tenido un creciente desarrollo, son los bonos sociales. Dentro de las categorías elegibles para este tipo de emisiones, según los Principios de Bonos Sociales actualizados por ICMA en 2020, están el acceso a servicios esenciales (como la salud o la educación), el acceso a una vivienda asequible, las infraestructuras básicas, o la creación de empleo. Los bonos sociales han mostrado un especial dinamismo en 2020 como respuesta para financiar algunos de los acuciantes problemas derivados de la Covid-19.

Adicionalmente, han ido surgiendo en el mercado otros instrumentos que permiten invertir en proyectos ligados a los criterios de sostenibilidad. Entre ellos, destacan: los bonos sostenibles (cuyos fondos se aplican para financiar una combinación de proyectos verdes y sociales elegibles); los bonos “sustainability-linked” (que vinculan el cupón al cumplimiento de determinados indicadores de sostenibilidad); los bonos “ODS-linked” (que, más en concreto, vinculan el cupón al cumplimiento de los ODS); los bonos de género (cuyo uso de fondos va ligado a inversiones vinculadas a promover iniciativas de equidad de género, como por ejemplo, el desarrollo de PYMEs lideradas por mujeres); los bonos azules (cuyo uso de fondos va ligado a inversiones vinculadas a promover la conservación de la vida oceánica); los bonos de transición (cuyo uso de fondos va destinado a proporcionar recursos financieros a aquellas compañías que son “marrones” en la actualidad, pero que tienen la ambición de afrontar su transición a verde en el futuro); o los préstamos verdes (que engloban a cualquier tipo de instrumento de préstamo disponible exclusivamente para financiar o refinanciar proyectos verdes elegibles).

Este tipo de emisiones no sólo han sido realizadas por emisores privados, sino que los

²⁰ Se puede encontrar más información sobre los productos de emisión sostenibles en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Productos de Inversión y Emisión” por Javier Santos.

²¹ <https://www.climatebonds.net>

tesoros nacionales también han sido en los últimos años emisores activos de estos instrumentos²². El principal emisor soberano de bonos verdes en Europa es Francia. Otros países que también han emitido este tipo de bonos son Polonia, Holanda, Bélgica, Irlanda, Estonia y Lituania. España, por su parte, ha anunciado su intención de emitir, por primera vez, un bono verde en 2021.

Por otro lado, la actividad del sector asegurador tampoco ha sido ajena a los factores de sostenibilidad, tanto en su faceta inversora (su carácter de inversor institucional con un objetivo temporal de largo plazo hace que su estrategia inversora se alinee particularmente con los objetivos de sostenibilidad), como en su función nuclear, como proveedor de protección a los asegurados frente a diversos riesgos, entre ellos, los riesgos medioambientales²³.

LA INVERSIÓN SOSTENIBLE, UNA INVERSIÓN RENTABLE

Los inversores y ahorradores son cada vez más conscientes de los temas entorno a la sostenibilidad, y quieren saber qué actividades se financian con sus ahorros, y en muchos casos invertir en instrumentos que permitan lograr determinados objetivos sociales o medioambientales. No obstante, este carácter altruista no elimina el carácter “egoísta” de todo inversor, que viene marcado por el logro de una rentabilidad razonable. Los dos canales fundamentales a través de los cuáles la sostenibilidad genera valor son a través del incremento del retorno sobre el capital, y a través de la reducción del coste del capital²⁴.

En este sentido, son múltiples los análisis que han sido publicados para defender la hipótesis de que la inversión que tiene en cuenta los criterios de sostenibilidad genera mejores resultados financieros que aquella que es ajena a dichos criterios.

Más en concreto, algunos estudios, como el elaborado por MSCI²⁵, apuntan, por ejemplo, a que la sostenibilidad se asocia a mayores márgenes y beneficios menos volátiles. Otros, como el elaborado por Forética²⁶, documentan las pérdidas generadas a los inversores como consecuencia de los shocks ESG ocurridos en la última década. En similar dirección apuntan otros estudios, como el realizado por Bank of America Merrill Lynch²⁷, en el que se muestra cómo un mejor comportamiento en sostenibilidad está correlacionado con un menor riesgo, reduciendo la volatilidad de los beneficios y mejorando los flujos de caja.

²² Se puede encontrar más información sobre las emisiones soberanas sostenibles en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “El Mercado de Bonos Verdes” por Ricardo Gimeno.

²³ Se puede encontrar más información sobre el papel del sector asegurador en la sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Seguro y Finanzas Sostenibles” por María Aránzazu del Valle Schan.

²⁴ Se puede encontrar más información sobre la relación entre sostenibilidad y rentabilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Los Inversores. Los factores ESG impactan en la relación rentabilidad riesgo” por Jaime Silos Leal.

²⁵ Foundations of ESG investing - Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance. MSCI, 2017.

²⁶ El valor de la gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera. Forética, 2018.

²⁷ ESG Matters – US. 10 reasons you should care about ESG. Bank of America Merrill Lynch, 2019.

EN LA AGENDA DE REGULADORES Y SUPERVISORES

Los bancos centrales y los supervisores bancarios a nivel global, cada vez más conscientes del riesgo sistémico para la estabilidad financiera derivado del cambio climático, están incorporando en la regulación bancaria y en la práctica supervisora la necesidad de analizar y gestionar los riesgos climáticos²⁸.

Como organismo de colaboración, en 2017 se creó la Red de Bancos Centrales y Supervisores para el Sistema Financiero Verde (NGFS por sus siglas en inglés). Dentro de las recomendaciones a sus miembros que este organismo publicó en 2019, destacan la integración de los riesgos climáticos en el seguimiento de la estabilidad financiera y en su inclusión a las pruebas de resistencia, la incorporación de los factores de sostenibilidad en la gestión de las carteras, la reducción de la brecha de datos, y la homogeneización de la información mediante el desarrollo de taxonomías.

A ello le han seguido la elaboración de documentos detallando las expectativas supervisoras por parte de distintos bancos centrales en Reino Unido, Alemania, Países Bajos, o España, entre otros. En concreto, el Banco de España en sus declaraciones públicas ha anunciado cómo el supervisor va a verificar que las entidades están incorporando los riesgos medioambientales en sus estrategias y análisis y seguimiento de riesgos, y cómo la información que se genera internamente llega hasta el propio Consejo. La expectativa supervisora a corto y medio plazo del Banco de España sería que las entidades entiendan las implicaciones de este riesgo y sean capaces de identificarlo y medirlo, siempre de modo proporcional a su tamaño y complejidad²⁹.

El Banco Central Europeo también ha hecho públicas sus expectativas supervisoras en 2020³⁰, en un documento que pone el énfasis en la gestión de los riesgos climáticos en relación con el modelo de negocio y la estrategia, la gobernanza y la divulgación de información. Se trata de un conjunto de expectativas no vinculantes, que incorpora una lista no exhaustiva de prácticas que el BCE considera deseables, con el objetivo de que las entidades consideren los riesgos climáticos y medioambientales en sus estrategias de negocio y gobernanza, y en sus marcos de gestión de riesgos. La Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales del BCE constituye una base para el diálogo supervisor, que el BCE utilizará para analizar las posibles divergencias de las prácticas de las entidades respecto a las expectativas. No se trata de un enfoque estático, sino El BCE continuará desarrollando su enfoque de supervisión respecto a la gestión y la comunicación de los riesgos relacionados con el clima y medioambientales a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta los cambios regulatorios y la evolución de las prácticas del sector y de la comunidad supervisora.

²⁸ Se puede encontrar más información sobre el plan de acción sobre la agenda de reguladores y supervisores en el ámbito de la sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Los Reguladores y Supervisores. Punto de vista del supervisor bancario” por Clara Isabel González Martínez.

²⁹ <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/delgado181019.pdf>

³⁰ <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.es.pdf>

La Autoridad Bancaria Europea (EBA), por su parte, ha publicado su plan de acción en finanzas sostenibles³¹ con objeto de integrar los factores de sostenibilidad en el ámbito de la banca. En este sentido, la EBA ha comenzado a trabajar en cómo incorporar los riesgos ASG en el proceso de evaluación supervisora, así como en el desarrollo de estándares técnicos que permitan la medición y divulgación de estos riesgos. Por otro lado, la EBA tiene un mandato para el desarrollo de pruebas de resistencia para los bancos con diferentes escenarios de severidad, y en un plazo más tardío, deberá también evaluar si el tratamiento prudencial diferenciado para activos con objetivos ambientales o sociales estaría justificado.

Igualmente, el resto de las autoridades que forman parte del sistema europeo de supervisores financieros, la Autoridad de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), han recibido mandatos de desarrollar planes de acción en sus respectivas áreas de competencia.

En su Orientación Estratégica 2020-2022³², ESMA se ha comprometido a integrar los factores de sostenibilidad en la evaluación de los riesgos, en el establecimiento de un marco normativo único a nivel europeo, en la convergencia supervisora, y en la supervisión directa de entidades financieras. Para ello, la institución se centrará en la identificación de riesgos de sostenibilidad y en la promoción de la transparencia de la información sobre factores ASG por parte de emisores y participantes en los mercados, con el fin de que los inversores tengan un mejor conocimiento del impacto de estos factores en sus inversiones.

Dentro del ámbito de los supervisores de mercados de capitales, a nivel nacional, la CNMV ha venido trabajando en los últimos años para favorecer el desarrollo de las mejores prácticas en materia de responsabilidad social empresarial y gobierno corporativo y las evaluaciones de riesgos de sostenibilidad a más largo plazo. En este sentido, la CNMV ha destacado en su Plan de Actividades 2020 la función que debe cumplir como entidad supervisora, de velar y contribuir decisivamente a que los inversores puedan acceder a una información de calidad sobre los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza, todo ello dentro del contexto del nuevo marco normativo europeo³³.

EIOPA, por su parte, ha incorporado la sostenibilidad en su plan de acción para los próximos años³⁴, poniendo el foco en el desarrollo de herramientas y metodologías que permitan medir los factores ASG en la actividad aseguradora, y crear marcos para que las compañías de seguros y fondos de pensiones puedan incorporar en sus inversiones los criterios de sostenibilidad.

³¹ https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library//EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf

³² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-1942_strategic_orientation_2020-22.pdf

³³ Se puede encontrar más información sobre el plan de acción sobre la agenda de la CNMV y ESMA en el ámbito de la sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Los Reguladores y Supervisores. Punto de vista del supervisor del mercado de valores” por Teresa Rodríguez Arias.

³⁴ https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/administrative/eiopa-20-590_spd_2021-2023.pdf

Finalmente, la Comisión Europea también se ha comprometido a modificar ciertos aspectos dentro de la normativa de MiFID II (Directiva sobre Mercados e Instrumentos Financieros) y su reglamento de desarrollo³⁵, como los actos delegados para que se consideren en las evaluaciones de idoneidad las preferencias sobre aspectos ASG que los clientes puedan tener, y se tengan en cuenta los riesgos de sostenibilidad por parte de las empresas de servicios de inversión.

LO QUE NO SE PUEDE MEDIR, NO SE PUEDE VALORAR

Como paso previo a la fijación de objetivos y métricas realistas, que permitan hacer un seguimiento de la transición hacia una economía más sostenible o la gestión de los riesgos asociados, surge la necesidad de tener un entendimiento común sobre cuándo se considera que una actividad económica es sostenible. Así, con el objetivo de establecer un sistema de clasificación de las actividades comúnmente aceptado, se han desarrollado las denominadas taxonomías, que fundamentalmente se han centrado por el momento en el impacto medioambiental. Al proporcionar una definición armonizada sobre qué se considera verde, las taxonomías crean una seguridad para empresas, inversores y gestores de política pública, evitando el denominado “greenwashing” o blanqueo ecológico (es decir, la práctica por la que algunas empresas pudieran presentar una inversión como respetuosa con el medioambiente aunque en realidad no lo sea, o lo sea en una cuantía mínima), ayudando a las empresas a realizar su transición hacia una economía más sostenible, y mitigando la posible fragmentación del mercado.

El desarrollo de la taxonomía es un trabajo muy técnico que, por ejemplo, en el caso de la Unión Europea, ha costado más de dos años de trabajo, hasta su publicación en junio de 2020, al Grupo de expertos en finanzas sostenibles encargado de elaborarla.

Según la taxonomía verde de la Unión Europea, una actividad económica tendrá la consideración de medioambientalmente sostenible cuando contribuya sustancialmente a uno o varios de los siguientes objetivos: la mitigación del cambio climático; la adaptación al cambio climático; el uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos; la transición hacia una economía circular; la prevención y control de la contaminación; y la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas. Por el contrario, una actividad económica no debe considerarse medioambientalmente sostenible si son más los daños que causa al medioambiente que los beneficios que aporta.

Con el fin de aumentar la transparencia, y para que los participantes en los mercados financieros proporcionen a los inversores finales un punto de comparación objetivo en relación con las inversiones que financian actividades económicas medioambientalmente sostenibles, la Unión Europea ha complementado las normas de transparencia con obligaciones de divulgación de información no financiera para las empresas a partir de cierto tamaño.

³⁵ Se puede encontrar más información sobre el papel de la CNMV y Inclusión de factores ambientales, sociales y de gobernanza en MiFID II en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Información y formación al público” por Teresa Rodríguez Arias.

Con carácter general, mientras que la divulgación de los estados financieros de las empresas está claramente definida por normas y estándares nacionales e internacionales, la publicación de la información no financiera está escasamente regulada.

A un contexto inicial marcado por la voluntariedad en cuanto a la divulgación de información en los primeros años del presente siglo, le ha seguido la profusión de estándares de diversa índole. Uno de los primeros estándares que surgió fue el de la *Global Reporting Initiative (GRI)*, que desde su creación en 2000 ha venido proporcionando estándares a las organizaciones para usar un lenguaje común en su reporte del impacto sobre la sostenibilidad. Posteriormente, con el objetivo de proporcionar un reporte unificado fueron surgiendo otras iniciativas, como la del *International Integrated Reporting Council (IIRC)*. En el ámbito de la contabilidad, cabe resaltar los estándares emitidos por el *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, cuyo uso hoy se ha extendido bastante entre los inversores.

Por su parte, la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*, ha establecido una serie de recomendaciones en cuanto a la divulgación de información no financiera relacionada con el clima para garantizar que ésta sea consistente, fiable y clara.

Los reguladores y supervisores también han ido impulsando y, en algunos casos, estableciendo como obligatoria la adopción de estándares en materia de divulgación y reporte. Así, la Directiva comunitaria de divulgación de información no financiera (conocida como NFRD por sus siglas en inglés) estableció en 2014 la exigencia a las grandes empresas (con más de 500 empleados) de que publiquen información no financiera sobre su impacto en la sociedad y el medio ambiente. Esta normativa fue traspuesta al ámbito español por la Ley 11/18 en materia de información no financiera y diversidad. A finales de 2019, la Comisión Europea inició un proceso de consulta encaminado a la revisión de la Directiva NFRD para reforzar las exigencias de divulgación en relación con los aspectos de sostenibilidad.

Adicionalmente, con objeto de ofrecer información transparente al mercado, han ido surgiendo diversos proveedores que clasifican a las empresas en función de su grado de cumplimiento con los criterios ASG³⁶. Estos proveedores pueden clasificarse en tres grandes categorías: fundamentales, integrales o especializados.

Los proveedores de datos fundamentales son aquellos que recogen y agregan datos públicos, sin usar una metodología de calificación propia ni proporcionar puntuaciones sobre las empresas. Refinitiv y Bloomberg serían dos ejemplos de este tipo de proveedores.

En segundo lugar, los proveedores integrales son aquellos que combinan datos objetivos y subjetivos para desarrollar su propia metodología de calificación, dando finalmente una puntuación a cada empresa. Algunos ejemplos dentro de esta categoría serían MSCI, Sustainalytics o Vigeo Eiris.

³⁶ Se puede encontrar más información sobre las distintas fuentes de datos ASG en los artículos de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Los proveedores de información ESG” por Susana Peñarubia, y “La Transparencia como elemento de confianza. Transparencia y datos” por María José Galvez Cadona.

Finalmente, los proveedores especializados calculan métricas de atributos específicos ASG, como la medición de la huella de carbono, la gobernanza, los derechos humanos o la diversidad de género. Ejemplos de este tipo de proveedores sería TrueCost o Equileap.

Los proveedores de calificación ASG juegan un papel cada vez más relevante a la hora de que aquellos inversores interesados en los criterios de sostenibilidad puedan tomar sus decisiones. No obstante, existe todavía un importante camino a recorrer en cuanto a la homogeneidad de la información que proporcionan. En este sentido, diversos estudios apuntan a una baja correlación entre las calificaciones de rating realizadas por los distintos proveedores de información debido, fundamentalmente, a diferencias en los atributos utilizados para medir la sostenibilidad, en la ponderación de los distintos atributos, o en los indicadores utilizados.

ES NECESARIO INTEGRAR EL ANÁLISIS Y LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS

Si bien no disponemos aún de una información totalmente comparable y de calidad, y a pesar de la carencia de estándares, cada vez cobra mayor importancia, y así lo están exigiendo los reguladores y supervisores financieros, el realizar un adecuado análisis y gestión de los riesgos, especialmente de los climáticos.

Los riesgos climáticos tienen una serie de características que los hace substancialmente diferentes de otro tipo de riesgos, como los financieros u operacionales. Fundamentalmente, se trata de unos riesgos con un horizonte temporal que puede ser bastante largo en comparación con las tipologías de riesgos tradicionales, y que, generalmente, exceden los escenarios contemplados en los planes estratégicos (normalmente, entre tres y cinco años), pero que, sin embargo, pueden llegar a tener un impacto muy elevado. Y, además, estos riesgos se producen en un contexto de elevada incertidumbre sobre la velocidad de su materialización. Así, resulta necesario repensar las herramientas de análisis y desarrollar nuevos modelos de riesgos que permitan identificar, medir, evaluar y gestionar los mismos.

Con este objetivo, han ido surgiendo diversas metodologías³⁷. En función del objetivo que se persiga, hay herramientas que ayudan a conocer el grado de exposición de una cartera, otras que facilitan un cálculo de las emisiones de gases de efecto invernadero y otras que establecen modelos prospectivos basados en el análisis de escenarios. Éstas últimas, generalmente realizan un análisis basado esencialmente en escenarios, con un horizonte temporal de varias décadas, tal y como recomienda el TCFD. La mayoría de las metodologías desarrolladas hasta ahora se han centrado en escenarios climáticos basados en la temperatura, si bien también hay metodologías que lo han hecho en función de determinados eventos. Por otro lado, también podemos distinguir las metodologías en función de si su enfoque es general o sectorial. En cualquier caso, dentro de los atributos que se considera deseable que incluyan las metodologías para el análisis de los riesgos

³⁷ Se puede encontrar más información sobre las distintas metodologías disponibles para evaluar los riesgos climáticos en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Integración de los criterios ESG en el análisis de los riesgos: Metodologías y análisis de impacto” por Juan Carlos Delrieu.

climáticos, destacan la usabilidad, la consistencia, la fiabilidad, la complementariedad y la transparencia.

Desde una perspectiva del análisis que realizan, podemos clasificar las metodologías de análisis de los riesgos climáticos en aquellas que hacen un análisis retrospectivo (*backward-looking*), o metodologías de exposición, y metodologías de análisis prospectivo (*forward-looking*), o metodologías de valoración.

Entre las metodologías de exposición que evalúan las decisiones que se han tomado en el pasado destacan, por un lado, las que realizan una medición de la huella de carbono, entre las que destaca la elaborada por la iniciativa holandesa *Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF)*. La huella de carbono se mide utilizando tanto datos específicos sobre las actividades, como factores de emisión externos proporcionados, entre otros, por la Agencia Internacional de la Energía. Estas metodologías pueden ser útiles para establecer el punto del que parte una empresa o una cartera de inversión. Sin embargo, dada su propia naturaleza retrospectiva, la imposibilidad de consolidar los resultados a medida que se amplía el perímetro, o la posibilidad de duplicar el conteo, en ciertos casos pueden dar lugar a errores en el análisis, si no se tienen en cuenta estos factores.

Al mismo tiempo, dentro de las metodologías de exposición, las taxonomías han ido cobrando una creciente importancia. Se trata en este caso, como se ha indicado más arriba, de establecer un entendimiento común sobre qué actividades o inversiones se consideran verdes, frente a aquellas que se consideran marrones, o en transición.

En cuanto a las metodologías de valoración, éstas proporcionan una visión mucho más útil de cara a afrontar los riesgos en el futuro. No obstante, se trata de metodologías mucho más complejas y costosas, que requieren además un elevado conocimiento y experiencia.

Las metodologías de análisis de escenarios, como la desarrollada por la consultora Oliver Wyman, tienen como objetivo el cálculo de la pérdida esperada y las necesidades de capital, en línea con los requerimientos de los supervisores financieros. Para ello, parten de las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía bajo diferentes escenarios, establecen unas sendas basadas en determinados eventos de cambio, y ponderan la probabilidad de materialización de cada uno de estos eventos. Finalmente, el modelo se calibra mediante el análisis concreto de un número acotado de carteras.

Una segunda tipología de herramientas de valoración sería aquella formada por herramientas que analizan la alineación de una cartera con los objetivos del Acuerdo de París en función de cómo la evolución de sus emisiones permite lograr un incremento de la temperatura por debajo de 1,5°C y 2°C. Estas metodologías utilizan información de las compañías, el contexto de evolución tecnológica y los planes de inversión para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero a nivel sector y empresa.

Como enfoque complementario a algunas de las anteriores metodologías, destaca la propuesta de *Science Based Target Initiative (SBTi)*, que trata de determinar objetivos intermedios que, avalados por la ciencia, faciliten la transición hacia la descarbonización.

En definitiva, la gestión de los riesgos ASG y, en particular de los riesgos climáticos, se

enfrenta todavía a importantes retos derivados de la propia naturaleza y complejidad de estos riesgos, de la no existencia de información homogénea sobre los factores ASG, con fuentes de datos no totalmente consistente, de la falta de conocimiento y experiencia en su gestión, y de la complejidad de las herramientas disponibles.

LA IMPORTANCIA DEL COMPROMISO Y DIRECCIÓN ESTRATÉGICA PARA EVITAR RIESGOS Y CAPTURAR ESTA IMPORTANTE OPORTUNIDAD

La implicación del consejo de administración y del equipo directivo de las empresas y entidades financieras resulta fundamental a la hora establecer objetivos internos de sostenibilidad y, sobre todo, definir una estrategia a corto, medio y largo plazo que integre los factores ASG dentro del negocio, y que además incorpore los riesgos climáticos dentro de la gestión de los riesgos globales.

Aún queda un largo camino por recorrer para que exista una integración generalizada de la sostenibilidad en los niveles estratégicos dentro de las empresas. Así lo apunta, por ejemplo, una reciente encuesta realizada por la EBA a los bancos europeos, en la que sólo un 30% de los encuestados manifestaba que la sostenibilidad deba integrarse como factor fundamental en la toma de decisiones, siendo percibida mayoritariamente todavía como un aspecto a gestionar dentro del área de responsabilidad social corporativa.

Por su parte, los supervisores financieros están exigiendo cada vez más esta implicación y responsabilidad por parte de los órganos de gobierno de las entidades financieras y de las empresas. En este sentido, las expectativas supervisoras publicadas por el Banco Central Europeo en 2020 señalan al consejo de administración de las entidades como el responsable último de integrar en la estrategia general los riesgos climáticos y medioambientales en base a su materialidad, y esperan que sea éste el que establezca los mecanismos necesarios para su revisión. Asimismo, se espera que el consejo de administración incorpore estos riesgos de manera adecuada en la organización de las entidades.

En la misma línea, aplicado a las empresas cotizadas, el código de buen gobierno publicado por la CNMV en 2020 establece que las sociedades deberán promover una política adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados.

EL EJEMPLO EMPIEZA EN CASA. HAY QUE ORGANIZARSE

El compromiso de transformación necesario para avanzar hacia la sostenibilidad requiere por parte del sector financiero y de las empresas un profundo cambio, que pasa por la reorientación de los flujos financieros y por la plena integración de los factores de sostenibilidad en la estrategia de negocio y en la evaluación y gestión de los riesgos. En ese proceso, resulta además necesario que las organizaciones comiencen predicando con el ejemplo. Así, a través de cambios en el comportamiento que permitan una gestión energética más eficiente y comportamientos menos contaminantes, una entidad o

empresa puede realizar una pequeña contribución individual a los objetivos de sostenibilidad y, al mismo tiempo, lanzar una señal al interior de la organización que marque la dirección del cambio cultural que se desea realizar. En este sentido, los inversores institucionales cada vez utilizan más indicadores como el índice GRESB o certificaciones como ISO 50001, que muestra el alineamiento del comportamiento interno con los objetivos de sostenibilidad.

Este esfuerzo necesario que denote un comportamiento responsable al interior de la organización no resulta, sin embargo, suficiente para el logro del cambio que se pretende realizar. Los bancos tienen la ambición de alinear su cartera con los objetivos climáticos, y las empresas, por su parte, deben ser agentes activos en el cambio de comportamiento a lo largo de toda la cadena en la cuál operan.

En este sentido, la incorporación de los factores de sostenibilidad más allá de la mera responsabilidad social corporativa y su integración, tanto en el negocio como en la gestión de los riesgos, requiere adaptar las estructuras organizativas³⁸ y asignar los recursos presupuestarios correspondientes. Entre las áreas que mayores refuerzos van a requerir en este proceso de transformación dentro de las entidades financieras, destacan las áreas de riesgos, que deberán realizar esfuerzos para que los equipos sean capaces de incorporar el riesgo climático como factor de riesgo transversal, y las áreas financieras vinculadas a la gestión de balance, que deberán incorporar en sus modelos financieros los potenciales impactos en capital y liquidez derivados de determinados eventos.

Adicionalmente, la inclusión de la sostenibilidad como parte de la cultura en las entidades, hace que toda la organización se vea afectada, adquiriendo un importante protagonismo en este proceso de transformación áreas como comunicación, recursos humanos o tecnología. Una práctica común para coordinar este esfuerzo colectivo y generar una interlocución única frente a terceros ha sido la creación de un responsable de sostenibilidad dentro de las entidades.

FORMARSE PARA TRANSFORMARSE

De manera acelerada, se está creando un consenso cada vez más amplio entre los distintos actores en cuanto a la necesidad de transformar el sistema financiero para orientarlo hacia la consecución de ambiciosos objetivos de sostenibilidad en un contexto temporal de relativa urgencia. No obstante, esta voluntad transformadora ha puesto de relieve la existencia de una brecha importante en el conocimiento y en las capacidades para afrontar este reto.

Los organismos multilaterales, como IFC, a través del *IFC-Green Banking Academy (GBAC)*, o la Iniciativa Financiera del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI), han sido especialmente activos en el desarrollo de programas que

³⁸ Se puede encontrar más información sobre los cambios organizativos necesarios en las entidades financieras para integrar la sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Principales transformaciones en las áreas funcionales de las entidades financieras” por Andrés Alonso y José Manuel Marqués.

permitan a las entidades financieras adquirir los conocimientos necesarios y capacitarse para acelerar el proceso de transformación hacia una economía más sostenible³⁹. Entre los temas que mayor demanda han despertado destacan, entre otros, los sistemas de administración y gestión de riesgos ambientales y sociales (SARAS), la financiación de eficiencia energética y las energías renovables, la ecoeficiencia, los bonos verdes, los riesgos climáticos, y la financiación de infraestructuras.

Igualmente, otras instituciones, como universidades, consultoras, reguladores y asociaciones bancarias están también realizando una intensa labor que está contribuyendo a que las entidades financieras, no sólo tengan la voluntad de transformarse para convertirse en protagonistas de una economía más sostenible, sino que además cuenten con los conocimientos y capacidades necesarios para hacerlo.

HACIA UNA RECONSTRUCCIÓN SOSTENIBLE

En definitiva, a nivel global, de manera especialmente acelerada a lo largo de la última década, hemos ido ganando consciencia de la importancia de afrontar determinados retos que afectan substancialmente al mundo que dejaremos para las futuras generaciones. Las constataciones científicas sobre los impactos del cambio climático y el escaso margen de tiempo de que disponemos para realizar en nuestras economías los cambios estructurales que permitan revertir las actuales tendencias, han puesto de manifiesto necesidades financieras de gran volumen, que colocan al sector financiero como un agente esencial a la hora de financiar la transición hacia una economía menos dependiente de energías que produzcan gases contaminantes.

Adicionalmente, las propias derivas de nuestras prósperas sociedades capitalistas han mostrado ser fuente también de determinadas desigualdades que hay que corregir si queremos lograr que las cotas de prosperidad que hemos logrado no dejen atrás a determinados colectivos más vulnerables.

Por último, se hace necesario reforzar los sistemas de control y gobierno de nuestras empresas e instituciones para garantizar que los responsables de velar por los intereses de los distintos grupos de interés lo hacen de manera transparente y consistente con el mandato que reciben.

Una consciencia profunda y una sensación de necesidad de cambio ha ido calando de manera amplia en nuestra sociedad. Así, los ciudadanos parecen reclamarlo a los gestores de política económica, y los distintos grupos de interés al tejido empresarial, en su perspectiva de clientes, empleados y, por supuesto, inversores. Como resultado, hemos visto cómo han ido creciendo los instrumentos de inversión que permiten destinar los ahorros hacia productos que cumplan y respeten los factores de sostenibilidad.

En este contexto, la humanidad se vio sorprendida a principios del 2020 con una pan-

³⁹ Se puede encontrar más información sobre la capacitación en las entidades financieras para afrontar los temas de sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Competencias necesarias para cambiar las finanzas y financiar el cambio” por Carolina Yasmín López.

demia mundial que implicó drásticas medidas de reclusión generalizada de la población en sus casas y de cierre de los negocios. Hay pocas situaciones que, en términos económicos, hayan producido un impacto tan fuerte y drástico en la demanda y la oferta agregada de nuestras economías. Solamente remontándonos a los grandes conflictos bélicos del s.XX podemos encontrar siquiera algo parecido. La respuesta de política económica a esta pandemia en los distintos países ha venido, en general, marcada por fuertes expansiones monetarias, que permitan generar abundancia de liquidez, y también por intensas expansiones fiscales, inicialmente, dirigidas a acometer los gastos médicos necesarios para combatir la Covid-19, y a paliar el grave impacto social derivado en familias y en pequeñas y medianas empresas.

Frente a las posibles dudas iniciales sobre si la pandemia podría suponer una reordenación de las prioridades que desviara recursos de los objetivos de sostenibilidad, parece que las enormes partidas presupuestarias aprobadas, o en proceso de aprobación, ponen la sostenibilidad como uno de los ejes fundamentales de la reconstrucción. Como primer ejemplo claro, la salida de la crisis en Europa va a contar con un mecanismo de política fiscal, sin precedentes, el *Next Generation EU*⁴⁰, por un importe de 750.000 millones de euros, que se financiará, por primera vez, con emisión de deuda conjunta (por parte de la Comisión Europea en nombre de la UE) a medio y largo plazo. Y, precisamente, los ejes fundamentales en los que se centrará este elevado volumen de inversión son la sostenibilidad y la digitalización. Además, la digitalización⁴¹, por su parte, también puede ser una palanca importante de avance en las finanzas sostenibles, como muestra, por ejemplo, el surgimiento de novedosas soluciones que utilizan inteligencia artificial para medir los factores de sostenibilidad o los riesgos asociados.

Nos encontramos, en definitiva, ante el acecho de algunos riesgos derivados del cambio climático que pueden alterar nuestra forma de vida. Un contexto que se vuelve más desafiante al tratar de reconstruir un mundo diezmado en términos económicos y sociales por una pandemia con un impacto global sin precedentes. De la misma manera que tras una guerra se requiere un fuerte esfuerzo de reconstrucción física, la actual situación va a requerir un enorme esfuerzo de transformación que permita dejar una sociedad más sostenible y que genere un crecimiento inclusivo. La tarea es compleja, y con la responsabilidad que supone integrar los intereses de múltiples agentes, el sector financiero tiene un rol fundamental en esta transformación económica y social hacia una economía más amigable con el medio ambiente.

⁴⁰ https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es

⁴¹ Se puede encontrar más información sobre la relación entre la tecnología y la sostenibilidad en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “La tecnología y la digitalización como fuente de poder multiplicativo de las finanzas sostenible” por José Manuel Marqués.

BLOQUE 1:

FUNDAMENTOS

1.1. EL MERCADO Y LAS FINANZAS, UN ALIADO INESPERADO DEL DESARROLLO SOSTENIBLE

INÉS GARCÍA-PINTOS BALBÁS

Senior Advisor en Valora Consultores y Gabeiras & Asociados, Profesora asociada de la UCM

La crisis financiera desatada a partir de 2008 y sus consecuencias sobre el tejido social centraron la preocupación de las políticas sociales en la recuperación económica, el aumento del empleo y la mitigación de las desigualdades sociales producidas. Las miradas se dirigieron también, ¡cómo no! hacia las empresas y particularmente hacia las entidades financieras, responsables según el discurso más extendido, de parte de la debacle económica.

Entre 2008 y 2015 la agenda económica estaba, por tanto, absolutamente dominada por la crisis financiera y la necesidad de recuperar la confianza en los mercados primero y en las finanzas públicas después. Las empresas centraban sus esfuerzos en reducir costes y conseguir financiación. Los ciudadanos estaban preocupados por la precariedad, la pérdida de empleo, la exclusión social,... En definitiva, la agenda estaba dominada por cuestiones sociales y financieras. Cualquier asunto más allá de estos no recibía la atención suficiente.

La superación de las peores etapas de la crisis abrió paso a una etapa de mayor estabilidad y crecimiento que ha permitido centrar la atención en asuntos que, si bien eran de suma importancia ya entonces, fueron relegados durante la etapa de la crisis. A partir de la segunda mitad de los años 10 el cambio climático, la diversidad, la equidad de género, la transparencia, ... entraron en la agenda de preocupaciones de la sociedad.

Un reflejo palpable de este movimiento de preocupaciones económicas y sociales hacia otros asuntos, fundamentalmente relacionados con el medioambiente, es la matriz de riesgos globales recogida en el *Informe de Riesgos Global*¹, que se presenta anualmente en el *World Economic Forum* de Davos. Este informe identifica los principales riesgos a largo

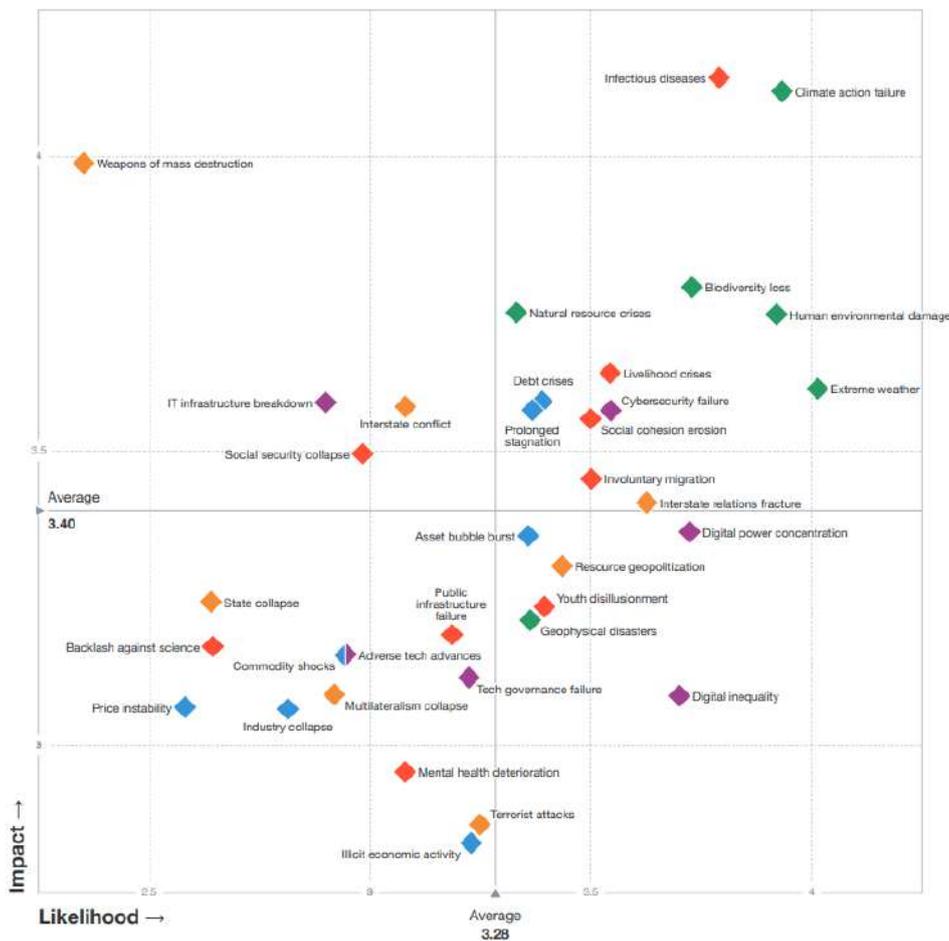
¹ http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2021.pdf

plazo priorizados por su impacto y probabilidad. Hasta 2011 los riesgos relacionados con el clima no aparecían en ninguna de las 5 primeras posiciones en ninguna de ambas dimensiones. En 2011 aparecen 4 como altamente probables y el cambio climático con uno de los primeros cinco riesgos por impacto. Esta presencia limitada se mantiene hasta 2017 en que los riesgos relacionados con el medioambiente superan por primera vez a los sociales y en 2021 cuatro de los cinco principales riesgos identificados en el Informe son de carácter medioambiental, muestra del cambio de foco expresado en estos primeros párrafos. Además, algunos de los siguientes identificados como económicos, tienen una dimensión ambiental clara, caso de las enfermedades infecciosas, la escasez de agua o las migraciones.

Matriz de riesgos y gráficos

Global Risks Landscape

How do respondents perceive the impact ↑ and likelihood → of global risks?



Risk categories

- ◆ Economic
- ◆ Environmental
- ◆ Geopolitical
- ◆ Societal
- ◆ Technological

Top Risks
by likelihood

- 1 Extreme weather
- 2 Climate action failure
- 3 Human environmental damage
- 4 Infectious diseases
- 5 Biodiversity loss
- 6 Digital power concentration
- 7 Digital inequality
- 8 Interstate relations fracture
- 9 Cybersecurity failure
- 10 Livelihood crises

Top Risks
by impact

- 1 Infectious diseases
- 2 Climate action failure
- 3 Weapons of mass destruction
- 4 Biodiversity loss
- 5 Natural resource crises
- 6 Human environmental damage
- 7 Livelihood crises
- 8 Extreme weather
- 9 Debt crises
- 10 IT infrastructure breakdown

Evolving Risks Landscape

Top Global Risks by Likelihood

	1st	2nd	3rd	4th	5th	6th	7th
2021	Extreme weather	Climate action failure	Human environmental damage	Infectious diseases	Biodiversity loss	Digital power concentration	Digital inequality
2050	Extreme weather	Climate action failure	Natural disasters	Biodiversity loss	Human-made environmental disasters		
2018	Extreme weather	Climate action failure	Natural disasters	Data fraud or theft	Cyberattacks		
2018	Extreme weather	Natural disasters	Cyberattacks	Data fraud or theft	Climate action failure		
2017	Extreme weather	Involuntary migration	Natural disasters	Terrorist attacks	Data fraud or theft		
2016	Involuntary migration	Extreme weather	Climate action failure	Wearable conflict	Natural catastrophes		
2015	Interstate conflict	Extreme weather	Fall of national governments	State collapse or crises	Unemployment		
2014	Income disparity	Extreme weather	Unemployment	Climate action failure	Cyberattacks		
2013	Income disparity	Fiscal imbalances	Over-house gas emissions	Water crises	Population ageing		
2012	Income disparity	Fiscal imbalances	Greenhouse gas emissions	Cyberattacks	Water crises		

Top Global Risks by Impact

	1st	2nd	3rd	4th	5th	6th	7th
2021	Infectious diseases	Climate action failure	Weapons of mass destruction	Biodiversity loss	Natural resource crises	Human environmental damage	Livelihood crises
2050	Climate action failure	Weapons of mass destruction	Biodiversity loss	Extreme weather	Water crises		
2018	Weapons of mass destruction	Climate action failure	Extreme weather	Water crises	Natural disasters		
2018	Weapons of mass destruction	Extreme weather	Natural disasters	Climate action failure	Water crises		
2017	Weapons of mass destruction	Extreme weather	Water crises	Natural disasters	Climate action failure		
2016	Climate action failure	Weapons of mass destruction	Water crises	Involuntary migration	Energy price shock		
2015	Water crises	Infectious diseases	Weapons of mass destruction	Interstate conflict	Climate action failure		
2014	Fiscal crises	Climate action failure	Water crises	Unemployment	Infrastructure breakdown		
2013	Financial failure	Water crises	Fiscal imbalances	Weapons of mass destruction	Climate action failure		
2012	Financial failure	Water crises	Food crises	Fiscal imbalances	Energy price volatility		

- ◆ Economic
- ◆ Environmental
- ◆ Geopolitical
- ◆ Societal
- ◆ Technological

La pandemia de COVID19 ha puesto también de manifiesto como factores considerados exógenos pueden poner en jaque, no solo la salud de la población (lo más dramático en estos momentos), pero también las cadenas de suministro, redes de distribución, la organización del trabajo y del ocio y la propia continuidad de muchos negocios. Una vez más las miradas se han dirigido hacia las empresas para que sean parte de la solución de las circunstancias adversas a las que nos enfrentamos. Aspectos como la seguridad y la salud de empleados y clientes se convierten en prioritarios y la recuperación del empleo y el aseguramiento de las cadenas de suministro y servicios esenciales ganan importancia frente a factores más puramente financieros.

Otro reflejo de este cambio de “foco de preocupación” son las múltiples iniciativas internacionales que plantean los temas de la agenda global: los Objetivos de Desarrollo Sostenibles, los Acuerdos de París (COP 21), entre los más relevantes. Estas iniciativas incluyen asuntos diversos relacionados con el clima, la diversidad, la inclusión social...

Además de ampliar los temas de la agenda, lo que tienen en común todas estas iniciativas es la **incorporación del sector empresarial y financiero como actores necesarios del cambio**. Todas ellas consideran que el sector privado tiene un papel que jugar y conciben la empresa como agente y motor del cambio. Los recursos, el empleo, los impuestos pagados, la innovación, el desarrollo de productos, ... todo debe de servir para satisfacer las necesidades de los stakeholders y no únicamente de los accionistas en detrimento del resto. Solo creando valor compartido se entiende la generación de valor, también para el accionista. Así los propios empresarios entienden que su rol ha evolucionado en este sentido. Declaraciones empresariales como la de la *Business Roundtable*² inciden sobre todo en que el propósito de las empresas es servir a todos.

Y como no hay sector productivo sin sector financiero, éste también recibe una atención particular. El sector financiero es el prescriptor fundamental para la canalización de fondos en un sentido u otro. El sector financiero tiene un papel inversor, financiador, prescriptor y asesor y por tanto su impacto es determinante para la construcción de nuevos modelos económicos y sociales.

Pero, ¿cuáles son esas necesidades? La agenda global de necesidades viene marcada por dos principales iniciativas internacionales de referencia, las que configuran la llamada Agenda 2030:

- **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)**

En 2015, la Asamblea General de la ONU aprobó la **Agenda 2030 sobre el Desarrollo Sostenible**, una oportunidad para que los países y sus sociedades emprendan un nuevo camino con el que mejorar la vida de todos, sin dejar a nadie atrás³. La Agenda cuenta con **17 Objetivos de Desarrollo Sostenible**, que incluyen desde la eliminación de la pobreza hasta el combate al cambio climático, la educación, la igualdad de la mujer, la defensa

² <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2020/02/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-Feb2020.pdf>

³ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/>

del medio ambiente o el diseño de nuestras ciudades. Esta agenda se convierte en la “hoja de ruta global”, la brújula que debe de marcar la dirección de todos hasta el 2030. Por primera vez todos los países del mundo comparten objetivos comunes y se comprometen a dedicar esfuerzos y recursos para su consecución. De hecho, se comprometen además a reportar periódicamente sobre los avances conseguidos.

Pero también por primera vez se reconoce expresamente la necesidad de que todos los actores se impliquen, en particular el sector empresarial. La Agenda 2030 no se puede cumplir si las empresas (y el sector financiero) no contribuyen y reman en esta dirección. Se reconoce así el rol social que juegan las empresas y su responsabilidad en la consecución de “valor social para todos”.

Esta necesidad de contar con el sector privado se hace más evidente si miramos a los números... *¿cuánto va a costar alcanzar los objetivos marcados para 2030?* Según la *Red de Desarrollo Sostenible*⁴, las necesidades de financiación de los ODS alcanzan, para el periodo 2015-2030 un total de 11 billones de dólares, casi 10 veces el PIB de España en un año. Los ODS normalmente deberían financiarse a través de la ayuda oficial al desarrollo, sería su canal “natural”. Pero, la ayuda oficial al desarrollo reportada por los países donantes en el CAD (Comité de Ayuda al Desarrollo) alcanza 146.000 millones de dólares en 2017 así que no parece que sea suficiente para financiar los ODS. ¿De dónde pueden salir los recursos restantes?

Los flujos de capital privado, incluyendo inversión directa, inversión en capitalización bursátil y en bonos alcanzó cerca de 100 billones de dólares en 2018⁵... Así que parece que aquí hay una bolsa de oportunidad y la clave estaría en poder redirigir parte de estos flujos a la financiación de los ODS.

En Davos, los miembros del *Global Future Council on Development Finance*⁶ identificaron las barreras para la financiación de los ODS desde la perspectiva de la oferta, la demanda y la intermediación. Sin necesidad de reinventar la rueda, calculan que se necesita un 3% del PIB global para cerrar la brecha de financiación. No parece algo inalcanzable.

- **Acuerdo de París**⁷

Adoptado por todos los países de la *Convención Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático*, el **Acuerdo de París COP 21** tiene como objetivo evitar que el incremento de la temperatura media global del planeta supere los 2°C respecto a los niveles preindustriales. Busca, además, promover esfuerzos adicionales que hagan posible que el calentamiento global no supere los 1,5°C. De esta manera, el Acuerdo recoge la mayor ambición posible para reducir los riesgos y los impactos del cambio climático en todo el mundo y, al mismo tiempo, incluye todos los elementos necesarios para que se pueda alcanzar este objetivo. Reconoce que es un esfuerzo colectivo y apela a todos los

⁴ <http://reds-sdsn.es/>

⁵ <http://agendapublica.elpais.com/si-queremos-financiar-los-ods-hay-que-mirar-al-sector-privado/>

⁶ <https://www.weforum.org/agenda/2020/01/unlocking-sdg-financing-decade-delivery/>

⁷ https://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/spanish_paris_agreement.pdf

actores, incluyendo el sector privado (artículo 6, 8 b) *Aumentar la participación de los sectores público y privado en la aplicación de las contribuciones determinadas a nivel nacional; ...*)

Se estima que para cumplir los objetivos del Acuerdo de París hace falta invertir unos 90 billones de dólares en infraestructuras, agricultura y sistemas energéticos de aquí a 2030⁸. La UE estima que para cumplir sus propios compromisos derivados del Acuerdo de París hacen falta 180.000 millones de euros adicionales al año: 11.000 millones en transmisión y generación de energía, 31.000 millones en transporte, 88.000 millones en eficiencia energética en edificios y 49.000 millones en eficiencia energética en empresas⁹.

¿Cómo financiar este reto? No parece que los estados puedan a través de impuestos y ventas alcanzar este nivel de financiación...

El propio Acuerdo ya preveía la necesaria involucración del sector financiero y esto es tan importante como las propias medidas de reducción y adaptación al cambio climático en sí mismas. Así lo recoge en su artículo 2, c) *Situar los flujos financieros en un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero*. Si tenemos en cuenta que se estiman en unos 300 billones de dólares en activos en manos de bancos, mercados de valores e inversores institucionales, parece que la cuestión es más de “redireccionamiento de flujos” que de escasez.

- **Pacto Verde¹⁰ y New Generation EU¹¹**

El Pacto Verde Europeo (European Green Deal) es la hoja de ruta de la actual Comisión para los próximos cinco años. Establece un plan de acción para fomentar el crecimiento económico en un uso eficiente de los recursos mediante el paso a una economía limpia y circular, así como restaurar la biodiversidad y reducir la contaminación. Además el plan describe las inversiones necesarias y las herramientas de financiación disponibles e incluye medidas para garantizar una transición justa e inclusiva.

El paquete New Generation es la facilidad financiera aprobada por la UE para favorecer la recuperación y paliar los efectos adversos provocados por la pandemia del COVID19. Un 37% de los recursos deben destinarse a la acción climática y la sostenibilidad ambiental¹².

Hasta aquí algunos apuntes de la **necesidad de financiar la sostenibilidad¹³**. La par-

⁸ <https://unfccc.int/es/news/el-acuerdo-de-paris-entrara-pronto-en-vigor-es-hora-de-que-el-dinero-empiece-a-moverse>

⁹ https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/finance-events-190321-factsheet_en.pdf

¹⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1596443911913&uri=CELEX:52019DC0640#document2>

¹¹ https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe/pillars-next-generation-eu_en

¹² <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/20201006-recovery-resilience-rrf/>

¹³ A partir de aquí entramos en el reduccionismo de identificar sostenibilidad con cambio climático. Vaya por delante que el concepto de sostenibilidad incluye aspectos sociales y de gobernanza, además de los ambientales

participación del sector financiero en el esfuerzo es necesaria, pero ¿es esto suficiente? El sector financiero se rige por dinámicas de mercado, tiene un deber fiduciario de cara a los ahorradores e inversores y debe retribuirles por los depósitos. La política económica y climática debería ser responsabilidad del gobierno, los legisladores y los reguladores, no del sector financiero... Y así es. Pero la foto solo se ve completa cuando se reconoce que **el clima introduce nuevos parámetros en la valoración de riesgos y oportunidades en la actividad financiera.**

Según identifica la *International Finance Corporation* (IFC) del Grupo Banco Mundial¹⁴, el clima tiene incidencia sobre los riesgos “convencionales” del sector financiero:

- **Riesgo de responsabilidad** (liability risk) derivado de los riesgos que asume el cliente por incumplimiento de obligaciones como multas, costes de compensación por pérdidas, etc.
- **Riesgos financieros** derivados de la solvencia del cliente, viabilidad de su negocio, valor de sus activos, capacidad de pago, etc. derivados de problemas climáticos.
- **Riesgo reputacional**, derivado de su participación en proyectos con alto impacto ecológico, asociación con determinados clientes, etc.
- **Riesgo de crédito**, derivado de aumento en los costes operativos de los clientes por cumplimiento de estándares, licencias, etc.
- **Riesgo de mercado**, derivado de cambios en la regulación, demandas y preferencias de los consumidores, cadenas de suministro, etc.

Estos riesgos se resumen en la tabla de abajo:

E&S Risk for financial institutions



Fuente: First for Sustainability.

que son, en sí mismos, más amplios que los puramente climáticos.

¹⁴ <https://firstforsustainability.org/risk-management/understanding-environmental-and-social-risk/environmental-and-social-risk-for-financial-institutions/>

En esta misma lógica, la *Task-Force for Climate-related Financial Disclosure* (TCFD), creada por el *Financial Stability Board*, clasifica los riesgos derivados del clima en:

- **Riesgos físicos**, que afectan a los activos, infraestructuras, interrupciones en la capacidad productiva, etc. A su vez pueden subclasificarse en crónicos y agudos (puntuales). Solo a modo de ejemplo apuntar que el Banco de Inglaterra, las pérdidas financieras del sector asegurador asociadas a desastres climáticos ascendieron a 140.000 millones de dólares en 2017. Las pérdidas económicas causadas en todo el mundo ascendieron en 2017 a 300.000 millones de dólares según la Oficina de Naciones Unidas para la Reducción del Riesgo de Desastres). En el caso de la UE, el Consorcio de Compensación de Seguros¹⁵ estima en 190.000 millones de euros anuales, casi el 2% del PIB actual, el coste de la inacción frente a los riesgos físicos derivados del cambio climático.
- **Riesgos no físicos o de transición**, subdivididos a su vez en:
 - **Políticos**: aumento de costes operativos derivados decisiones políticas que condicionan los negocios, como mayores exigencias de reporte, obsolescencia de equipos derivada de cambios regulatorios, *activos dañados (stranded assets)*, multas, impuestos, etc.; riesgos derivados del previsto sesgo político y fiscal hacia energías bajas en carbono, eficiencia energética, prevención, fijación de precios de tonelada de CO₂,...
 - **Mercados**: incertidumbre respecto de las tendencias de la demanda, cambio en los gustos y necesidades, aumento del coste de materias primas, aumento de los precios derivados de nuevas exigencias respecto a desechos, reciclado, etc., inestabilidad de los mercados, etc. Se incluyen aquí también las crisis reputacionales derivadas de accidentes ambientales; impacto macroeconómico de la disminución de la productividad y el crecimiento, sobre todo en zonas de calor; efectos sobre la salud, la productividad del trabajo, costes de refrigeración, etc.
 - **Sociales**: nuevas expectativas y demandas, posibles problemas de inestabilidad social e incertidumbre respecto de los cambios sociales, protestas derivadas de alteraciones en el precio de alimentos y materias primas, inundaciones, etc.
 - **Tecnológicos**: disrupción tecnológica, necesidad de fuertes inversiones en nuevas tecnologías con periodos de maduración largos e incertidumbre, reducción de la demanda por determinados equipos, etc.

De manera intuitiva puede decirse que existe una relación inversa entre ambos grupos de riesgos. Si las medidas de lucha contra el cambio climático son intensas, disminuyen los riesgos físicos y aumentan los de transición (al menos a corto y medio plazo). Mientras que si no se toman medidas, los riesgos de transición son bajos a corto y medio plazo, pero los riesgos físicos son muy altos.

¹⁵ <http://www.conorsegurosdigital.com/es/numero-10/sumario/estudios-sobre-previsiones-de-impacto-economico-del-cambio-climatico>

Claro que también se abren nuevas **oportunidades** para el sector financiero. La IFC apunta a los siguientes ámbitos de posible creación de valor:

- **Crecimiento de cuota de mercado** a través de nuevas líneas de negocio con productos innovadores (*first mover advantage*), productos con mayor valor añadido, atracción de nuevos clientes más sensibles a los efectos del clima, etc.
- **Mejora del perfil de riesgo de la cartera** al estimular la eficiencia energética, el menor riesgo de crédito, la mitigación de los riesgos ambientales, etc.
- **Mejora de la imagen y la reputación**, a través de la diferenciación, mayor aceptación de la marca, etc.
- **Mejora del acceso a fuentes de financiación**, particularmente de bancos multilaterales, líneas de crédito específicas para eficiencia energética, energías renovables, etc.

En esta misma línea, también la TCFD apunta ámbitos de oportunidades ligadas a los activos y los clientes de las entidades financieras: eficiencia energética, en línea con lo expuesto arriba, fuentes de energía, desarrollo de nuevos productos y servicios, desarrollo y ampliación de mercados y oferta comercial relacionada con la resiliencia

En definitiva, **la sostenibilidad del sector financiero también depende del cambio climático y sus efectos**. Así lo entienden ya los principales organismos internacionales, reguladores, supervisores y las propias entidades financieras. Prueba de ello es la puesta en marcha del *Plan de Finanzas Sostenibles de la UE*, lanzado en 2018 y que se desarrollará en posteriores capítulos. En este momento solo apuntar que la propia Comisión Europea considera que la introducción de factores ASG es necesaria para la estabilidad del sistema financiero. Así lo reconoce en el Plan, indicando como propósitos del mismo:

- La necesidad de reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles (como ya hemos apuntado al inicio de este capítulo).
- La necesidad de integrar la sostenibilidad en la gestión del riesgo (como hemos desarrollado en la segunda parte de este capítulo).

Añade un tercero, que también se desarrollará más adelante, y es el fomento de la transparencia y el largoplacismo, aliados indispensables para el desarrollo de las finanzas sostenibles.

En definitiva, las finanzas tienen una relación biunívoca con la sostenibilidad:

- El sector financiero es necesario para la financiación de la sostenibilidad.
- La sostenibilidad debe considerarse un factor endógeno al negocio financiero porque introduce riesgos y oportunidades.

1.2. PRECURSORES DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES I: EL CAMBIO CLIMÁTICO

JOSÉ LUIS BLASCO

Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

LA DEUDA MEDIOAMBIENTAL

La capacidad energética de los combustibles fósiles y la industrialización trajo consigo a finales de siglo XIX, la posibilidad de una explotación intensiva de los recursos naturales que ha dado lugar al mayor y más acelerado ciclo de crecimiento económico y social de la humanidad.

Sin embargo, en algún punto de la segunda mitad del siglo, se estima que la habilidad tecnológica comenzó a superar las biocapacidades de regeneración de los ecosistemas clave en el equilibrio del planeta y con ello, la aparición de riesgos irreversibles para la salud y el bienestar de las generaciones actuales y futuras.

La ciencia y los científicos están poniendo de manifiesto que con la actual población –y los incrementos esperados hasta mediados del siglo– los métodos actuales de producción y consumo deben transformarse en los próximos años.

Anualmente, el Foro Económico Mundial, publica un mapa de riesgos globales en el que a través de una encuesta a decisores se identifican las principales amenazas para el bienestar global. La evolución de los temas en la agenda de este informe, muestra cómo los asuntos en la agenda ambiental han ido creciendo en relevancia en los últimos años. Y entre ellos destaca uno que preocupa sobre manera: el cambio climático.

Tabla 1.: Aumento de la importancia de los riesgos ambientales en la agenda global¹.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Probabilidad de ocurrencia														
Nº de temas ambientales	0	0	0	0	4	1	1	2	1	3	2	3	3	5
Posición en el ranking del clima	0	0	0	0	5	3	3	4	0	3	0	5	2	2
Impacto global														
Nº de temas ambientales	0	0	0	0	1	0	1	2	1	1	3	3	3	3
Posición en el ranking del clima	0	0	0	0	2	0	5	2	5	1	5	4	2	1

En la tabla se indica el número de temas ambientales entre los 5 primeros riesgos por nivel de probabilidad o impacto y la posición relativa del cambio climático entre los riesgos globales, desde 2007. 0 indica que no aparece.

Según uno de los análisis de coste del capital natural más extendidos como S&P ESG analyst Truecost², los costes de capital natural de las compañías son 1,5 veces sus ingresos netos, una tendencia consistente desde 2015. Es decir, si las empresas tuvieran que internalizar todos los costes de capital natural asociados con sus negocios, por ejemplo, como resultado de mayores regulaciones o nuevos impuestos al carbono, sus ganancias estarían significativamente en riesgo.

El coste de los impactos en el capital natural de las empresas (el valor en dólares de los recursos que extraen y la contaminación que emiten) ha aumentado desde 2015 en más del 50 por ciento en los Estados Unidos y en un 40 por ciento a nivel mundial desde 2014, alcanzando un nuevo máximo de \$ 5 billones en 2018³.

EL CONSENSO GLOBAL SOBRE EL CALENTAMIENTO GLOBAL

Aunque hoy el 93% de los europeos⁴ consideran que el cambio climático es un problema, los comportamientos individuales y profesionales en torno al cambio necesario para hacer frente a la emergencia climática no son suficientes.

Los científicos vienen demostrando desde los años 60 el carácter antropogénico del calentamiento global reciente. Sin embargo, no fue hasta principios de los años 90⁵, cuando se comenzaron a analizar los consensos existentes en la comunidad científica sobre esta materia, articulada finalmente en 2014 en la declaración del Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático (IPCC). En ella se concluye que “la influencia humana ha sido la causa dominante del calentamiento observado desde mediados del siglo XX”⁶.

Las Academias Nacionales de Ciencia de 80 países han emitido declaraciones que res-

¹ Global Risk Report 2020. World Economic Forum http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf

² <https://www.trucost.com/>

³ Makower, J. and the editors at GreenBiz The State of Green Business 2020. Greenbiz and True Cost. 2020

⁴ https://ec.europa.eu/spain/news/20191212_Europe-climate-neutral-2050_es

⁵ Gallup 1991 A Gallup Study of Scientists' Opinions and Understanding of Global Climate Change Center for Science, Technology & Media, 6900 Wisconsin Avenue, Chevy Chase, MD

⁶ IPCC. Climate Change 2014 Synthesis Report Summary for Policymakers. SPM1 pag. 2 https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/02/AR5_SYR_FINAL_SPM.pdf

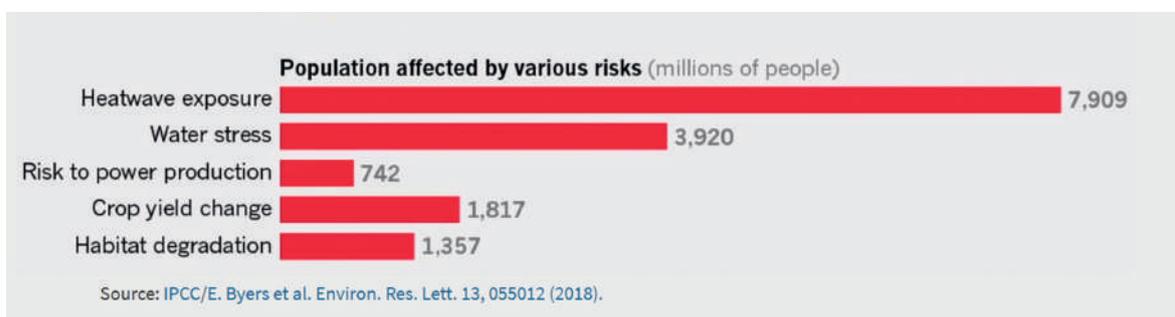
paldaron esta declaración y posteriormente en 2016, Cook⁷, con seis universidades prestigiosas, llevaron a cabo sus célebres estudios independientes sobre las evidencias científicas existentes sobre el origen antropogénico del calentamiento global reciente. Los resultados fueron concluyentes: entre el 90 y 100% de las casi 12.000 publicaciones consultadas así lo fundamentaban.

La concentración de CO₂ en la atmósfera tendrá como consecuencia un aumento de la temperatura del planeta. En función de esta concentración y la dinámica atmosférica (radiación forzada), los científicos han desarrollado escenarios a los que atribuyen diferentes probabilidades de ocurrencia “representative concentration pathway” (RCP).

A efectos de gestión de riesgos y diseño de políticas, se establecen⁸ de forma general cuatro escenarios de mitigación según se estime el comportamiento de la dinámica atmosférica. Una estimación con nivel de forzamiento muy bajo (RCP 2.6), dos escenarios de estabilización media (RCP 4.5 / RCP 6.0) y uno de los escenarios de emisión de referencia muy altos (RCP 8.5).

**Tabla 2.: Incrementos previstos de la temperatura (IPPC AR5)
en función de los diferentes RCP**

	Periodo 2046–2065	Periodo 2081–2100
RCP2.6	1.0 ^a C (0.4 a 1.6)	1.0 ^a C (0.3 a 1.7)
RCP4.5	1.4 ^a C (0.9 a 2.0)	1.8 ^a C (1.1 a 2.6)
RCP6.0	1.3 ^a C (0.8 a 1.8)	2.2 ^a C (1.4 a 3.1)
RCP8.5	2.0 ^a C (1.4 a 2.6)	3.7 ^a C (2.6 a 4.8)



⁷ Cook J, Nuccitelli D, Green S A, Richardson M, Winkler B, Painting R, Way R, Jacobs P and Skuce A 2013 Quantifying the consensus on anthropogenic global warming in the scientific literature Environ. Res. Lett. 8 024024

⁸ van Vuuren, D.P., Edmonds, J., Kainuma, M. et al. Climatic Change (2011) 109: 5. <https://doi.org/10.1007/s10584-011-0148-z>

Dados estos incrementos de temperatura, los efectos físicos afectarán de forma significativa a diferentes sectores económicos y a la vida de las personas –desde la productividad agrícola, la mortalidad, la delincuencia, el uso de la energía, la actividad de tormentas o las inundaciones costeras⁹.

Los primeros trabajos sobre los efectos económicos del cambio climático fueron publicados en 2005 por en aquel entonces responsable de los servicios económicos del gobierno británico, Nicholas Stern. En este informe¹⁰, utilizando modelos económicos, se estimaba que en el caso de inacción los costes y riesgos generales del calentamiento global serán equivalentes a la pérdida del 5% del PIB mundial cada año. Si se tiene en cuenta un abanico más amplio de riesgos e impactos, las estimaciones de daños podrían aumentar hasta el 20% del PIB o más.

Por el contrario, los costes de acción (reducir las emisiones de gases de efecto invernadero para evitar los peores impactos del cambio climático) se pueden limitar a alrededor del 1% del PIB mundial cada año.

A partir de estos estudios ha sido posible desarrollar modelos por industrias o regiones que tratan de ilustrar y cuantificar los riesgos del calentamiento global en la economía.

Impactos directos y heterogéneos en la creación de PIB (Hsiang, 2017)

El valor combinado de los impactos climáticos (agricultura, delincuencia, tormentas costeras, energía, mortalidad humana y mano de obra) aumenta exponencialmente con la temperatura media global.

En los Estados Unidos se ha estimado un coste aproximado del 1.2% del producto interior bruto por cada grado de incremento en la temperatura. Es importante destacar, que el riesgo se distribuye de manera desigual entre las ubicaciones, generando una gran transferencia de valor hacia el norte y hacia el oeste. Este efecto impacta en el tercio más pobre de los condados de los Estados Unidos, los cuales experimentarán decrementos de entre el 2 y el 20% de sus ingresos (90% de probabilidad).

De forma particular, la evolución de las emisiones de gases de efecto invernadero, según el inventario disponible a la fecha de este artículo¹¹; las emisiones brutas para el año

⁹ S. Hsiang *et al.*, Estimating economic damage from climate change in the United States. *Science* **356**, 1362–1369 (2017).

¹⁰ N. H. Stern, *The Economics of Climate Change: The Stern Review* (Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2007).

¹¹ Nota informativa de Avance de Emisiones de Gases de Efecto Invernadero correspondientes al año 2018. Ministerio de Transición Ecológica - https://www.miteco.gob.es/es/calidad-y-evaluacion-ambiental/temas/sistema-espanol-de-inventario-sei-avance-gei-2018_tcm30-496677.pdf

2018 se estimaron en 332,8 millones de toneladas de CO₂-eq¹², lo que supone una disminución de las emisiones respecto al año anterior de -2,2%. De acuerdo con ello, el nivel de emisiones de España se sitúa en un +15,4% respecto a 1990 y -24,5% respecto a 2005.

Tabla 3: Evolución de las emisiones de gases de efecto invernadero en España

	Contribución en porcentaje	Diferencia 2017-2018
Transporte carretera	25	2,6
Industria	19	-15,7
Generación Eléctrica	17	2
Residencial	9	1,9
Ganadería	8	-1,4
Residuos	4,1	0,4
Agricultura	4	2,5
Maquinaria off-road	4	4,1
Refinerías	3,5	1,4
Otros	2,6	-0,3
Aviación doméstica	2	10
Gases fluorados	1,8	-20,5 ¹³

De estas emisiones tan solo el 38,2%, se encuentran bajo el régimen de comercio de derechos de emisión. El resto precisan de instrumentos individuales de reducción, principalmente mediante el diseño de impuestos o tasas que envían una señal de precio del carbono mediante incentivos a la producción o a la inversión en tecnologías de bajas emisiones, o recientemente en España, mediante la desregulación en los pocos mercados en los que están regulados (autoconsumo eléctrico).

¹² El efecto invernadero se produce principalmente por la acumulación en la atmósfera de vapor de agua y de seis gases que tienen origen en la actividad industrial que son dióxido de carbono (CO₂), metano (CH₄), óxido nitroso (N₂O), hidrofluorocarbonos (HFC), perfluorocarbonos (PFC) y hexafluoruro de azufre (SF₆)

¹³ Principalmente por el descenso en el uso de HFC y PFC en el sector de la refrigeración y aire acondicionado, de acuerdo y como consecuencia de la aplicación del impuesto sobre los gases fluorados de efecto invernadero creado por la ley 16/2013.

LA AMBICIÓN DE LA NEUTRALIDAD Y LOS NUEVOS COMPROMISOS POR EL CLIMA

En junio de 2019, el Reino Unido se convirtió en la primera gran economía en establecer por ley la neutralidad en carbono para el año 2050. Dos países pequeños como Bhutan y Surinam, de hecho, dicen haberlo conseguido. A la fecha, de acuerdo con Energy and Climate Intelligence Unit, el 17% del PIB mundial se encuentra comprometido con lograr la neutralidad. Países como Francia, Dinamarca o Suecia (2045) han consagrado por ley la neutralidad en carbono antes de final de siglo¹⁴.

La neutralidad significa la compensación efectiva de las emisiones de origen antropogénico con sumideros naturales de carbono como los árboles o el cambio de uso del suelo.

En noviembre de 2019, el Parlamento Europeo declaró la emergencia climática y unas semanas más tarde con el cambio de la Presidencia de la UE, la nueva Comisión ha establecido como programa de trabajo un ambicioso set de medidas bajo el título de ‘EU Green Deal’. Un impulso a la transformación hacia una economía limpia, con cero emisiones, y protectora del hábitat natural que permita mejorar el bienestar de las personas, de las empresas y que tome el liderazgo en la acción climática de Europa.

El programa “EU Green Deal” pretende transformar la economía de la UE en plenamente sostenible, llevando a un cambio el modelo social y económico de la Unión Europea, proporcionando al mismo tiempo los recursos económicos que permita una transición justa.

En el paquete de medidas se incluye una ‘Ley Climática Europea’ que incluirá la neutralidad por Ley y una rebaja intermedia al 50-55% en 2030. Se calcula que para cumplir los objetivos, serán necesarios 260.000 millones de euros de inversión anual adicional y supondrá al menos un 25% del presupuesto de la UE.

La importancia del sector privado en esta transformación

Las empresas forman parte del problema y de la solución. Los reguladores diseñan palancas en forma de incentivos y requerimientos que permiten orientar las actividades económicas hacia los objetivos políticos que se van adquiriendo.

Para poder disponer de una comparativa sobre la importancia relativa de la gestión de emisiones por parte de las empresas, valga comparar el inventario de emisiones nacionales del Reino de España con las emisiones que declaran las compañías del IBEX 35 en todo el mundo.

¹⁴ Net Zero tracker <https://eciu.net/netzerotracker>

RIESGOS Y OPORTUNIDADES CLIMÁTICAS

En septiembre de 2015, Mark Carney¹⁵, presidente del Banco de Inglaterra y del Financial Stability Board, en su célebre discurso “Rompiendo la tragedia de los horizontes”, destacaba por primera vez en una tribuna del FSB, que los riesgos climáticos que afectan al sistema financiero podrían ser determinantes. Esta primera declaración por parte de una autoridad del sistema financiero fue determinante para el estudio y desarrollo posterior de instrumentos financieros en materia climática.

Como un nuevo riesgo sistémico, conocer los efectos sobre las empresas y la economía de mercado que provienen del calentamiento global, es clave para evitar riesgos. Sin embargo, este análisis tiene implicaciones regionales y sectoriales muy distintas, en función de los riesgos derivados de un lado de la transición hacia una economía baja en carbono, así como de los riesgos físicos provenientes de la necesidad de adaptación a nuevas condiciones climáticas. Pero también se deben evaluar las oportunidades que emergen con esta nueva situación.

Tabla 4: Riesgos y oportunidades climáticas en las empresas

Riesgos		Oportunidades
Riesgos de transición	Riesgos físicos	
Regulación limitante	Fenómenos extremos	Eficiencia energética
Obsolescencia tecnológica	Secuelas crónicas	Innovación de productos
Cambios en el mercado		Nuevos mercados
Reputación		Resiliencia empresarial
Cadenas de valor		
Rating		

Fuente: elaboración propia sobre documentos de TCFD.

¹⁵ Discurso de Mark Carney “Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability” disponible aquí <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>

Tabla 5: Ejemplos de riesgos y oportunidades pueden dar lugar a diferentes impactos en las compañías:

Ejemplos	Riesgos de transición	Riesgos físicos	Oportunidades
Ingresos/gastos	Internalización del precio del carbono de la producción propia y/o de su cadena de valor	Impactos de los cambios del clima en los costes. Disrupciones en la cadena de valor.	Impulso de innovación, nuevos productos ultra eficientes, aumentos de eficiencia, mayor atractivo para clientes nicho.
Responsabilidades legales	Multas por emisiones por encima de límite. Productos fuera de especificación climática	Protección de la población en caso de accidente por fenómenos extremos.	Nuevas especificaciones que aportan ventajas competitivas a los pioneros
Valor de los activos	Activos fósiles que pierden su valor. Obsolescencia climática.	Cambios de valor regulaciones agrícolas	Renovación y vida útil. Resiliencia, nuevas oportunidades de negocios cruzados. Atracción de talento.
Acceso o costes de capital	Descarbonización de carteras, cambios en el rating.	Incremento de coste de seguros.	Ampliación base de financiación, diferenciación en el sector. Concesiones con valor climático

Fuente: elaboración propia sobre documentos de TCFD.

Los sectores se ven expuestos a los riesgos del cambio climático, bien por su contribución a las emisiones de gases de efecto invernadero –riesgos de transición– como por su exposición a los riesgos físicos. Según la Agencia Europea de Medio Ambiente¹⁶ los sectores más afectados serían:

- Energía
- Infraestructuras y edificios
- Agricultura y explotaciones forestales

¹⁶ Climate change, impacts and vulnerability in Europe 2012 An indicator-based report. [EEA Report No 12/2012](#)

- Seguros
- Turismo

RIESGOS DE TRANSICIÓN

Se denominan riesgos de transición a aquellos derivados del desarrollo de herramientas por parte del regulador o del mercado que puede limitar los rendimientos de determinados activos o productos por el hecho mismo de emitirlas o por ser más intensivos en la producción de emisiones GEI que otros.

Para ello el regulador utiliza de forma general los siguientes instrumentos¹⁷:

- Regulatorios: limitación en las especificaciones técnicas (eficiencia o emisiones) de los productos finales –automóviles, calderas, edificios, etc.
- Información: etiquetado de productos finales accesible al público –edificios, transporte, etc.
- Económicos mediante tasa: introducción de una tasa al consumo del combustible y/o la energía –impuesto verde–.
- Económicos mediante subsidio: introducción de un subsidio a la reducción o a la compra de bienes con características eficientes.
- Económicos mediante mercado: desarrollo de un mercado de emisiones o reducciones obligatorias basado en asignaciones anuales gratuitas decrecientes y la posibilidad de realizar transacciones entre los intervinientes en el mercado.
- Programas voluntarios de reducción sectorial o local.

Según el informe del Banco Mundial “State and Trends of Carbon Pricing 2019”¹⁸ en la actualidad 46 países y 56 regiones en el mundo ya han desarrollado precios o tasas sobre las emisiones de gases de efecto invernadero, cubriendo 11 GtCO₂ (20% de las emisiones totales) y generando un mercado de 44.000 millones de USD en 2018.

Los precios son muy diversos y principalmente implantados en Europa que además del comercio de derechos de emisión con un precio de 20-30 USD/tCO₂, se pueden encontrar Suecia con 127 USD/tCO₂ de la tasa al carbono 50 de Francia o los 14 en Portugal.

¹⁷ Elaborado a partir del document: National policies and measures on climate change mitigation in Europe in 2017 Technical overview of the information reported by Member States under the European Union’s climate Monitoring Mechanism Regulation. [EEA Report n 9/2017](#)

¹⁸ World Bank Group “State and Trends of Carbon Pricing 2019” Junio 2019 <http://documents.worldbank.org/curated/en/191801559846379845/pdf/State-and-Trends-of-Carbon-Pricing-2019.pdf>

Futuro impuesto a las importaciones intensivas en carbono de la UE¹⁹

La Comisión Europea planea un impuesto fronterizo de carbono destinado a proteger a los productores europeos de acero y otras industrias intensivas en energía contra importaciones más baratas de países con políticas climáticas menos estrictas. La presidenta ejecutiva de la UE incluirá un “mecanismo de ajuste de la frontera del carbono” propuesto para sectores seleccionados que se introducirán en 2021.

Con esta opción, los importadores de la UE de acero, aluminio y otros productos con una alta huella de carbono tendrían que comprar derechos de emisión de carbono, como hacen los productores de la UE bajo el Sistema de Comercio de Emisiones de la UE. Esto introduciría efectivamente un impuesto a la importación y elevaría el precio de los bienes importados, lo que aumentaría la competitividad de los metales y otros bienes producidos en la UE.

El objetivo sería contrarrestar la “fuga de carbono”, mediante la cual, las industrias de la UE son penalizadas por importaciones más baratas de países que aplican reglas menos estrictas para combatir el cambio climático. Se estima que esta medida corre el riesgo de violar las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que requieren un trato igual de productos similares y no discriminación entre los productores nacionales y extranjeros. Para ello, se estudia un gravamen al carbono sobre todos los bienes, incluidos los producidos en la UE como parte de la reforma del mercado de emisiones europeo (ETS).

Un aspecto que crece en importancia es el derivado del número creciente de reclamaciones interpuestas a la industria petrolera por los daños globales producidos por las emisiones de gases de efecto invernadero. Estos riesgos de responsabilidad se prevé que sean crecientes y, al igual que en casos anteriores, como en el de la industria del tabaco, tendrían un impacto significativo en esta industria.

El Estado de Nueva York contra Exxon

En la actualidad, se estima que existen medio centenar de demandas en los Estados Unidos y un número equivalente en otros países, en los que se acusan a las

¹⁹ Reuters “Explainer: What an EU carbon border tax might look like and who would be hit” 10.12.19 <https://www.reuters.com/article/us-climate-change-eu-carbon-tax-explainer/explainer-what-an-eu-carbon-border-tax-might-look-like-and-who-would-be-hit-idUSKBN1YE1C4>

empresas o a las asociaciones industriales de daños contra la población provocados por ocultar los efectos que sus productos provocaban en el clima.

La más famosa se presentó en 2018 en la Corte Suprema de Nueva York en la que se alega fraude por parte de la compañía Exxon Mobil Corporation por haber engañado a los inversores de la compañía sobre la gestión de los riesgos climáticos. Según el New York Times, el caso fue "solo la segunda demanda por cambio climático en llegar a juicio en los Estados Unidos". En 2019 el Fiscal General de Nueva York retiró dos de los cuatro cargos relacionados con fraude civil después de admitir que no había pruebas suficientes para respaldar los cargos.

Otras nueve ciudades norteamericanas, desde Nueva York hasta San Francisco, han demandado a las principales compañías de combustibles fósiles, buscando una indemnización por los daños causados por el cambio climático.

RIESGOS FÍSICOS

Desde el sector financiero se teme que los episodios climáticos extremos puedan tener un impacto notable en el valor de los activos²⁰ de las compañías. Por ejemplo, las empresas de turismo temen que los destinos se vuelvan demasiado calurosos o inseguros por el clima extremo; los bancos, que las hipotecas concedidas en determinados lugares estén sobrevaloradas; las compañías de bebidas que la disponibilidad del agua afecte su capacidad de producir; las características organolépticas de los alimentos con denominación de origen cambien, etc.

La eléctrica PG&E, la primera quiebra por el cambio climático

Diferentes opiniones²¹ señalan que PG&E será, de hecho, la primera “bancarrota por cambio climático” ante posibles responsabilidades por valor de 30 mil millones USD, como resultado de incendios forestales que arrasaron su área de servicio en 2017 y 2018. El gran daño se debió en gran parte, a condiciones extremadamente cálidas y secas que generaron incendios más frecuentes e intensos.

Las condiciones que argumentó PG&E fueron el resultado del calentamiento global y el cambio climático. Este argumento fue usado como parte de su intento fallido de revocar una doctrina legal conocida como una condena inversa, es decir, responsabiliza a las empresas de servicios públicos de California por los daños causados por los incendios forestales y por sus equipos, ya sea que hayan actuado o no negligentemente.

²⁰ Carney warns of climate change hit to corporate assets. Financial Times 30 diciembre 2019 <https://www.ft.com/content/f67833ba-2ad7-11ea-bc77-65e4aa615551>

²¹ Bloomberg “PG&E May Be the Business World’s Biggest Climate-Change Casualty Yet” 9 Ene 2019

Las pérdidas por catástrofes naturales en todo el mundo totalizaron en 2018, 160 mil millones de USD de las cuales solo la mitad estaba asegurada²².

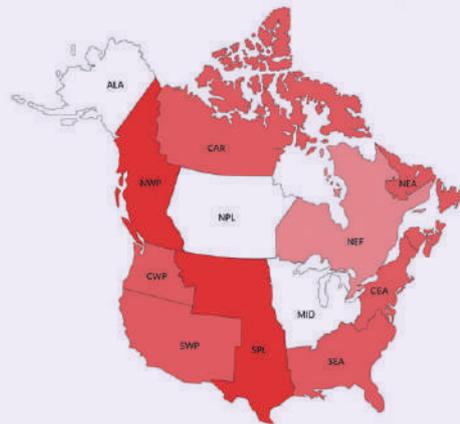
Se consideran dos categorías de riesgos físicos²³: los que resultan directamente de los eventos climáticos, como inundaciones y tormentas; y los que puedan surgir indirectamente de eventos posteriores, tales como interrupción de la cadena de suministro, escasez de recursos o posibles conflictos por los mismos, políticos o sociales.

Estos riesgos directos e indirectos tienen relevancia tanto para los activos como para los pasivos en los balances de las compañías de seguros –tanto generales como para los de vida–. Los supervisores están sugiriendo una monitorización continua de estos riesgos físicos. Esto incluye la correlación entre los riesgos climáticos y también entre los riesgos en el lado de los activos y pasivos de los balances de las aseguradoras (por ejemplo, riesgo de seguro y riesgo de mercado). Es probable que los incrementos de estos niveles de riesgo estén teniendo ya consecuencias en la fijación de primas.

El índice climático de los actuarios

Las asociaciones de actuarios norteamericana y canadiense están elaborando un índice –Actuaries Climate Index– dirigido a proporcionar un indicador objetivo de la frecuencia del clima extremo y del cambio del nivel del mar. Actualmente está disponible para los Estados Unidos y Canadá y 12 subregiones.

En la actualidad el mapa muestra cómo en 2019 la desviación estándar de los eventos climáticos fue superior a 1 en gran parte del territorio de los Estados Unidos.



<https://actuariesclimateindex.org/maps/>

²² Zurich. How to Future-Proof Your Business Against Climate Change-Related Risks. Sep 2019 <https://www.zurich.com/en/knowledge/topics/global-risks/future-proof-your-business-against-climate-change-related-risks>

²³ The impact of climate change on the UK insurance sector A Climate Change Adaptation Report by the Prudential Regulation Authority. Banco de Inglaterra, 2015

El envío de señales consistentes permite a los mercados, asimilar de forma paulatina los requerimientos y adaptarse a la nueva situación. Señal de estas actuaciones se pueden encontrar ejemplos en el sector eléctrico en España, en el que se han puesto de manifiesto estos riesgos:

- “**Naturgy** perdió 2.822 millones en 2018 por el deterioro de activos por casi 4.900 millones”. Europa Press. 30/01/2019²⁴.
- “**Endesa** recorta un 85% su beneficio a septiembre tras deterioro de 1.398 millones por activos de carbón”. Europa Press 05/11/2019²⁵.
- “**Repsol** hará un ajuste en sus cuentas de 5.000 millones para acometer una reconversión ecológica total” Expansión 2/12/19²⁶.

LAS OPORTUNIDADES CLIMÁTICAS

En todas las transiciones existen ganadores y perdedores. Las empresas –y podríamos decir que cada uno de nosotros–, nos vemos impelidos a transformarnos para minimizar el impacto sobre el clima, atrapados por la paradoja del plazo en el que hay que realizar el esfuerzo y el momento futuro de la recompensa.

Con escenarios de precios de los combustibles fósiles que no incorporan todavía las externalidades negativas que producen sobre el clima, las empresas que buscan oportunidades en este campo precisan marcos normativos incentivadores y estables para poder tomar escala. Una vez obtenida, la lógica del carbono alcanza rápidamente un precio competitivo y encara un nuevo riesgo derivado del mantenimiento de tecnologías jóvenes y de la rápida obsolescencia.

Está lógica del carbono se produce en gran medida debido al escaso rendimiento de la combustión que llega a su asíntota termodinámica sobre el 60-70%, mientras que las energías limpias –con fuentes de energía ilimitadas– se encuentran sometidas a la disciplina de la conducción, cuyos avances en la era de la computación han sido notables y aun lo serán en mayor medida.

Un enfoque controvertido, que ha despertado el interés de los inversores y de las compañías, en lo que se han venido a denominar “carbon unicorns”.

²⁴ Consultado 22 Dic 2019 <https://www.europapress.es/economia/noticia-naturgy-perdio-2822-millones-2018-deterioro-activos-casi-4900-millones-20190130084620.html>

²⁵ Consultado 22 Dic 2019 <https://www.europapress.es/economia/noticia-endesa-recorta-85-beneficio-septiembre-deterioro-1398-millones-activos-carbon-20191105080516.html>

²⁶ Consultado 22 Dic 2019 <https://www.expansion.com/empresas/energia/2019/12/02/5de54315e5fdea252e8b45c3.html>

Carbon Unicorns

En 2018, el Panel Intergubernamental de Expertos en Cambio Climático (IPCC) urgía a la comunidad tecnológica a redoblar los esfuerzos para promover soluciones ya no mitigadoras de las emisiones, si no regeneradoras o carbono positivas. Los investigadores creen que las tecnologías de eliminación de dióxido de carbono, de alguna forma, serían necesarias para ayudar a bajar la temperatura de la Tierra. Enfoques que van desde plantar más árboles, a la captura directa de CO₂ en el aire, a la bioenergía con captura y al almacenamiento de carbono.

ASPECTOS CLAVE EN LA EVALUACIÓN LOS RIESGOS CLIMÁTICOS

Con el objetivo de facilitar el entendimiento de los riesgos y las oportunidades climáticas para las organizaciones, en 2015 el Financial Stability Board, constituyó un Grupo de trabajo sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima (TCFD)²⁷. Así, se ha elaborado un estándar para facilitar la publicación voluntaria y consistente de los riesgos financieros relacionados con el clima para que puedan ser utilizados por inversores, aseguradores y en última instancia por supervisores y reguladores. Una ayuda a las empresas a comprender qué necesitan los mercados financieros para medir y responder a los riesgos del cambio climático, así como promover el alineamiento con las necesidades de los inversores.

TCFD considera los riesgos físicos, de responsabilidad y de transición asociados con el cambio climático y lo que constituye información financiera efectiva en todas las industrias.

Las recomendaciones del TCFD²⁸ se estructuran alrededor de cuatro de las áreas de referencia para la gestión empresarial de las organizaciones (gobernanza, estrategia, gestión de riesgos y objetivos y métricas), y construyen el marco de información que puede ayudar a los inversores y a otros grupos de interés a entender cómo abordar el cambio climático desde la perspectiva de negocio. Dentro de cada una de estas áreas, se incluyen aspectos a considerar a la hora de reportar en lo que respecta a descripción de procesos, medidas y objetivos:

²⁷ Publicaciones del TCFD se encuentran disponibles aquí: <https://www.fsb-tcf.org/publications/>

²⁸ Guía para Practitioners sobre las Recomendaciones del Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Foretica. 2018

Tabla 6. Esquema de contenidos propuestos por TCFD

GOBERNANZA	ESTRATEGIA	GESTIÓN DE RIESGOS	MÉTRICAS Y OBJETIVOS
Reportar la gobernanza de las organizaciones en lo que respecta a los riesgos y las oportunidades relacionadas con el clima.	Reportar los impactos actuales y potenciales de los riesgos y las oportunidades climáticas en el negocio, estrategia y planificación financiera de la organización donde esta información es material.	Reportar cómo la organización identifica, evalúa y gestiona los riesgos relacionados con el cambio climático.	Reportar las métricas y objetivos utilizados para evaluar y gestionar riesgos y oportunidades relevantes relacionadas con el cambio climático donde esta información es material.
ASPECTOS RECOMENDADOS A DESGLOSAR			
<p>A. Describir la supervisión de la Junta/Consejo sobre los riesgos y las oportunidades climáticas.</p> <p>B. Describir el rol de la gestión en lo que respecta a la evaluación y la gestión de los riesgos y oportunidades climáticas.</p>	<p>A. Describir los riesgos y las oportunidades relacionadas con el clima que la organización ha identificado en el corto, medio y largo plazo.</p> <p>B. Describir el impacto de los riesgos y las oportunidades relacionadas con el clima en el negocio, la estrategia y la planificación financiera de la organización.</p> <p>C. Describir la resiliencia de la estrategia de la organización, teniendo en cuenta diferentes escenarios relacionados con el clima, incluyendo un escenario de 2°C o menos.</p>	<p>A. Describir los procesos de la organización para identificar y evaluar los riesgos relacionados con el clima.</p> <p>B. Describir los procesos de la organización para gestionar los riesgos relacionados con el clima.</p> <p>C. Describir cómo los procesos para identificar, evaluar y gestionar los riesgos climáticos están integrados en la gestión de riesgos global de la organización.</p>	<p>A. Reportar las métricas utilizadas por la organización para evaluar los riesgos y las oportunidades climáticas en línea con su estrategia y su proceso de gestión de riesgos.</p> <p>B. Reportar el Alcance 1, Alcance 2 y, si es adecuado, el Alcance 3 de emisiones de GEI y sus riesgos asociados.</p> <p>C. Describir los objetivos que utiliza la organización para gestionar los riesgos y las oportunidades climáticas y su desempeño frente a los objetivos.</p>

Fuente: TCFD.

ASPECTOS CLAVE DE LA INFORMACIÓN CLIMÁTICA DE LAS EMPRESAS

EXPOSICIÓN

Tanto los riesgos de transición como los de adaptación, provienen de la exposición de las actividades y los lugares de operación –cadena de valor– de la compañía.

La operación (*end-to-end*) en jurisdicciones altamente comprometidas con la transición climática, conlleva alta exposición para compañías muy dependientes de las energías fósiles en su cadena de valor.

De la misma manera la operación (cadena de valor) de activos en lugares expuestos a cambios en el clima o al incremento de eventos atmosféricos extremos, adquieren riesgos adicionales que deben ser evaluados.

Al tratarse de un riesgo no lineal, la información histórica aporta una evaluación limitada de la exposición al riesgo de una compañía. Estos modelos subestiman la disrupción que se está produciendo, primero en las regulaciones nacionales de descarbonización de la economía y seguramente en la siguiente década en los cambios significativos del clima.

Taxonomía de actividades bajas en carbono de la UE

El Informe Técnico de Taxonomía, es un documento de 414 páginas que contiene los criterios técnicos de evaluación para 67 actividades en 8 sectores que la Comisión Europea considera pueden hacer una contribución sustancial a la miti-

gación del cambio climático. Se trata de una metodología y ejemplos, orientados a ofrecer una explicación concisa de que significa una “contribución sustancial” a la mitigación y adaptación cambio climático y, al mismo tiempo, no causar daños a otros objetivos ambientales.

En la práctica, el proceso de identificación se lleva a cabo en 3 pasos:

- 1) Analizar las actividades de la empresa con el fin de identificar aquellas que contribuyen significativamente.
- 2) Identificar si la actividad económica cumple con el umbral de criterios de evaluación técnica, tal como se define en el Informe Técnico de Taxonomía, además de asegurar que la actividad económica cumple (es decir, “DNSH”) con los otros objetivos de la Taxonomía;
- 3) Garantizar el cumplimiento de las salvaguardas mínimas sociales a través de la propia divulgación de la empresa, como las políticas de derechos laborales y los sistemas de gestión.

Una vez que el inversor haya completado este análisis para todas las actividades económicas en una cartera determinada, estará en condiciones de cuantificar en mejores condiciones la exposición climática de su cartera. A medida que mejora la comparabilidad y la calidad de la información sobre datos ESG, se espera que los análisis mejoraren sustancialmente.

Más información en las páginas de la Comisión Europea, correspondientes a los trabajos del Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG)²⁹.

EVOLUCIÓN DE LA INTENSIDAD DE LAS EMISIONES

La taxonomía ofrece un marco sencillo que permite el alineamiento de las estrategias de inversión en el terreno climático. Se estima que su uso se extenderá en los próximos años fuera de Europa a través de la plataforma que la Comisión está impulsando.

De esta forma se espera que existan tres tipos de aproximaciones –verdes, en transición y marrones–. Siendo las más numerosas aquellas que no siendo elegibles como “verdes” dispongan de planes de transición claros y creíbles para la aplicación de estrategias de inversión largas/cortas.

Algunos inversores (Citi, 2020), incluso se aventuran a pronosticar que los movimientos en torno a la taxonomía podrían catalizar la actividad de fusiones y adquisiciones a medida que las empresas se esfuercen por alcanzar los umbrales.

Las emisiones de gases de efecto invernadero en las empresas, se calculan utilizando

²⁹ https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en

principalmente el Protocolo de Gases de Efecto Invernadero (GHG Protocol). Este fue elaborado a principios de este siglo por el Instituto de Recursos Mundiales (WRI) y el Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (WBCSD). Se puede considerar el estándar internacional corporativo para medir emisiones de gases de efecto invernadero. Se considera la base de contabilización para prácticamente la totalidad de los programas corporativos de informes de GEI del mundo.

En 2016, el 92% de las compañías Fortune 500 que respondieron al CDP utilizaron el Protocolo GHG directa o indirectamente.

El estándar cubre la contabilización de los siete gases de efecto invernadero incluidos en el Protocolo de Kyoto: dióxido de carbono (CO₂), metano (CH₄), óxido nitroso (N₂O), hidrofluorocarbonos (HFC), perfluorocarbonos (PCF), hexafluoruro de azufre (SF₆) y trifluoruro de nitrógeno (NF₃).

El inventario³⁰ comienza con la identificación del perímetro de control directo de la empresa. Este se puede establecer siguiendo criterios operativos o de control financiero. A partir de este se establecen tres tipos de alcances:

Alcance 1: emisiones directas

Como primer paso, una organización debe realizar un ejercicio de identificación de sus fuentes de emisión directa en cada uno de los gases incluidos.

- Combustión: combustión en equipos estacionarios como calderas, hornos, quemadores, turbinas, calentadores, incineradores, motores, etc.
- Combustión móvil: combustión de combustibles en dispositivos de transporte propios como automóviles, camiones, autobuses, trenes, aviones, barcos, barcos, barcazas, embarcaciones, etc.
- Emisiones de proceso: emisiones de procesos físicos o químicos como el CO₂ en la calcinación en la fabricación de cemento, CO₂ por craqueo catalítico, en procesamiento petroquímico, emisiones de PFC en la fundición de aluminio, etc.
- Emisiones fugitivas – incluidas no intencionales: fugas de equipos, sellados, etc., así como emisiones fugitivas de pilas de carbón, tratamiento de aguas residuales, pozos, torres de enfriamiento, instalaciones de procesamiento de gas, etc.

Alcance 2: emisiones indirectas

El siguiente paso es identificar las fuentes de emisión indirecta provenientes del consumo de electricidad, calor o vapor adquiridos. Casi todas las empresas generan emisiones indirectas debido a la compra de electricidad para uso en sus procesos o servicios.

Se actualizó en 2015 con la Guía de Alcance 2, permitiendo a las empresas medir e

³⁰ WRI y WBCSD “The Greenhouse Gas Protocol, A Corporate Accounting and Reporting Standard, 2004

informar de manera creíble las emisiones de la electricidad, el vapor, el calor y la refrigeración comprados o disfrutados.

Este alcance es polémico, ya que los factores de emisión usados en las metodologías más extendidas para el cálculo, se está poniendo en cuestión y se esperan pronunciamientos en breve sobre esta cuestión, que alterarán sin duda los inventarios de emisión de las compañías.

Alcance 3: actividades asociadas

Este paso opcional, implica la identificación de emisiones de una empresa aguas arriba y aguas abajo, así como las emisiones asociadas con la fabricación, arrendamientos o franquicias subcontratados / contratados no incluidos en el alcance 1 o alcance 2.

La inclusión de emisiones de Alcance 3, permite a las empresas expandir el alcance de su inventario a lo largo de su cadena de valor e identificar todas las emisiones de GEI relevantes. Esto proporciona una visión más amplia desde el punto de vista comercial y posibles oportunidades de reducciones significativas.

La dificultad en el cálculo de estas emisiones ha llevado a muchos inversores a mantenerlas fuera del cálculo de las emisiones incluidas en los análisis de riesgo, aunque en la actualidad, el uso de inteligencia artificial y otras aproximaciones avanzadas están influyendo en la consideración profesional de estas emisiones tan relevantes.

Tabla 7: Diez empresas del IBEX más intensivas en emisiones

Empresa	Intensidad de emisiones (tCO ₂ /millón €)
ArcelorMittal	3.457,3
Endesa	1.815,7
IAG	1.348,6
Iberdrola	968,0
Naturgy	937,5
Viscofan	670,9
Repsol	560,5
Red Eléctrica	507,8

Fuente CDP 2017 y elaboración propia.

ESCENARIOS CLIMÁTICOS

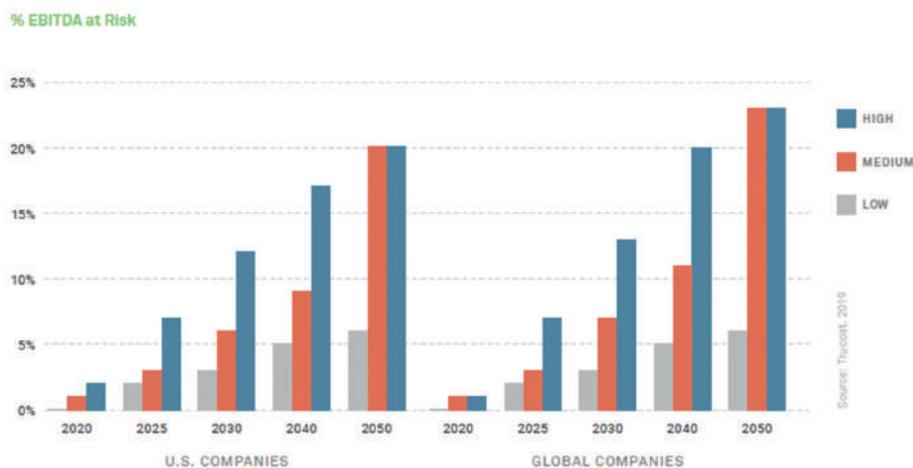
Los riesgos no lineales como el climático, requiere de herramientas dinámicas que permitan una toma de decisiones adecuada a los cambios de contexto. Este variará de forma notable en los últimos meses especialmente en Europa con la adopción del Pacto Verde.

Según las estimaciones de S&P ESG Truecost las compañías deben considerar tres escenarios de transición:

- Alto precio del carbono (150-300€/tCO₂)- supone la implementación de políticas consideradas suficientes para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en línea con el objetivo de limitar el cambio climático a 2°C.
- Precio medio del carbono (50-150€/tCO₂)- asume que las políticas se implementarán para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y limitar el cambio climático a 2°C a largo plazo, pero con acciones que no se tomarán a corto plazo.
- Precios bajos en carbono (<50€/tCO₂)- representa la implementación completa de las contribuciones determinadas por el país (NDC) en virtud del Acuerdo de París, algunas de las cuales no se espera que cumplan con el objetivo original del acuerdo de limitar el cambio climático a 2°C (revisado a 1,5 grados C en 2016).

Esta compañía ha calculado el porcentaje del EBITDA en riesgo (la proporción de los costes de carbono sin precio dividido por las ganancias) según escenario de precios. Si bien los costes pueden considerarse hoy bajos, para 2050, incluso en el escenario de precios más bajo, se estima que el impacto llegará hasta el 6 por ciento de las ganancias de las compañías más grandes del mundo.

Tabla 8: Beneficios que estarían en riesgo según diferentes escenarios de precio del carbono



Fuente: Truecost, 2019.

La intensidad de emisiones es un aliado para calcular los escenarios de transición. Se calculan de forma general con el ratio de las emisiones alcance 1+2 dividido por las ventas. De esta forma se puede estimar que:

- Intensidades entre 0 y 150 t/CO2 por millón de ventas, se pueden considerar compañías con riesgos bajos respecto a la transición, y deben analizarse los riesgos relacionados con la adaptación.
- Intensidades entre 150 y 1.500 t/CO2 por millón de ventas, se pueden considerar que las compañías deben disponer de una estrategia de descarbonización clara ya que se encuentran expuestas de forma relevante a riesgos de transición.
- Por encima de 1.500 t/CO2 por millón de ventas, se consideran compañías con alto nivel de exposición cuyo modelo de negocio actual deberá cambiar sustancialmente en la próxima década.

Los escenarios de adaptación al cambio climático se pueden construir a partir de los elaborados por el IPCC. Estos escenarios son accesibles por regiones con una documentación detallada por zonas y sectores económicos. En Europa, los proyectos PESETA I, II y III recogen proyecciones a lo largo de siglo de gran utilidad, accesibles en la web del JRC (<https://ec.europa.eu/jrc/en/peseta/climate-scenarios>).

EFRAG – Laboratorio de *reporting* climático

En 2019, el grupo asesor europeo para el *reporting* financiero (EFRAG) ha elaborado diferentes guías con ejemplos sobre un enfoque completo del *reporting* sobre cambio climático. En estas guías accesibles, se pueden encontrar estudios de caso de la aplicación completa de escenarios a partir de las guías elaboradas por TCFD.

Topic	What is covered?	Examples
GOVERNANCE/STRATEGY ON SCENARIOS		
Governance/strategy on scenarios	Governance in relation to scenarios and integration into strategic decisions	BP (oil and gas), Eni (oil and gas), Unilever (consumer goods)
PARAMETERS AND ANALYTICAL CHOICES		
Quantitative vs. qualitative scenarios	Choice between qualitative, quantitative or 'directional' scenario analysis approach	Lendlease (property development), Oil Search (oil and gas), Société Générale (banking)
Assumptions	Transparency on qualitative and quantitative assumptions	Arcelor Mittal (steel), ATP** (pension fund), Citibank (banking), Oil Search (oil and gas)
Time horizon	Integration of time horizon into scenario analysis and specific meaning of short term, medium term and long term	Aviva (insurance), Rio Tinto (mining), South32 (mining), Société Générale (banking)
Maturity assessment and scope	Progress on scenario reporting journey and portion of operations and value chain that are included in the scenarios	Citi (banking), CNP Assurances* (insurance), Equinor (oil and gas), Rio Tinto (mining), South32 (mining), Oil Search (oil and gas)
SCENARIOS AND MODELS		
Scenario selection	Choice of scenarios and disclosure of process and rationale for scenario selection	EDP (utility), GALP (oil and gas), Iberdrola (utility), Rio Tinto (mining), South32 (mining)
Physical risk scenarios	Physical risk disclosure	Commonwealth Bank of Australia (banking), Landsec* (real estate), South32 (mining)
Models and data	Transparency and clarity on the models and data used for scenario modelling	Aviva (insurance), ATP** (pension fund), Citibank (banking), CNP Assurances* (insurance), Unilever (consumer goods)
INTEGRATION INTO BUSINESS DECISIONS		
Scenario outputs and business decisions	Translation of scenario results into business decisions	AXA (insurance), Eni (oil and gas)
Quantification and monetisation of scenario outputs	Disclosure of impacts within scenario reporting (e.g. financial impacts such as EBITDA, NPV)	AXA (insurance), BHP Billiton (mining), Equinor (oil and gas), mock-up example

*Medium capitalisation (market capitalisation less than €15 billion)

**Unlisted

HOW TO IMPROVE CLIMATE-RELATED REPORTING, EFRAG 2019 www.efrag.org

ESTADO DE LA INFORMACIÓN CLIMÁTICA CORPORATIVA

En apartados anteriores se ha puesto de manifiesto la importancia de poder contar con información de calidad, relativa al desempeño climático de las empresas y organizaciones. Sin embargo, la calidad de la información con la que cuenta el mercado es un aspecto clave para el desarrollo de los modelos de riesgo climático, que todavía debe mejorar, de acuerdo con el último informe sobre el estado de implementación de TCFD elaborado en 2019.

Elaborar estos informes como un ejercicio de cumplimiento no permiten un análisis genuino sobre la preparación de las compañías a los riesgos del cambio climático como sobre el impacto de su estrategia en el medio ambiente.

Las empresas rara vez ofrecen una explicación suficiente sobre si su modelo de negocio y su estrategia son resistentes a los riesgos climáticos tanto de transición como de adaptación a un mundo con bajas emisiones de carbono o al aumento de riesgos físicos.

Aunque las compañías han sido identificadas como líderes en aspectos específicos de los informes climáticos, es difícil encontrar compañías que muestren un alto nivel de sofisticación en todos los aspectos de los informes climáticos. Esta información parece estar circunscrita a compañías grandes, internacionales y cotizadas, estando muy lejos todavía de la gran mayoría de las empresas.

LA APLICACIÓN DE TCFD A EUROPA

Las recomendaciones del TCFD están ampliamente reconocidas como orientaciones de una fuente autorizada sobre la presentación de información financieramente significativa relacionada con el clima, y la Comisión alienta a las empresas a aplicarlas. Varios gobiernos y reguladores financieros de todo el mundo han expresado su apoyo a las recomendaciones y están integrándolas en sus directrices y marcos de actuación. Es el caso, por ejemplo, de Australia, Canadá, Hong Kong, Japón, Singapur y Sudáfrica, así como de algunos Estados miembros de la UE.

Según el estudio correspondiente a 2019 de la Alianza por la Transparencia Corporativa,³¹ 91,1 % de las empresas europeas analizadas, reportaban aspectos climáticos en sus informes anuales, sin embargo, estiman que la información facilitada es difícilmente utilizable para el análisis.

En junio de 2019 la Comisión Europea publicó³² una guía de reporte suplementaria, con el fin de complementar las Directrices sobre la presentación de informes no financieros adoptadas por la Comisión en 2017 y compatibles con TCFD.

La importancia de esta guía radica en que, como parte de la Directiva de Información

³¹ The Alliance for Corporate Transparency Research Report 2019: An analysis of the sustainability reports of 1000 companies pursuant to the EU Non-Financial Reporting Directive

³² Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima (2019/C 209/01)

no financiera de la UE, se espera que entre en vigor con carácter obligatorio para todas las entidades de interés público en la próxima revisión de la norma y no más tarde de 2022.

Doble materialidad propuesta por la Comisión Europea a la hora de evaluar la relevancia de los asuntos climáticos para la empresa



* «Significatividad financiera» se entiende aquí en el sentido amplio de incidencia en el valor de la empresa, y no simplemente en el sentido de incidencia en las medidas financieras reconocidas en los estados financieros.

Fuente: Guía para la divulgación de aspectos relacionados con el clima de la Comisión Europea.

¿Dónde encontrar buenos ejemplos? La lista A de Carbon Disclosure Project

La Lista A anual de CDP nombra a las compañías pioneras que lideran la transparencia y el desempeño ambiental. Cada año reconocen a más de 200 empresas como líderes.

La calificación de CDP es la base de datos más amplia de *reporting* corporativo climático existente en el mundo. En 2019, más de 8.400 empresas participaron en CDP: un aumento significativo del 20% respecto al año anterior. Las compañías informantes ahora representan más del 50% de la capitalización de mercado global.

<https://www.cdp.net/en/companies/companies-scores>

1.3. PRECURSORES DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES II: LA PERSPECTIVA SOCIAL

JOSÉ LUIS BLASCO

Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

UN SISTEMA QUE TIENDE A DESCARRILAR

Con motivo de la celebración del 50 aniversario del WEF se presentó el manifiesto “The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution” (“Davos Manifesto,” 2019), una versión renovada del primer manifiesto de Davos publicado en 1973. Ambos textos insisten en la necesidad de que los negocios sean capaces de armonizar los intereses de sus diferentes “stakeholders”.

La economía de mercado lleva existiendo doscientos cincuenta años y tras diez mil años de historia del ser humano, sigue siendo el único sistema que hemos encontrado capaz de elevar el nivel de vida y bienestar de las personas. El capitalismo es una combinación de la capacidad de optimización de las economías de escala y de la especialización. Las empresas son un elemento esencial del capitalismo y en consecuencia son, también, el motor principal del progreso social (Collier, Paul, 2019).

Durante las últimas décadas hemos vivido la época de mayor prosperidad de la historia de la humanidad. La esperanza de vida ha aumentado más en los últimos 50 años que en los 1000 anteriores: un niño nacido hoy tiene muchas posibilidades de ver la llegada del siglo XXII. La probabilidad de morir violentamente nunca ha sido menor; en promedio, disponemos de mejor formación que nunca. Entre los cambios más llamativos, los notables éxitos en la lucha contra la pobreza mundial: en 1981, casi la mitad de la población del mundo en desarrollo vivía por debajo del umbral de pobreza; a partir de 2012, esa cifra había caído al 12,7% (Ian Goldin and Chris Kutarna, 2016).

La genialidad de este sistema¹ tal vez reside en la combinación de la suave discipli-

¹ Collier contrapone el capitalismo al comunismo en la medida que este sistema que combinaba las economías de escala con la especialización, pero ya sabemos que no funcionó por dos razones: la falta de descentralización en

na que resulta de la competencia, un sistema descentralizado de toma de decisiones, y la posibilidad de múltiples áreas de colaboración entre los actores (Collier, Paul, 2019).

El capitalismo, por tanto, es un sistema muy valioso, pero no funciona en modo piloto automático. Cada cierto tiempo descarrila, y en doscientos cincuenta años de existencia, el capitalismo ha descarrilado peligrosamente al menos tres veces (Appelbaum, 2019).

El primer descarrilamiento se produjo a finales del siglo XIX en las ciudades industriales del norte de Inglaterra, en la zona que fue la cuna del capitalismo. El segundo se produjo durante la Gran Depresión. Y el tercer descarrilamiento seguramente lo estamos viviendo ahora, con brechas y desigualdades que comienzan a forjarse a finales de los años sesenta y principios de los setenta. En el momento en el que diferentes autores señalan comenzó la influencia de Friedman y varios economistas de ideas afines, en la política del gobierno estadounidense.

Su mensaje era bastante simple: el gobierno está demasiado involucrado en la economía. Tiene en su mano demasiadas palancas. Necesita retroceder. Necesita confiar en las fuerzas del mercado. Debe permitir a los mercados asignar recursos y hacer menos planificación central, menos gestión económica, menos regulación “Los problemas a los que se enfrenta la economía son básicamente el resultado de la participación del gobierno, y la solución es que el gobierno esté menos involucrado” (Appelbaum, 2019).

Esta circunstancia vista desde la perspectiva de despegue económico de los sesenta –con una relativa distribución homogénea de ingresos en la población norteamericana de entonces– tal vez no era tan descabellado pensar en promover reglas que dinamizaran el mercado dejando que el mercado hiciese su trabajo” (Heather Boushey, 2019).

Sin embargo, la historia de los descarrilamientos del capitalismo parece decirnos que dejar al mercado –y su magia– tomar todas las decisiones –especialmente las difíciles– tiende a dismantelar las instituciones que lo limitan, y no con ello el mercado mismo deja de funcionar correctamente. Lo que deja de funcionar son los mecanismos de equilibrio social.

No le echemos toda la culpa a Friedman. Esta no es solo la historia de Milton Friedman. De hecho, Friedman no fue ni el portavoz central del impulso que disminuyó los impuestos sobre la renta ni tampoco el principal defensor de la desregulación, pero en ambas propuestas encontró aliados que compartían su visión que prevalecieron y tuvieron un efecto significativo en la economía durante los últimos 60 años.

la toma de decisiones y la inexistencia de la disciplina asociada a la competencia.

LA INEQUIDAD DEFINIDA POR LA COMPARACIÓN DE INGRESOS ES UNA CONSECUENCIA DE LA DESIGUALDAD EN EL ACCESO A LAS OPORTUNIDADES

Visto desde la perspectiva actual, las reformas que inicialmente se llevaran a cabo durante esta “revolución” fueron bastante constructivas y productivas, pero como en muchas revoluciones, fueron demasiado lejos.

Lo que comenzó resolviendo problemas reales y genuinos que debían abordarse en la época, como la regulación de precios o el intervencionismo perverso en las empresas – ineficiencias, al fin y al cabo – han creado otros problemas que nos toca afrontar y gestionar ahora a esta generación.

La preocupación reflejada en el manifiesto de Davos proviene, por un lado, del auge de los populismos, y por el otro, de la generalización de movimientos de descontento, que comenzó con las protestas de la Primavera Árabe y ha terminado con una oleada de manifestaciones antigubernamentales que van desde Francia a Chile, pasando por India, Irak, Líbano y Hong Kong.

Las causas aparentes que motivaron cada uno de estos episodios de protestas son tan diversas como aparentemente irrelevantes desde un punto de vista económico global. Sin embargo, todas ellas parecen apuntar a la existencia de fallos estructurales en el sistema, catalizados por el fenómeno de la desigualdad.

Global Protest Tracker

El factor dominante de las protestas parece vincularse al fracaso de las democracias en su capacidad de representar los intereses de la ciudadanía de manera efectiva. Un fracaso que alimenta una frustración más amplia hacia los partidos políticos y los políticos.

Esto crea las condiciones propicias para un declive democrático, como se vio en los últimos años con el surgimiento de populistas antiliberales que hacen promesas extravagantes de cambios radicales, pero que amenazan con erosionar las instituciones y normas democráticas fundamentales de los países.

Para seguir esta tendencia de protestas, Carnegie ha creado Global Protest Tracker. Un rastreador de conflictos que recopila y presenta información sobre protestas importantes que han ocurrido en todo el mundo desde 2017, incluidos los desencadenantes, los impulsores subyacentes, la duración, el tamaño y los resultados.

<https://carnegieendowment.org/publications/interactive/protest-tracker>

A partir de la polarización, la fragmentación y la pérdida de consensos, estos fallos del sistema podrían poner en peligro los niveles de libertad y progreso alcanzados. Para evitarlo

cada vez hay un mayor consenso en que se deben realizar ajustes importantes en el diseño de la economía de mercado que afronten el tema de la desigualdad de forma inteligente.

Collier² (Collier, Paul, 2019) define como brechas, las creadas por la economía de mercado y que elaborando sobre ellas, se podrían agrupar en estas cinco:

- **La brecha de vivir en el Sur: La presión migratoria.** La increíble prosperidad del Norte, y la falta de oportunidades en el Sur, que empuja la inmigración.
- **La brecha con la prosperidad del futuro: La degradación del planeta.** La deuda con el planeta de un desarrollo económico que no pasa por su mejor época, y que amenaza la salud de las generaciones presentes y la prosperidad de las futuras.
- **La brecha del interior olvidado de la globalización.** Las capitales florecientes, y las ciudades del interior de los países a los que no llegaron los beneficios de la globalización.
- **La brecha provocada por la parada del ascensor social.** La retroalimentación de las clases con alto nivel educativo, y el estancamiento para aquellas personas que no han recibido educación superior y cuyas profesiones se ven amenazadas.
- **La brecha del individualismo que fragmenta.** La tensión entre el Estado –con una mermada capacidad de maniobra y al que a su vez se le sobrecarga de obligaciones– y el individuo, que demanda libertad sin interés en un proyecto común.

Estas cinco brechas cubren un gran rango de fenómenos relacionados a las desigualdades, lo que nos permite comprender este problema de forma global. Ilustran el impacto del lugar de nacimiento o la educación recibida en las oportunidades a las que tiene acceso una persona.

EL PAPEL DEL SECTOR EMPRESARIAL Y MÁS EN CONCRETO DEL SECTOR FINANCIERO

La solución a los problemas sociales se ha venido enfocando como una responsabilidad del sector público, y desde hace unas décadas desde la perspectiva de los Organismos Internacionales y las Organizaciones No Gubernamentales (ONGs).

Si bien es cierto que se ha avanzado gracias al enorme esfuerzo desarrollado, el fondo del problema proviene del limitante de los recursos disponibles que no hay forma de expandir y escalar al tamaño y complejidad que necesitan las soluciones.

El célebre profesor Michael Porter en una memorable conferencia en 2013 (Porter, Michael, 2013) se preguntaba, pero ¿dónde están los recursos? La respuesta según Porter está en el entorno de los negocios. Es decir, en las empresas.

La principal fuente de creación de la riqueza proviene de las empresas, por qué no

² Elaboradas sobre las brechas de Collier (2019, p. 121).

establecer los marcos adecuados para que de ellas provengan las soluciones a gran escala. Esto lleva a un nuevo paradigma: ver a la empresa (en su acepción más amplia) como parte de la solución, dejando de ser esta parte del problema, y con ello al sector financiero.

SUPERANDO LA FILANTROPÍA

El paternalismo industrial de fines del siglo XIX se ha venido considerando como formas tempranas de responsabilidad social. Los valores cristianos de los fundadores influyeron durante mucho tiempo en el papel social de las empresas.

La filantropía y las contribuciones caritativas de los empresarios, frecuentes en este periodo, estaban motivadas por la predisposición religiosa de los empresarios. Incluso algunos autores encuentran el mismo racional de respuesta a su preocupación social en los sistemas de producción masiva, defendido por Henry Ford a principios del siglo XX y seguido por muchos empresarios, que tenía como fin proporcionar bienes a costos más bajos, creando nuevas oportunidades de empleo (Mishra et al., 2019)

Pero fue el cambio de la ley de 1917 en Estados Unidos que facilitaba la deducción de los gastos de las donaciones corporativas la que impulsó la labor filantrópica de las grandes empresas. La contribución filantrópica que se percibía negativamente hasta entonces –no regale mi dinero argumentaban los accionistas, déjeme decidir a mi si quiero ser o no un filántropo fue transformándose hacia organizaciones que eran conscientes que **tenían responsabilidades sociales y debían “devolver** a la sociedad parte de los beneficios que se obtenían”.

Las propuestas que se multiplican en la línea del Manifiesto de Davos, en la OCDE o en Naciones Unidas, tratan de *actualizar* este concepto en un nuevo contexto de empoderamiento de los ciudadanos y aceleración tecnológica, proponiendo la creación de modelos económicos de mercado, que mayoritariamente se encuentre compuesto por empresas que busquen la regeneración de la sociedad a través de sus operaciones.

Más allá de responder ante los problemas la propuesta se trata de definir modelos que incorporen la variable sostenible desde su diseño.

Los cisnes verdes de John Elkington (Elkington, 2020)

Un cisne verde es un cambio profundo del mercado, generalmente catalizado por una combinación de desafíos del cisne negro o gris y paradigmas, valores, mentalidades, políticas, tecnologías, modelos de negocio y otros factores clave cambiantes.

A *Green Swan* ofrece un progreso exponencial en forma de creación de riqueza económica, social y ambiental. En el peor de los casos, logra este resultado en dos dimensiones mientras mantiene estable la tercera. Puede haber un período de ajuste en el que una o más dimensiones tengan un rendimiento inferior, pero el objetivo es un avance integrado en las tres dimensiones.

NUEVAS RESPONSABILIDADES PARA LOS AGENTES DEL SISTEMA FINANCIERO

Más allá de la santificación de las finanzas en los tiempos de bonanza y los ataques a los financieros en las crisis, estas han constituido el sistema nervioso del progreso desde finales del siglo XIX. Y es por ese carácter necesariamente social, que el papel de los reguladores públicos que definen las reglas del sistema financiero podrían ser entendidos como parte fundamental de las políticas sociales públicas, pero esto no es así.

En el mandato estos reguladores no encontrarán ni la cohesión social, ni la protección de los colectivos más desfavorecidos, o la protección del planeta etc. Estos han sido diseñados para preservar los flujos de la economía de mercado³ y los derechos del inversor, en la creencia de que los mecanismos de ajuste actuarían de forma adecuada para que el sistema no descarrilara en lo social.

Tras la crisis financiera del 2008, la tolerancia de los ciudadanos a un comportamiento ajeno a las preocupaciones sociales de las entidades financieras ha venido cambiando. Al mismo tiempo, la irrupción de nuevos actores en los sistemas de pago y las fintech han puesto en guardia a un sector que se sentía resguardado por un sector público que había demostrado que estaba dispuesto a esfuerzos nunca antes vistos – Too big to fail.

Según el barómetro de confianza de Edelman de 2019 pone de manifiesto como la industria de servicios financieros se apresura a innovar a medida que los nuevos agentes digitales amenazan su participación de mercado, reconociendo dos roles innovadores igualmente importantes:

- El 73 por ciento cree que es importante que los servicios financieros lideren la creación y el uso de tecnologías emergentes que faciliten hacer negocios con ellos.
- El 70 por ciento cree que es importante que los servicios financieros lideren los problemas sociales que hacen del mundo un lugar mejor para todos.

¿Cuáles de los siguientes problemas sociales cree que son los más importantes para las empresas de servicios financieros? (Edelman, 2019)

- 1) La inequidad de ingresos y seguridad financiera
- 2) Apoyo a la igualdad social y los derechos humanos
- 3) Evitar hacer negocios con entidades que causen problemas sociales
- 4) Sostenibilidad ambiental en su negocio
- 5) Diversidad e inclusión

³ “Poner en contacto a las unidades de gasto con superávit con las unidades de gasto con déficit, para de esta forma canalizar el ahorro de las primeras a éstas últimas”

- 6) Equidad salarial de género en su negocio
- 7) Adopta una postura pública a favor de la sostenibilidad ambiental
- 8) Promueven las artes y la cultura

Estos cambios y las iniciativas que se están produciendo en la sociedad explican en gran parte la evolución del papel y el valor social de las finanzas, bien sea por su carácter de empresas, como por el carácter habilitante del desarrollo.

Sin embargo, pese al notable cambio de la actitud de la población y su relevancia, los actores del sistema financiero están tardando en tomar un protagonismo activo que solo puede ser explicada en este momento por una voluntad individual de alguna de las entidades o la potencial existencia de la demanda, y no de forma generalizada como parte del propósito.

Aunque en este artículo nos centramos en el papel social de las entidades financieras como dinamizadores de la economía, debemos tener en cuenta que asuntos como la creación y el mantenimiento del empleo, la equidad salarial entre hombres y mujeres, la protección de los datos o la ética en las relaciones con los clientes, son aspectos altamente relevantes en la valoración del desempeño social de las entidades financieras.

SEGUIDORES O PROPULSORES

El viejo adagio nos dice que “donde la empresa lidera, las finanzas siguen”. Las enormes necesidades de financiación de los ferrocarriles en Estados Unidos (mil millones de dólares hasta 1867 y 10 mil millones de dólares hasta 1890) fueron determinantes para el desarrollo de los mercados públicos de deuda corporativa y más tarde de un mercado líquido de acciones (Robinson, 1979)

Un aumento constante de la riqueza de las naciones requiere una gran inyección de capital. El verdadero punto de inflexión del desarrollo económico de las naciones se produjo cuando grandes inversiones de capital pudieron prolongar la vida del ciclo de producción y el desarrollo de los servicios públicos.

Sin acceso al crédito, los procesos de producción están limitados a una escala económicamente ineficiente. La oportunidad de pedir prestado contra flujos de ingresos futuros, redujo las limitaciones en la capacidad para invertir en máquinas y locales más grandes.

Hoy, el acceso a la financiación externa no es menos importante. Tiene el potencial de estimular la innovación económica y permite que las instalaciones de producción funcionen de manera eficiente a través de líneas de crédito permanentes.

Las necesidades sociales han estado en la esfera de las obligaciones públicas y la vocación de la filantropía. Con ellos ha dado lugar diferentes tipologías de inversión social que van desde las más sencillas de aplicar como descuentos en el precio del dinero hasta

instrumentos más sofisticados que están permitiendo el acceso a esta función social básica de los servicios financieros que es la de acceder a financiación.

INVERSIÓN DE IMPACTO, CUESTIÓN DE ESCALA. DE EMPRENDORES A BONOS DE IMPACTO SOCIAL

La inversión de impacto ha surgido como respuesta a los retos de legitimidad del sector financiero y a la complejidad de la lucha contra los principales problemas sociales y medioambientales de nuestro mundo.

La crisis económico-financiera de 2008 en primer lugar y la crisis global creada por el COVID-19 evidencian que un sistema financiero guiado únicamente por la maximización de beneficios a corto plazo no contribuye a un desarrollo sostenible. La inversión responsable, la banca ética, el consumo responsable, el emprendimiento social, entre otros movimientos de articulación de nuevos modelos que aunque todavía son minoritarios, está experimentando un crecimiento acelerado.

Escala familias y emprendedores: las microfinanzas

El microcrédito está orientado fundamentalmente hacia colectivos a los que se les reconoce una menor capacidad de endeudamiento y reembolso de los préstamos que contraigan, a los que se les reconoce una capacidad para emprender y sus necesidades se convierten en prudencialmente viables mediante sistemas de garantías adecuados.

A través del microcrédito, se demuestra que las personas excluidas del sistema bancario están igual de dotadas para emprender, para gestionar sus propios negocios y para generar recursos. Más aún, se ha demostrado que tienen tasas de reembolso superiores a las de los clientes “ricos” (Counts, 2008)

El sector de los microcréditos se ha expandido a gran velocidad con la llegada de las nuevas tecnologías a la banca. Difundidos en todo el mundo por la experiencia para mujeres emprendedoras en Bangladesh de Muhammad Yunus, se han adaptado por todo el mundo como forma de obtener un extra de liquidez en momentos puntuales de necesidad para emprendedores y pequeñas empresas sociales, como para personas y familias, este es el caso por ejemplo de los “payday loans” en los Estados Unidos.

Inversión en empresas sociales y del emprendimiento social

Según la Comisión Europea, las empresas sociales representan el 10% de la actividad económica de la UE y el 11% de la fuerza de trabajo. Se definen por la Unión Europea (European Commission, 2016) como aquellas cuyo objetivo principal es tener un impacto social antes que generar beneficios para los propietarios y accionistas, aprovecha sus beneficios fundamentalmente para alcanzar esos objetivos sociales, y gestionada por empresarios sociales de forma responsable, transparente e innovadora, en especial mediante la implicación de los trabajadores, los clientes y otros a los que afecta su actividad.

La existencia de estos modelos empresariales está propiciando un creciente mercado de inversión de impacto. Se trata de capital dirigido a hacer frente a los desafíos más apremiantes en servicios básicos asequibles y accesibles como vivienda, salud y educación. Las inversiones de impacto son inversiones realizadas en compañías, organizaciones y fondos con la intención de generar impacto social y medioambiental medible, además de retorno financiero.

Figura 1. Marco de actuación de las inversiones de impacto



Fuente: Hehenberger, L. 2018. "Las inversiones de impacto social tendencias globales", Presentación en el evento España y la inversión de impacto social, Madrid.

Hay tres conceptos que distinguen las inversiones de impacto de las inversiones convencionales (Foro Impacto y ESADE, 2018)

- intencionalidad o deseo expreso de generar un impacto social o medioambiental;
- lograr el objetivo propuesto, además de generar un retorno sobre el capital invertido;
- que sea medible, de forma que el informe financiero, social y medioambiental sea transparente. Normalmente se agrupan por temáticas y con un enfoque programado a largo plazo.

El Consejo Asesor Nacional para la Inversión de Impacto⁴, ha hecho pública la actualización del número de activos invertidos en productos de impacto que ha crecido exponencialmente en el último año, pasando de los 90 millones de euros 2018 a los 229 millones de euros en 2019.

⁴ <https://www.foroimpacto.es/spain-nab>

Figura 2: Fondos de Impacto (Cinco Días, 2020⁵)

Fondos de Impacto españoles		Tamaño (millones €)	Firma promotora	Gestora	
Magallanes Impacto FIL	23		Magallanes AM	Gawa Capital	Financia con deuda a empresas sociales. Cuando va venciendo la deuda, da liquidez a los inversores que quieren salir.
Global Social Impact Fund	15 ¹		Global Social Impact Investment (ligada a Cobas AM)	FIA (grupo Farad)	Invierte en África Subsahariana y tiene como objetivo su expansión a América Latina.
Huruma Fund	120 ²		Coñides y Aeci	Gawa Capital	El mayor fondo de impacto que se ha creado en España.
Global Financial Inclusion Fund	32		Gawa	Gawa Capital	Dedicado a la inclusión financiera.
Gawa Microfinance Fund	20		Gawa	Gawa Capital	Ha dado un 6,34% TAE a los inversores.
Creas Impacto	30 ³		Creas	Creas	Fondo de emprendimiento social europeo. Invierten específicamente en España (ej. Tilsma, para educación).
La Bolsa Social	4,4		Fondo de 'crowdfunding'	Añ Inversiones Globales	Inversores no acreditados, hasta 3.000 euros. Acreditados, tope 10.000 euros.
Q-Impact	-		Qualitas Equity Partners	Qualitas Equity Partners	Invierten en sostenibilidad, educación e inclusión social.
Impacto Andalucía	130		Arcano, BEI y Fondo de Desarrollo Urbano de Andalucía	Arcano Capital	Proyectos de urbanismo sostenible.

(1) Objetivo en 2 años 50 millones (ahora, 3,5 millones, con el resto comprometido). (2) Objetivo de recaudación, ya lleva 84 millones (69 millones son de inversores privados). (3) Tamaño objetivo.

Fuentes: entidades, CNMV y Morningstar.

La llamada banca ética

La banca ética, aparece en su concepción moderna en los años 70 en el centro y norte europeo, tratando de ofrecer servicios de valor añadido a la comunidad y entorno que les rodea, como vector principal.

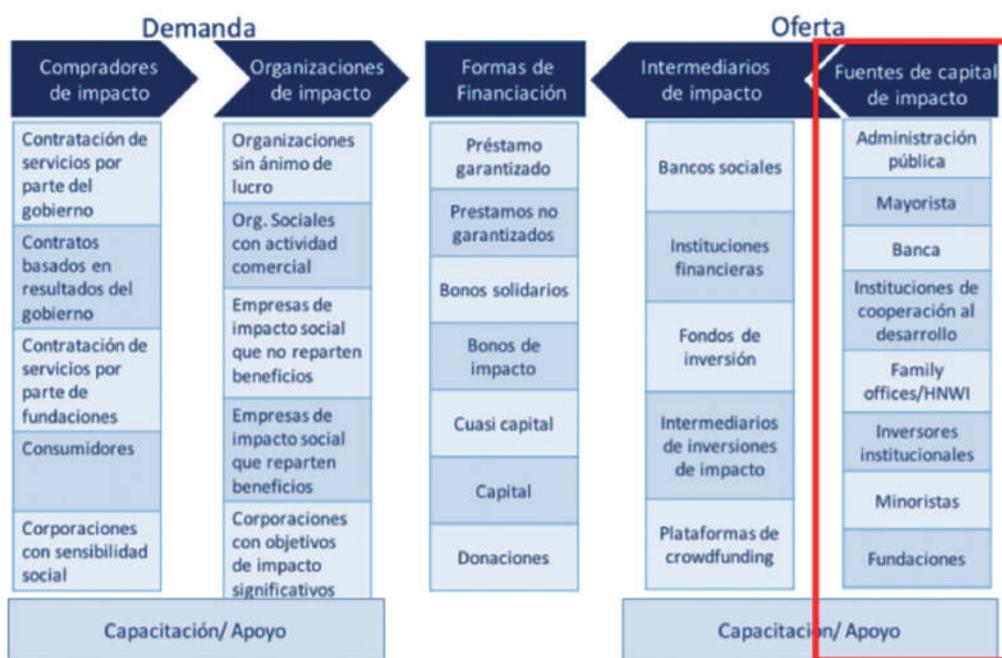
Aunque la actividad bancaria que lleva a cabo tanto la banca convencional como la banca ética es similar, puesto que ofertan productos financieros afines, ésta responde a criterios sociales y culturales diferentes. La banca ética trata de poner en contacto a ahorradores e inversores, con la diferencia con respecto a la banca tradicional de que los ahorradores saben que su dinero irá a financiar proyectos socialmente responsables y éticamente rentables, como por ejemplo proyectos verdes, de desarrollo social, inclusión o generación de riqueza transparente y de creación y valor social en su entorno.

La banca ética nace para poner en práctica la idea de una entidad financiera colaboradora como nexo de unión entre los ahorradores que quieren gestionar su dinero de una forma más consciente y responsable, y la iniciativa socio-económica que se inspira en los principios de un modelo de desarrollo humano y social sostenible (Global Steering Group for Impact Investment, 2014).

Las cifras de clientes y gestión de este tipo de entidades es bajo, si observamos la iniciativa privada que puramente se puede considerar banca ética, pero estas son mucho mayores si tenemos en cuenta que las fuentes de capital de impacto por parte de otro tipo de entidades ha aumentado notablemente.

⁵ https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/05/22/fondos_y_planes/1590154064_273614.html

Figura 3. Oferta y demanda de capital de impacto



Fuente: Grupo de trabajo sobre inversiones de impacto social Inversión de Impacto 2014. "El corazón invisible de los Mercados".

EL RETO DE MEDIR

El desarrollo de los enfoques basados en métricas, certificación y calificaciones (IRIS, Global Impact Investing Rating System (GIIRS), Global Reporting Initiative (GRI), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), B-Corps, etc.) para determinar la progresividad social de las empresas y su capacidad de generar impacto, ha beneficiado al mercado ya que han ampliado las posibilidades de análisis.

Sin embargo, estos enfoques de estandarización y certificación se quedan cortos como indicadores de confianza y a menudo se perciben complejos, opacos y sujetos a manipulación. Una forma de abordar este desafío de medición es aprovechar décadas de experiencia de la profesión de evaluación de los programas de desarrollo, un campo que se remonta a las décadas de 1950 y 1960 (Smyth and Vanclay, 2017) Pero a juicio del autor, este reto se encuentra todavía lejos de resolverse.

Un gran número de instituciones vienen trabajando sobre esta cuestión tomando diferentes direcciones. Podríamos destacar por su influencia:

- European Venture Philanthropy Association (EVPA) y su marco de cinco pasos (EVPA 2015).
- Fundación Bill y Melinda Gates (Twersky, Nelson y Ratcliffe 2010).

- Fundación William y Flora Hewlett (Twersky y Lindblom 2012).
- Fundación Rockefeller y la Fundación Goldman Sachs (2003).

**¿Cuáles de los siguientes problemas sociales cree que son los más importantes?
Principales tipos de análisis para medir el impacto (O’Flynn and Barnett, 2017)**

- Estudios de campo basados en encuestas
- Monetización de los impactos
- Ratings
- Herramientas cualitativas
- Estadísticas basadas en análisis de datos (contrafactuales)

Dentro de las herramientas utilizadas en los rankings, destacamos por ser gratuita y recientemente reformulada, la evaluación de Impacto B Corp. Utilizada en sus diferentes versiones por más de 50.000 empresas para medir y gestionar su impacto. Esta evaluación es amplia y mide la sostenibilidad en cinco áreas de Impacto: Gobernanza, Trabajadores, Comunidad, Clientes y Medio Ambiente. Y se encuentra adaptada al tamaño y los sectores de las empresas (accesible en <https://b-analytics.net/content/standards-navigator>).

EVALUACIÓN DE ASPECTOS SOCIALES EN LOS PRODUCTOS DE INVERSIÓN

Además de la provisión de capital, una función principal de los mercados financieros es la selección y evaluación especializada de la calidad de los prestatarios.

Los intermediarios financieros adquieren, procesan y evalúan información sobre posibles sujetos de inversión. Estos procesos ayudan a reducir los grandes costes en los que todos, como individuos, nos enfrentaríamos si no se intermediaran los préstamos. Los mercados de valores también pueden cumplir con esta función.

La pregunta se plantea en qué medida la incorporación de criterios sociales –o de impacto social– puede ir a favor o en contra del problema de la selección adversa en los mercados crediticios. Es más, podríamos decir que no todos los factores sociales tienen una causalidad positiva. **¿Deberían las finanzas sostenibles limitarse a aquellos aspectos que la tienen o deberían fijarse en los problemas sociales que pueden resolverse con mejores finanzas?**

Uno de los debates principales durante los primeros años de desarrollo de la responsabilidad corporativa, tal y como la entendemos hoy, se encontraba en la definición de los aspectos que deberían estar incluidos como “materiales” en los estándares de reporte corporativo.

Figura 4: Evolución del compromiso sostenible corporativo

	Fase responsabilidad	Fase resiliencia	Fase regeneración
Motivación	Evitar los impactos negativos de las empresas en la sociedad.	Entender mejor los retos derivados de los cambios en la sociedad, el empoderamiento de la sociedad y las megatendencias que se aceleran.	Propuesta de resultado positivo, contribución significativa cuantitativamente medible de mejora.
Aproximación	Minimizar impactos	Gestionar riesgos e identificar oportunidades desde las actividades que realiza la compañía “Net Zero”	Aumentar la productividad total de productos y servicios – análisis de ciclo de vida social y ambiental.
<i>Ejemplo</i>	<i>Auditorías de cumplimiento de derechos humanos</i>	<i>Promoción de la diversidad y la inclusión</i>	<i>Remuneración por impacto.</i>

Buscando lo importante

Aunque el término “material” es utilizado ampliamente en el ámbito de la sostenibilidad corporativa y la inversión bajo criterios ESG, es una magnitud ampliamente debatida y sobre la cual no existe un consenso unánime.

La definición tradicional de materialidad se define en el contexto financiero y se reconoce como un aspecto clave de la contabilidad financiera. Algunas instituciones contables han elaborado sus propias definiciones de Materialidad.

Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)⁶ establecen que “La información es material si su omisión o incorrección pudiera influir en las decisiones económicas que los usuarios toman sobre la base de los estados financieros. La materialidad depende del tamaño del elemento o del error juzgado en las circunstancias particulares de su omisión o declaración. Por lo tanto, la materialidad proporciona un umbral o punto de corte en lugar de ser una característica cualitativa primaria que debe tener la información para que sea útil”

El concepto materialidad en este campo fue introducido por Simon Zadek en 2003 (Zadek, 2003). Zadek había fundado una organización denominada AccountAbility que promovía la identificación de los aspectos relevantes no financieros a tener en cuenta en una organización a través de un ejercicio de análisis de fuentes terceras y de consultas con

⁶ Para entender el cambio en el enfoque con respecto a la materialidad en las normas de contabilidad es interesante observar los cambios en las definiciones propuestos. <https://cdn.ifrs.org/-/media/project/definition-of-materiality/exposure-draft/ed-definition-of-material-spanish.pdf>

colectivos representativos con los que la compañía mantenía una relación que le otorgaba un valor.

El concepto materialidad de Zadek, se apoyaba ya en la teoría de grupos de interés propuesta en los ochenta por Freeman (Mitchell et al., 1997) y que él había adaptado a partir de la creencia de que los informes, y la forma en la que las compañías informaban constituían un elemento central de los elementos a los que los directivos de las organizaciones prestan atención y comunican el valor creado a las partes interesadas.

La materialidad que se propone se fundamenta en determinar en qué medida el resultado de una organización podría cambiar debido a circunstancias que provienen de sus responsabilidades con las partes interesadas. “Las cuestiones materiales son aquellas cosas que podrían marcar una diferencia importante en el desempeño de una organización” y “la información material proporciona la base para que las partes interesadas y los administradores emitan juicios sólidos sobre las cosas que les importan y emprender acciones que influyan en el desempeño de la organización”. (Zadek, 2003)

Es lógico pensar que estas circunstancias a las que se refiere la materialidad son cuando menos dinámicas en el tiempo y que están determinadas por múltiples factores sectoriales, culturales, etc.

Pese a que el estudio y determinación de la materialidad se podría considerar el aspecto clave del campo que nos ocupa, el mercado ha optado por la estandarización, y su análisis, en lugar de ser cada vez más sofisticado, se ha simplificado con el fin de que puedan ser comparables entre las compañías. De esta forma hoy los aspectos que se observan como materiales desde el punto de vista social en una empresa se pueden listar a partir de un entendimiento único de lo que deben ser las responsabilidades de las empresas con respecto a sus grupos de interés.

Figura 5. Principales elementos de evaluación social en los índices MSCI

MSCI ESG Industry Materiality Map ⁷	
<ul style="list-style-type: none"> • Gestión laboral • Salud y seguridad • Desarrollo de capital humano • Normas laborales • Seguridad y calidad del producto • Seguridad química • Protección financiera del consumidor • Privacidad y seguridad de los datos 	<ul style="list-style-type: none"> • Asegurar la salud y el riesgo demográfico • Inversión responsable • Relaciones con la comunidad • Controversias • Acceso a las comunicaciones • Acceso a financiación • Acceso a la atención médica • Oportunidades en nutrición y salud

⁷ <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/materiality-map#>

A medida que las controversias de una industria cambian se van actualizando los criterios y recalibrando el modelo. Según la exposición de la industria, la ponderación de cada aspecto cambia. Estos pesos se establecen mediante una combinación de dos factores: la contribución de una industria a la externalidad relacionada con la controversia en comparación con otras industrias y el horizonte temporal dentro del cual la externalidad puede materializarse.

Una vez que la materialidad de la industria ha sido determinada –materialidad inherente– el segundo factor valorado es la gestión que realiza la compañía del aspecto a valorar.

UN EJEMPLO: BLACK LIVES MATTER

La muerte el 25 de mayo de 2020 de George Floyd, un hombre negro desarmado, mientras se encontraba bajo custodia policial de Minneapolis, desató protestas en todo Estados Unidos. El shock por los incidentes y la magnitud de las manifestaciones en todo el mundo, a pesar de las limitaciones de la pandemia por coronavirus, indica el consenso existente sobre el problema.

Los inversores han venido apoyando la campaña #TalkAboutBlack y el movimiento para crear una mayor conciencia sobre el racismo. Una campaña tiene como objetivo crear conciencia sobre los problemas y luchar contra los estereotipos.

El tema de la desigualdad racial no es nuevo, pero sí lo han sido las miles de personas que salieron a las calles portando carteles que decían Black Lives Matter poniendo de manifiesto la responsabilidad corporativa de mostrar cómo están contribuyendo a entornos de trabajo más equitativos e inclusivos.

Más allá de la diversidad y la inclusión, responsabilidades con asimetrías raciales.

Los residentes en el denominado “*The cancer alley*” o “callejón del cáncer” una zona que de 136 kilómetros entre Baton Rouge y Nueva Orleans, a lo largo del río Mississippi donde existen más de 150 plantas y refinerías. Los habitantes de la zona en su mayor parte de población afroamericana tienen tasas de cáncer casi un 50% más altas que en la media del país, y las cifras de COVID-19 se encuentran entre las más altas del país.

Asuntos materiales sociales definidos por Bank of America ("Materiality Analysis", 2017)

- **Acceso a financiación:** esto incluye el desarrollo y un mayor acceso a productos y servicios financieros, incluso a través de soluciones tecnológicas, para segmentos no bancarizados y sub-bancarizados y diferentes datos demográficos de los clientes, como la población que envejece.
- **Inversión comunitaria:** esto incluye préstamos estratégicos, inversiones y filantropía para apoyar el desarrollo económico comunitario.
- **Salud financiera del consumidor:** esto incluye esfuerzos para abordar y mejorar la seguridad financiera del consumidor, incluso a través de programas de educación financiera, préstamos y productos y servicios diseñados para mejorar la seguridad financiera.
- **Protección financiera del cliente:** esto incluye garantizar que el marketing y las comunicaciones de productos y servicios sean honestos, transparentes y justos y gestionar los riesgos de los clientes, incluida la gestión de préstamos a prestatarios en riesgo, requisitos de crédito en datos demográficos de ingresos bajos y moderados, modificaciones de préstamos, protecciones contra sobregiros, sistemas de alerta de saldo bajo y otros enfoques para garantizar la seguridad de los productos financieros ofrecidos por el Banco.
- **Privacidad y seguridad de datos:** esto incluye el enfoque de Bank of America para identificar y abordar vulnerabilidades y amenazas a la seguridad de datos de clientes y empleados, salvaguardas para prevenir transacciones fraudulentas y violaciones de la privacidad o seguridad de datos y uso responsable de big data.
- **Estrategia / presencia de sucursales minoristas:** esto incluye la actividad que rodea a las sucursales bancarias locales, regionales o nacionales, incluidos los cierres y expansiones de sucursales, las formas en que las sucursales permiten el acceso a la financiación, ayudan a satisfacer las necesidades individualizadas de los clientes y la ubicación de las sucursales en comunidades sub-bancarizadas.
- **Prácticas de derechos humanos:** esto incluye la exposición a cuestiones de derechos humanos y sus políticas y procedimientos relacionados con evaluaciones de riesgo e impacto en inversiones (por ejemplo, Declaración de las Naciones Unidas sobre Derechos Humanos).
- **Activismo de los inversores y voto por poder:** esto incluye el voto activo de los representantes en nombre de los inversores que involucran problemas específicos de ESG (por ejemplo, diversidad de la junta, divulgación de cabildeo, etc.)
- **Abastecimiento responsable:** Esto incluye la diversidad de proveedores y los

esfuerzos para cumplir o superar los estándares laborales acordados internacionalmente en horas y condiciones laborales, salarios y beneficios, cambios salariales, escasez de mano de obra, salud y seguridad y trato humano de los trabajadores empleados en la cadena de suministro.

- **Desigualdad:** incluye las formas en que el Banco utiliza su posición y estrategia comercial para responder y abordar la creciente desigualdad de ingresos y riqueza.
- **Diversidad de los empleados:** esto incluye los esfuerzos para garantizar que la fuerza laboral de la empresa refleje sus negocios y clientes globales y los esfuerzos para garantizar que las prácticas en el lugar de trabajo reflejen un compromiso con la equidad. Conocimiento de los empleados sobre temas de ESG: comunicación y capacitación para grupos de empleados clave para desarrollar conocimiento y experiencia en la comprensión y evaluación de problemas y riesgos de ESG.
- **Voluntariado de los empleados:** Esto incluye los esfuerzos apoyados por el Banco por parte de los empleados para ser voluntarios en sus comunidades locales o proporcionar contribuciones monetarias a organizaciones calificadas.
- **Prácticas y beneficios laborales:** esto incluye esfuerzos para proporcionar un salario decente, salud y un ambiente de trabajo seguro, y equilibrio entre el trabajo y la vida, como proporcionar tiempo de vacaciones, licencia médica y parental pagada, acuerdos laborales flexibles, programas de bienestar e incentivos de bienestar.
- **Atracción y retención de talentos:** Esto incluye la capacidad de la empresa para atraer y retener a los mejores talentos y sus esfuerzos para promover el crecimiento profesional y medir y mejorar la satisfacción de los empleados.
- **Reducciones de empleo:** esto incluye esfuerzos para gestionar los impactos negativos de las reducciones de la fuerza laboral.

TENDENCIAS EN LA VALORACIÓN DE LOS ASPECTOS SOCIALES EN LAS FINANZAS

Los aspectos sociales tendrán cada vez más peso en la valoración de las empresas. Su previsible evolución integrará la variable social de forma natural en los sistemas de evaluación de riesgos. Por ejemplo, aquellas actividades empresariales relacionadas con productos menos saludables tendrán penalizaciones naturales derivadas de las potenciales restricciones regulatorias, las compañías que no tengan en cuenta la diversidad serán evaluadas como menos susceptibles de perder competitividad, etc.

Lo que en sus orígenes fue el impulso de una minoría sensibilizada por las prácticas de gobiernos abusivos o causas determinadas, se generalizan para formar parte de las evaluaciones de riesgo financiero, seguramente no por la sensibilidad del sector, si no por el cambio en los patrones de consumo de ciudadanos de todo el mundo que están dispuestos a votar por las causas en la que creen cuando van al supermercado. Cinco aspectos a tener en cuenta:

- Los indicadores relativos a la diversidad y la inclusión están madurando para convertirse en más comparables entre empresas, con foco especialmente en aspectos de género.
- La vigilancia de las empresas en el cumplimiento de los derechos humanos en las cadenas de suministro de las compañías será muy pronto obligatorio en Europa.
- Cualquier actividad que pueda conllevar una disputa en el acceso a los derechos de las comunidades o los ciudadanos debería ser monitorizado, aunque no se encuentre en la lista de los aspectos clásicos de la ESG.
- Los nuevos riesgos digitales, seguridad de la información, privacidad, etc. se han incorporado rápidamente en las evaluaciones ESG.
- Gestión de los hastags, las controversias globales, independientemente de la exposición del sector o la empresa a la actividad o al evento sucedido, puede ser un motivo que cambie los pesos de los temas sociales en los evaluadores ESG (#metoo, #blacklivematters, etc).

Cuando estos criterios se generalicen en la industria, los productos financieros ESG del futuro probablemente tendrán que evolucionar hacia aspectos más concretos relacionados con el impacto.

Para ello, la medición deberá evolucionar para responder a retos que hasta el momento no han tenido respuesta. Cómo medir la contribución a un determinado objetivo de desarrollo sostenible, necesita por un lado de líneas de base que permitan evaluar los avances que pudieran realizar las inversiones realizadas y de sistemas de monitorización que pudieran individualizar la contribución. Un gran desafío.

TAXONOMÍAS SOCIALES

Ante el éxito de las taxonomías ambientales promovidas por la Unión Europea, han surgido numerosas voces solicitando una taxonomía social, pero ¿es esto posible?

Hasta ahora la taxonomía ha tratado en señalar actividades económicas que aportan o habilitan una contribución sustancial a un determinado objetivo –en este caso ambiental– y que por tanto una vez señaladas, gozarían de un atributo inequívoco de ser susceptibles de ser elegidas como objetivo de inversión sostenible.

Como complemento de las evaluaciones de desempeño social, como los criterios de

salvaguardas sociales actualmente incluidos en las taxonomías ambientales actualmente en desarrollo, una taxonomía social debería servir a la consecución de un objetivo social determinado y compartido. No hablaríamos por tanto solamente de los procesos que se lleven a cabo para conseguir un determinado producto o servicio, estaríamos hablando el objetivo de la inversión en sí mismo.

Para que funcione el concepto taxonomía en el ámbito social deberían establecerse objetivos sociales de la misma naturaleza que existen en los ambientales y de esta forma orientar las inversiones en este sentido, por ejemplo:

- **Enfoque actividad:** *Reducir la obesidad por debajo del [x] % de la población (nutrición saludable).*

Racional: la necesidad es real, existe un sector determinado, las actividades se pueden identificar técnicamente cuando realizan una contribución sustancial

Lograr dietas saludables y garantizar que los sistemas agrícolas sigan siendo productivos y sostenibles - ODS 2 en la UE. El principal problema nutricional de la UE es la obesidad, que también puede dañar la salud y el bienestar y tener efectos adversos en los sistemas sanitarios y sociales, los presupuestos gubernamentales y la productividad y el crecimiento económicos.

- **Enfoque comportamiento:** *Empleo de más del [x] % de personas con discapacidad (empleo de inclusión).*

Racional: buscar la virtud de las compañías como impulsores de políticas públicas reconociendo prácticas por encima de las prácticas de mercado para promover cambios.

Los principales riesgos de incumplimiento de los ODS se encuentran en los aspectos de género, empleo juvenil e inclusión. Las compañías podrían ser distinguidas por su colaboración en esta integración ayudando a la consecución del objetivo.

La Comisión Europea (“Platform on sustainable finance,” 2020) está impulsando grupos de trabajo para explorar la construcción de una taxonomía social como parte de su Plataforma sobre finanzas sostenibles. El debate sobre si la aproximación más conveniente sigue siendo la de seguir apoyando las taxonomías en la clasificación de actividades económicas o si en el caso de lo social debería cambiar este criterio, es un debate que está sobre la mesa.

BIBLIOGRAFÍA

- Appelbaum, B., 2019. The economists’ hour: how the false prophets of free markets fractured our society. Little, Brown and Company.
- Collier, Paul, 2019. El futuro del capitalismo. Debate.
- Counts, A., Counts, A., 2008. Small loans, big dreams: how Nobel peace prize winner

- Muhammad Yunus and microfinance are changing the world. John Wiley & Sons, Hoboken, N.J.
- Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution, 2019.
- Edelman, 2019. 2019 Edelman Trust Barometer: Financial Services report.
- Elkington, John, 2020. Green swans: the coming boom in regenerative capitalism. Fast Company Press, New York.
- European Commission, 2016. Social enterprises [WWW Document]. Intern. Mark. Ind. Entrep. SMEs - Eur. Comm. URL https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/enterprises_en (accessed 12.6.20).
- Foro Impacto y ESADE, 2018. Foro Impacto Informe Intermedio. Oferta de Capital [WWW Document]. Una Llamada Acción Para Impuls. El Merc. Las Inversiones Impacto En Esp. En El Marco GSG. URL http://gsgii.org/wp-content/uploads/2019/07/02_Foro_Impacto_Informe_Intermedio_Grupo_de_Trabajo-OFERTA_de_CAPITAL.pdf (accessed 12.6.20).
- Global Steering Group for Impact Investment, 2014. Impact Investment: The Invisible Heart of Markets. URL <https://gsgii.org/reports/impact-investment-the-invisible-heart-of-markets/> (accessed 12.6.20).
- Heather Boushey, 2019. Unbound: how inequality constricts our economy and what we can do about it. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Ian Goldin, Chris Kutarna, 2016. Age of Discovery: Navigating the Risks and Rewards of Our New Renaissance. ST MARTINS PR.
- Levine, R., 2004. Finance and Growth: Theory and Evidence (No. w10766). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w10766>
- Materiality Analysis: Economic, Social and Governance (ESG) Issues [WWW Document], 2017. . Bank Am. URL <https://about.bankofamerica.com/en-us/what-guides-us/materiality.html> (accessed 12.6.20).
- Mishra, P., Pradera, A., Ramoneda, J., 2019. De las ruinas de los imperios: la rebelión contra Occidente y la metamorfosis de Asia.
- Mitchell, R.K., Agle, B.R., Wood, D.J., 1997. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. Acad. Manage. Rev. 22, 853–886. <https://doi.org/10.2307/259247>
- O’Flynn, P., Barnett, C., 2017. Evaluation and Impact Investing: A Review of Methodologies to Assess Social Impact. IDS Pract. Pap.
- Platform on sustainable finance [WWW Document], 2020. Eur. Comm. - Eur. Comm. URL https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-platform_en (accessed 12.6.20).
- Porter, Michael, 2013. The Need To Use Businesses To Solve Social Problems.
- Robinson, J., Robinson, J., 1979. The generalisation of the general theory, and other essays, 2nd ed. ed. Macmillan, London.
- Smyth, E., Vanclay, F., 2017. The Social Framework for Projects: a conceptual but practi-

cal model to assist in assessing, planning and managing the social impacts of projects. *Impact Assess. Proj. Apprais.* 35, 65–80. <https://doi.org/10.1080/14615517.2016.1271539>

Zadek, S.; M., Mira, 2003. *Redefining materiality: practice and public policy for effective corporate reporting.* AccountAbility, London.

1.4. PRECURSORES DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES III: EL BUEN GOBIERNO

BORJA MIRANDA

Managing Director Morrow Sodali

RESUMEN

El gobierno corporativo, uno de los tres factores esenciales que determinan la sostenibilidad de una inversión en una empresa, tiene su base teórica en el llamado Conflicto de Agencia, donde un Agente (los gestores) tienen que velar por los intereses de otro, el Principal (los accionistas), relación en la que pueden existir potenciales conflictos de interés. Así, a raíz de la consolidación de la inversión pasiva y la concienciación de que el rendimiento de una inversión trasciende del plano financiero, los inversores han decidido potenciar el control y la supervisión sobre sus intereses e inversiones a través del ejercicio de sus derechos de voto, impulsando incluso el activismo accionarial. El gobierno de las corporaciones se articula en torno a la composición del consejo de administración, el diseño de elementos retributivos al equipo gestor, la transparencia, etc. confluyendo en muchos casos en el ejercicio de voto en la junta de accionistas.

CONCEPCIÓN TEÓRICA

Definición

El gobierno corporativo es el conjunto de procesos, políticas y relaciones por las que las empresas son gestionadas y controladas. Articula los derechos y responsabilidades entre los distintos participantes en la empresa, tales como el consejo de administración, los gestores, los accionistas y otros grupos de interés, y define las reglas en la toma de decisiones en asuntos corporativos. Asimismo, el gobierno corporativo gestiona los conflictos de interés entre las partes. Finalmente, es uno de los tres factores centrales (junto con el

ambiental y el social) que miden la sostenibilidad e impacto social de una inversión en una empresa o negocio.

El Problema de Agencia

El Problema de Agencia, o de Agente-Principal, constituye la base teórica para el desarrollo del gobierno corporativo como realidad aplicada a la empresa. Definido de manera formal en 1976 por Michael C. Jensen y William H. Meckling, es una teoría empleada en ciencia económica y política que se asocia con frecuencia a problemas relativos a conflictos de intereses, de información asimétrica, de incertidumbre y de riesgo moral.

El Problema del Agente-Principal describe el dilema que se produce cuando alguien (el Agente) decide en nombre de otra persona (el Principal) sobre el que repercuten dichas decisiones. El conflicto aparece con el riesgo de que el Agente tome decisiones que realmente vayan en su propio interés y no en el del Principal, o incluso en su detrimento.

Aplicado en la esfera empresarial, el Problema Agente-Principal aplica a las relaciones cuando los gestores de la empresa (Agente) y los socios capitalistas de la misma (Principal) no son las mismas personas, siendo los gestores los empleados de los propietarios, responsabilizándose del interés de la empresa en beneficio de estos últimos.

Agencia Común

El planteamiento teórico que mejor encarna el conflicto real existente en las empresas cotizadas, que es donde el gobierno corporativo ha de desarrollarse en mayor grado, es el de agencia común. En él, el gestor tiene que satisfacer varios intereses, a veces contrapuestos entre sí, debido a que los propietarios son múltiples, con diferentes intereses y tamaños. De hecho, en las empresas cotizadas los gestores, que tienen sus propios intereses habitualmente satisfechos por un salario, han de satisfacer a un accionariado cada vez más diverso, donde conviven accionistas minoristas y accionistas significativos o de control, accionistas fundadores de la sociedad con planteamientos a largo plazo y accionistas especulativos, accionistas intervinientes de manera activa en la gestión y accionistas pasivos. Adicionalmente, con la reciente inclusión de la visión de los grupos de interés (*stakeholders*) de la empresa, categoría que trasciende del concepto de propietario de Principal, la variedad y cantidad de intereses a los que el Agente ha de gestionar se ha multiplicado.

Por tanto, en vista de esto podría concluirse que el gobierno corporativo es la articulación de las relaciones entre los gestores y los accionistas de la empresa en beneficio de los intereses de ambos y del resto de *stakeholders*.

EL HORIZONTE TEMPORAL Y EL ENFOQUE TRANSVERSAL

ENFOQUE FINANCIERO

La continuidad en el tiempo y a largo plazo de la empresa plantea para el accionista un

horizonte temporal deseable, ya que garantiza un rendimiento sostenido del rédito que percibe y, por tanto, de su interés como propietario.

Implícitamente, el enfoque a largo plazo de la empresa obliga a limitar visiones cortoplacistas excesivas que pudieran consumir los recursos de la empresa de manera perjudicial para su horizonte. Y si bien los resultados cortoplacistas no pueden sacrificarse del todo por promesas de rendimientos futuros, su contención puede chocar con los intereses propios de los gestores, profesionales que habitualmente tienen horizontes temporales más cortos en su involucración con la empresa.

Esta fricción potencial ha de ser manejada correctamente para que la empresa sea atractiva para los gestores, pudiendo así atraer y retener el talento gestor en beneficio de la propia compañía y sin comprometer la rentabilidad futura de la misma. Ello se consigue mediante la continua supervisión del trabajo del gestor y la adecuación de las retribuciones que perciben a los distintos horizontes temporales existentes. Este desarrollo se explicará más adelante.

ENFOQUE NO FINANCIERO: GRUPOS DE INTERÉS

Conforme la realidad financiera es insuficiente a la hora de evaluar los factores que influyen en el rendimiento empresarial y la rentabilidad esperada de una inversión, cada vez más inversores expresan sus deseos para que las empresas actúen de manera responsable, esforzándose por incluir en sus matrices de materialidad y estrategias las demandas de los grupos de interés que conviven, afectan y se ven influidos por el comportamiento de la sociedad.

Por otro lado, y a consecuencia de la pérdida de valor de las empresas, los fraudes o irresponsabilidades de sus ejecutivos junto con unas perspectivas pesimistas en el corto plazo, han llevado a los accionistas a incrementar el control sobre la gestión de los directivos.

Es aquí donde de nuevo aflora una estrategia empresarial y de negocio holística, que supera el enfoque financiero y de negocio, y que no puede sino ahondar en adoptar una visión a largo plazo que incluya una cantidad creciente de condicionantes.

LOS DERECHOS POLÍTICOS DE LOS INVERSORES

Conforme los grandes inversores institucionales se decantan por dar mayor importancia a la inversión pasiva que replique un índice bursátil como medida preventiva para disminuir el riesgo y buscar asegurar el largo plazo de la inversión, el ejercicio de sus deberes como accionista, entre los que figura el derecho al voto, ha cobrado especial relevancia.

EL INVERSOR ACTIVO Y EL ACTIVISMO ACCIONARIAL

Dado que los inversores institucionales están cada vez más concienciados en dialogar de manera continua con las empresas en que tienen participaciones y participar en las

juntas de accionistas votando como resorte para redirigir o respaldar el curso que lleva su inversión, se erige la figura del accionista activo. Éste colabora con el equipo gestor y de manera proactiva le traslada sus preocupaciones, si bien es posible que llegue a mostrar su disenso en algunas ocasiones.

No obstante, si la compañía no logra recoger correctamente los intereses de los accionistas, los inversores pueden pasar a adoptar una postura activista, que también se podría articular a través de la junta general de accionistas y que consiste en la introducción de puntos del orden del día adicionales contrarios al equipo gestor, o incluso en la posibilidad de convocar juntas generales extraordinarias para abordar propuestas que buscan redibujar la realidad de la empresa.

Independientemente de la procedencia del voto (extranjero o residente, institucional o no) y de la influencia o no de los agentes externos, el voto activo ha tenido en 2012 su mayor expresión en Reino Unido, en lo que se ha denominado *shareholder spring* (primavera de los accionistas). Este movimiento se ha caracterizado por las claras y públicas manifestaciones de descontento del accionariado y consiguiente voto negativo en las juntas. Estas manifestaciones, en forma de voto discordante con la gestión ejecutiva y el consejo de administración de algunas compañías, han llegado a tener gran eco en la sociedad provocando incluso reacciones de gran repercusión, como la dimisión del máximo ejecutivo de la compañía en numerosos casos.

En este sentido, el activismo está teniendo su respaldo en el mercado, al ser secundado por otros inversores que comparten la aportación de valor de algunas propuestas. El activismo por tanto es la máxima expresión del escrutinio realizado por los inversores del comportamiento de las compañías en todos sus ámbitos (financiero, estratégico, de gobierno, etc) y por ende un catalizador de la conciencia de los ejecutivos por la adopción de buenas prácticas que sean respaldadas por los accionistas.

De hecho, en 2018 un total de 935 compañías fueron objeto de demandas públicas de activistas, de las cuales 160 se localizan en Europa. Según la misma fuente, cinco años antes, el número total fue de 609.

LA ARTICULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO

ENTORNO LEGAL Y ESTÁNDARES DE BUENAS PRÁCTICAS

El ejercicio del gobierno corporativo se desarrolla alrededor de una serie de órganos de gobierno y desarrollos que, además de cumplir con el marco regulatorio correspondiente, han de seguir también determinados códigos de buenas prácticas que trascienden la legalidad local. Dichas buenas prácticas abordan la estructura, ejecución y transparencia del ejercicio del gobierno corporativo.

En el caso español, el marco legal *hard-law* se plasma esencialmente en la Ley de Sociedades de Capital, La Ley de Auditoría de Cuentas y el Código de Comercio, muchos de los cuales han sido remodelados siguiendo la trasposición de reglamentos comunitarios, como las Directivas 2014/95/UE y 2017/828/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Estas leyes marcan los límites mínimos del ejercicio del gobierno corporativo, y a menudo funcionan como una plataforma que permite el desarrollo posterior de reglamentos y códigos adicionales.

En cuanto a las guías y principios *soft-law* españoles, éstas se articulan en torno al Código de Buen Gobierno y las Guías Técnicas que la CNMV emite y actualiza, que recogen recomendaciones de gobierno corporativo cuyo seguimiento es opcional bajo el principio “cumplir o explicar”, si bien es altamente recomendable hacerlo.

Adicionalmente, los inversores institucionales expresan en sus políticas de implicación (*stewardship* y *proxy voting*) sus preferencias en cuanto al desarrollo esperado del gobierno corporativo de las empresas cotizadas en que invierten. El conocimiento de estas políticas es crucial para las cotizadas si dichos inversores están presentes en su accionariado pues les permite saber sus preferencias e intenciones. En paralelo a ello, se encuentran los estándares de voto que elaboran los asesores de voto (*proxy advisors*), agencias independientes que asesoran a los inversores institucionales en el ejercicio de sus derechos de voto como accionistas.

Finalmente, otras entidades internacionales elaboran sus propios códigos y principios de gobierno corporativo, tales como ICGN (International Corporate Governance Network), el G20/OCDE, o el PRI (Principles for Responsible Investment), que marcan tendencias globales y de posición que inspiran a otros de los actores anteriormente referidos.

ÓRGANOS DE GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES

Las juntas generales de accionistas y el consejo de administración y sus comités son, por este orden, los dos órganos máximos de gobierno corporativo de las empresas.

Junta general de accionistas

Las juntas generales de accionistas son encargadas de, al menos una vez al año (junta general ordinaria) o de manera no periódica (junta general extraordinaria), aprobar o rechazar una serie de puntos del orden del día que pueden ser obligatorias u opcionales, así como puntos de carácter vinculante, informativo o consultivos. En cualquier caso, todos ellos estipulados por ley.

Entre dichos puntos se encuentran asuntos tales como la aprobación de las cuentas, la distribución de los dividendos, la aprobación de los informes no financieros, el nombramiento de los consejeros, los cambios estatutarios y reglamentarios, el nombramiento de los auditores externos, la aprobación de operaciones societarias, las variaciones en el capital social o los diversos planes, políticas e informes relativos a la remuneración del consejo de administración y sus consejeros ejecutivos.

De facto, el voto de los accionistas respalda o desestima las acciones que expone el consejo, siendo la junta de accionistas la representación del poder legislativo empresarial. En ella los accionistas pueden influir de manera crucial en cuestiones tan diversas como

la marcha financiera de la empresa, la composición del consejo de administración o la inclusión de nuevos derechos de los accionistas.

Consejo de Administración y sus Comités

El Consejo de Administración es el órgano representativo en que de manera continua se acuerdan responsabilidades propias del mismo por los gestores y los accionistas de manera, estando ambas partes representadas en él. En el panorama español, existe la siguiente tipología de consejeros:

Tabla 1: *Tipología de consejeros*

Categoría	Característica	Representación
Consejeros Internos		
Consejeros Ejecutivos	Son los líderes del equipo gestor ejecutivo.	Profesionales y no necesariamente accionistas de la empresa.
Consejeros Externos		
Consejeros Dominicales	Son representantes de un accionista significativo de la sociedad -por encima del 3% del capital social.	Grandes accionistas y representan a la gran propiedad de la empresa que es conocido.
Consejeros Independientes	Son profesionales de reconocido prestigio e independientes a las partes de la sociedad que implícitamente velan por el interés del accionista minoritario.	Accionistas minoritarios. Representan a la propiedad minoritaria y anónima de la empresa.
Consejeros Otros	Son consejeros que no pertenecen a ninguna de las categorías anteriores.	No aplica.

La composición de dicho órgano es un equilibrio determinante en el ejercicio del gobierno corporativo. La inclusión de los consejeros de las distintas categorías debe estar ponderada para poder recoger el máximo número de representantes de las distintas partes que configuran la realidad de la empresa dentro del binomio Agente y Principal, gestor y accionista.

Finalmente, el consejo de administración se dota de unos comités propios compuestos por los miembros del propio consejo. Algunas de sus funciones y configuraciones vienen determinadas por ley (comité de auditoría, de nombramientos y retribuciones, y también

de riesgos para entidades bancarias) mientras que otros son de libre atribución y composición por parte del consejo.

PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Derechos de los accionistas

Los derechos de los accionistas vienen regulados por ley, pero dentro de los márgenes que ésta permite, pueden ser refinados por la empresa en los estatutos de la sociedad y en el reglamento de la junta general de accionistas.

Las sociedades, en aras de un buen gobierno corporativo, deben ser protectoras con los derechos de los accionistas, garantizar la igualdad del derecho de voto y contar con el voto de los accionistas para la aprobación de las resoluciones correspondientes.

Asimismo, se busca que los gestores sean poco lesivos en las modificaciones del capital social y garantizar sus derechos al máximo en procesos que puedan ser dilutivos.

Transparencia

La calidad de la información que las sociedades divulgan es clave para evaluar su realidad. Esto también aplica a la información de gobierno corporativo, ya que permite a los inversores tener acceso a los desarrollos que la sociedad está implantando y así poder discernir si sus prácticas de gobierno corporativo son adecuadas.

De hecho, el reporte empresarial bajo estándares internacionales es uno de los asuntos más relevantes en el ejercicio de un buen gobierno corporativo y sostenible.

Remuneraciones del consejo de administración

La remuneración del consejo de administración es una de las herramientas clave para gestionar el potencial conflicto derivado del Problema de Agencia.

La remuneración debe atraer y retener el talento del equipo gestor, satisfaciendo sus intereses retributivos a corto plazo sin caer en riesgos excesivos y a la vez alinear sus actuaciones con los intereses a largo plazo de los accionistas. Respecto a este último extremo, retribuir a los ejecutivos con acciones es una de las prácticas más efectivas a la hora de que gestores y accionistas compartan objetivos comunes ya que ambos se convierten en accionistas de la sociedad.

Otros factores

Circunstancias adicionales como la antigüedad y rotación de los auditores externos, las reestructuraciones del negocio o las variaciones en el capital social también influyen en la calidad del ejercicio del gobierno corporativo que las sociedades despliegan.

EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO INDICADOR DE SOSTENIBILIDAD

FACTORES Y SHOCKS ASG

En una de las reformulaciones que la sostenibilidad empresarial ha devenido, el concepto ASG (referente a las dimensiones ambientales, sociales y de gobierno corporativo) erige al gobierno corporativo como vital.

En el afán de asegurar el presente y el futuro de las comunidades empresariales y financieras, los *shocks ASG* constituyen hitos negativos que lastran la rentabilidad del valor, el negocio o la reputación de la empresa y en consecuencia la inversión del accionista y el ecosistema de los grupos de interés. Escándalos en los que la empresa quede ligada a daños ambientales, sociales o a corrupción pueden ser cruciales para todas las partes.

Estos shocks ASG pueden prevenirse identificando los riesgos y disconformidades que las sociedades puedan arrastrar en materia de sostenibilidad. Y uno de ellos es el riesgo en gobierno corporativo, que puede traducirse por cómo de sensible y reactiva es la empresa ante el apetito del mercado por valores e inversiones sostenidas.

Por ello, contar con órganos de gobierno ágiles, que aprueben estrategias sólidas e inclusivas con los intereses de los accionistas, que permitan la intervención de los mismos en la toma de decisiones, que prevengan actuaciones indeseadas y que sean transparentes en sus informaciones a los mercados son también parámetros que cuentan a la hora de evaluar la sostenibilidad de una empresa y discernir si ésta presenta factores de riesgo de gobierno corporativo que cuestionen sus idoneidad como valor en el que invertir.

REFERENCIAS

- MICHAEL C. JENSEN Y WILLIAM H. MECKLING. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976).
- ACTIVIST INSIGHT. *Reporte Q1 2019*.

BLOQUE 2:

PRINCIPALES ACTORES

2.1. LA DEMANDA

JAVIER GARAYOA

Director General de Spainsif

RESUMEN

En este capítulo aportamos un análisis de los datos evolutivos de la demanda de la inversión sostenible, atendiendo a la metodología que se plasma en los estudios realizados por Eurosif, la *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*, y Spainsif en los últimos 11 años, de los que podemos apreciar cómo la demanda ASG, tanto del inversor institucional como del inversor particular, se va materializando en activos gestionados con criterios ASG.

De los datos que aportamos, concluimos que el incremento de la demanda de productos ASG en nuestro mercado tendrá continuidad a lo largo de los próximos años, de forma generalizada, impulsada por los compromisos internacionales (transición energética; Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y la Agenda 2030), una mayor formación de las redes comerciales e información del inversor particular, el impulso de iniciativas públicas y el desarrollo del marco regulatorio europeo que resulte del Plan de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea, así como del compromiso de los programas de reconstrucción post-COVID con la transición ecológica y los objetivos ambientales establecidos previamente.

INTRODUCCIÓN

La Inversión Sostenible y Responsable (ISR) se define como una filosofía de inversión que integra los criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG) en el proceso de estudio, análisis y selección de valores de una cartera de inversión y se sitúa dentro del concepto de finanzas sostenibles (Spainsif, 2019a).

Esta definición está en línea con aquella que establece Eurosif, la asociación europea

que aglutina a todos los Foros de Inversión Sostenible a nivel europeo y es miembro de la asociación mundial de inversión sostenible, el Global Sustainable Investment Alliance, GSIA. Eurosif establece que “la ISR es una inversión a largo plazo que integra los factores ASG en el proceso de investigación, análisis y selección de activos para una cartera de inversión. Combina el análisis fundamental y el compromiso a la hora de evaluar los factores ASG con el objetivo de obtener los mejores resultados a largo plazo para los inversores a la vez que se obtiene un beneficio a la sociedad, influyendo en el comportamiento de las empresas” (Eurosif, 2018).

La ISR se articula a través de una serie de estrategias definidas y consensuadas por Eurosif en el marco de su estudio del 2012: exclusión simple, *screening* basado en normas, *best in class*, inversiones temáticas, inversiones de impacto, integración ASG en el análisis financiero y el *engagement* y *voting*.

Spainsif, es la plataforma de encuentro y referencia en materia de inversión sostenible y responsable en España, formando parte de Eurosif, cuya misión primordial es fomentar la integración de criterios ASG en las políticas de inversión mediante el dialogo con los diferentes grupos de interés, contribuyendo al desarrollo sostenible, así como a concienciar e impulsar cambios en los procesos de inversión en la comunidad inversora, las Administraciones Públicas, las empresas y la ciudadanía en general.

Es una asociación sin ánimo de lucro, constituida en 2009 por entidades interesadas en promover la ISR en España, creando un espacio integrado por entidades financieras, entidades gestoras de activos, proveedores de servicios ISR, sindicatos y otras organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR¹.

Desde 2009, Spainsif y Eurosif realizan estudios bianuales (anuales en Spainsif desde 2017), de los que se aprecia cómo la ISR ha experimentado un gran crecimiento, tanto a nivel nacional como europeo, incluso en momentos difíciles para el mercado de gestión de activos. Además, el *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), que engloba a los foros de inversión de Europa, EE. UU., Canadá, Japón y Australia y Nueva Zelanda, realiza estudios desde el año 2016 sobre el estado de la ISR a nivel mundial, que nos sirven de referencia y consulta.

DATOS GLOBALES DE LA DEMANDA ISR

ESTUDIO GSIA

En términos cuantitativos, el informe publicado por el GSIA a comienzos del año 2018 muestra que el volumen de activos total gestionados con criterios ASG en el mercado global alcanzó los 30.7 billones USD, es decir, un aumento de un 34% desde el último informe publicado por GSIA en 2016 (GSIA, 2018).

En cuanto a volúmenes, destaca el peso de Europa, con el 46%, seguido de Estados Unidos, con el 39% (GSIA, 2018).

¹ www.spainsif.es

Con respecto a la calidad de la ISR a nivel global, siguen teniendo un gran peso la exclusión simple (19.8 billones USD), seguida por estrategias más complejas como la integración ASG (17.5 billones USD) o el *engagement y voting* (9.8 billones USD).

En relación con las zonas geográficas, es en Europa donde la exclusión es predominante, mientras que la integración ASG, de mayor calidad, es la estrategia predominante en EE. UU., Canadá, Australia y Nueva Zelanda, señal de que Europa es la zona con la ISR en fase más temprana (GSIA, 2018).

ESTUDIO EUROSIF 2018

En Europa, el número total de activos gestionados con estrategias sostenibles y responsable creció en un 11% desde 2016, alcanzando 12.3 billones EUR (14.1 billones USD). Sin embargo, la cuota total de mercado de estos activos disminuyó de un 53% a un 49% del total de activos gestionados profesionalmente (probablemente sea debido a un ajuste de la metodología hacia estándares más estrictos) (Eurosif, 2018).

Con respecto a la calidad de la ISR, a pesar de que la estrategia de exclusión es la predominante en Europa, con 9.5 billones EUR, ha experimentado una disminución desde 2016, donde contaba con 10.2 billones EUR. El *engagement y voting* está en segunda posición, comparada con la tercera ocupada en 2016, lo que supone un incremento del 14% en los activos gestionados bajo esta estrategia. La exclusión basada en normas, que fue la segunda estrategia más utilizada en 2016, ocupó la cuarta posición en 2018, dando paso a la integración ASG a la tercera posición, con un crecimiento del 60% desde 2016, alcanzando en 2018 un volumen de activos de 4.2 billones EUR (Eurosif, 2018)



Figura 1: Resumen de las estrategias ISR en Europa. Fuente: Eurosif (2018)

Estos datos, a falta de los estudios que se publicarán en el 2021 por parte de Eurosif y GSIA, nos dan una idea de la evolución en volúmenes que está experimentando la Inversión Sostenible y Responsable en Europa y a nivel global, así como la maduración del mercado de la ISR y el uso de estrategias de inversión más complejas (Eurosif, 2018).

ESTUDIOS DE SPAINSIF

El estudio de la ISR en España lo elabora Spainsif desde su constitución y en él se analiza de manera cualitativa y cuantitativa el mercado en el territorio nacional. El último estudio² fue publicado en el evento anual de octubre del 2020, analizando un total de 403.268 millones EUR o, lo que es lo mismo, un 65% del total de los activos gestionados profesionalmente en España por entidades nacionales e internacionales.

En términos generales, los activos bajo gestión que siguen alguna de las estrategias ISR están experimentando un crecimiento constante en España. En 2019, los activos bajo gestión ASG en España alcanzaron los 285.454 millones EUR, con un crecimiento con respecto al año anterior del 36%, de los que 207.571 millones de EUR pertenecen a activos gestionados por entidades nacionales, lo que supone un 49% del total de activos gestionados profesionalmente en España, y 77.883 millones de EUR a activos gestionados por entidades internacionales (Figura 2 y 3) (Spainsif, 2020).



Figura 2: Evolución de los activos gestionados con criterios ASG en España. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020.

Es importante señalar que, en 2018, con un trimestre último de caídas generalizadas, donde el total de activos gestionados decreció un 3.3%, el total de activos gestionados con criterios ASG aumentó un 3.1%, ganando peso sobre el total.

En el 2019, un año estable en cuanto al mercado de gestión de activos, el porcentaje

² La inversión sostenible y responsable en España: https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2020/11/AF_Estudio_Anual_Spainsif_2020web.pdf

de crecimiento de los activos ASG de las gestoras nacionales está en consonancia con el mercado (el mayor crecimiento viene de los activos ASG de las gestoras internacionales) (Spainsif 2020).

La conclusión que podemos sacar es que el comportamiento de los activos ASG es mejor que el general en momentos de crisis del mercado, algo que tendremos ocasión de confirmar en el estudio del 2020, a presentar el próximo año, atendiendo al impacto que ha supuesto el COVID 21.



Figura 3: Evolución de la comparación entre los activos nacionales bajo gestión ASG y el total de activos gestionados por las entidades nacionales monitorizadas en el estudio Spainsif. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020 con datos de INVERCO.

Con respecto a la asignación de activos, sigue siendo la renta variable y la renta fija las principales clases de activos gestionados con criterios ASG con un 34% y 33% respectivamente. Sin embargo, los resultados del estudio muestran que los bonos verdes, que en 2019 eran solo el 3%, ya representan el 9%, superando otras asignaciones como las de capital riesgo o alternativos (Figura 4) (Spainsif, 2020).

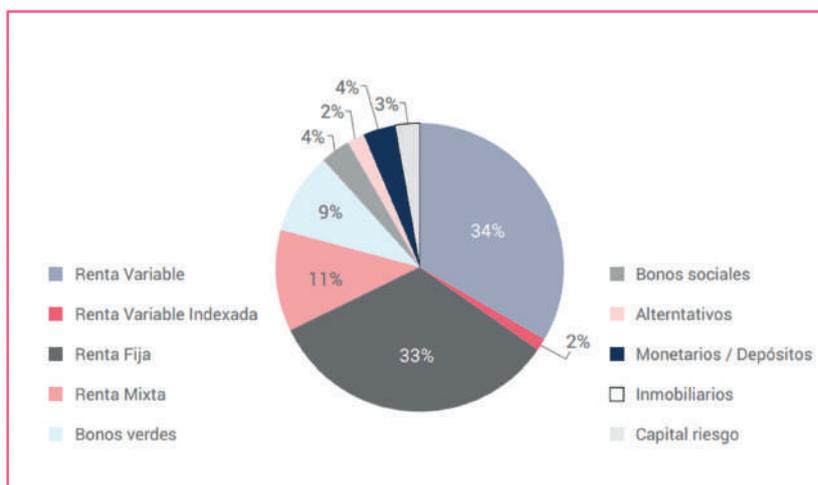


Figura 4. Asignación de activos gestionados con criterios ASG por tipo de inversión. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020.

Por otro lado, el estudio de Spainsif hace un análisis de la calidad de la ISR en España, basándose en la cantidad de activos destinados a cada estrategia.

Para los activos gestionados por entidades nacionales, la estrategia de exclusión sigue siendo la de mayor peso, aunque en el último año se observa un cambio de tendencia claro, -26% sobre el año anterior, en favor de otras estrategias más complejas, de las que destaca la integración, +92%. (Figura 5) (Spainsif, 2020).

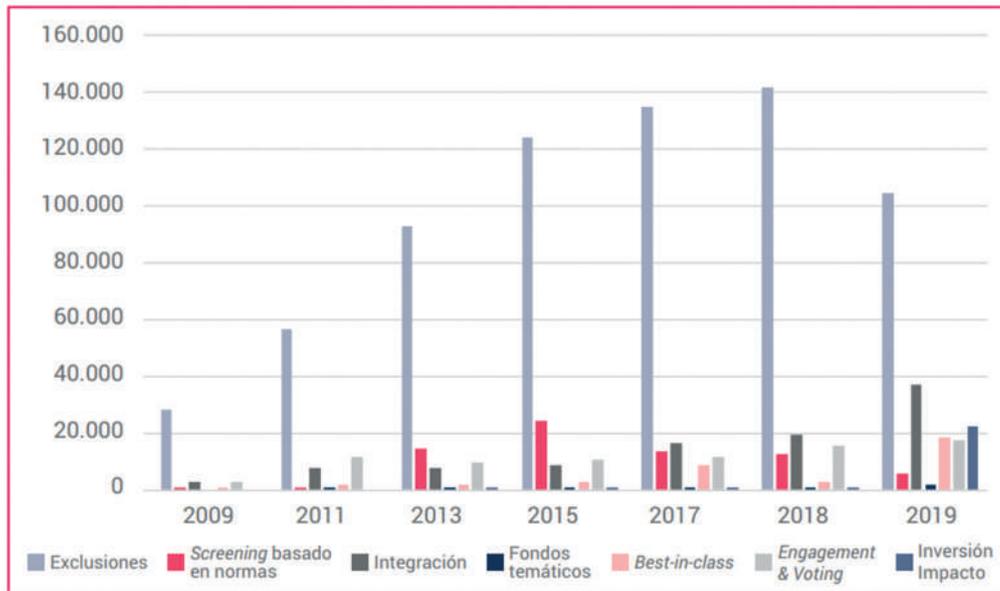


Figura 5: Evolución de las diferentes estrategias ASG en activos nacionales durante los últimos diez años. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020.

Como podemos apreciar en el evolutivo por estrategias, el 2019 es el primer año en que la exclusión simple decrece y es la integración la que experimenta un crecimiento singular.

En cuanto a la calidad por estrategias ASG de los activos internacionales, hay que destacar que la integración representa el 81% del total, sin activos ASG que apliquen la exclusión siempre, de menor calidad, como estrategia única (Spainsif, 2020)

Analizando en profundidad las estrategias, se observa que el principal sector excluido en la estrategia de exclusión, por actividad, es el armamentístico, que alcanza hasta el 73% para bombas de racimo y minas anti-persona y el 24% en todo tipo de armas, tabaco (42%), combustibles fósiles (33%) seguido por las violaciones de los derechos humanos y temas laborales, con el 30%, y por la legislación ambiental, con un 27%. En la inversión temática sostenible se observa que, al incorporar las entidades internacionales en el estudio del 2020, hay una mejora en este tipo de estrategia, relacionada con un aumento en temáticas de eficiencia energética, del 3% al 20% en 2019 y al 22% en el 2019, gestión del agua, del 3% al 20% en 2018, porcentaje que se mantiene en 2019, o las energías renovables que empiezan a remontar tras la caída, del 32 al 20% sufrida en 2018 (Spainsif, 2020).

Finalmente, con respecto a las exclusiones basadas en normas, son las directrices de

UN Global Compact las que más se utilizan para llevar a cabo esta estrategia, seguida por las directrices de la OCDE para empresas y multinacionales y los principios y derechos fundamentales en el trabajo de la OIT (Spainsif, 2020).

PRODUCTOS ASG EN LOS QUE SE MATERIALIZA LA DEMANDA ISR

INVERSIONES DE IMPACTO

A la hora de analizar las inversiones de impacto, destaca la inclusión de nuevas formas de invertir con esta estrategia en el mercado español, adquiriendo cada vez una mayor relevancia.

Las inversiones de impacto suponen un 10% de los activos ASG por estrategia, un total de 29.567 millones de euros en 2019, siendo la tercera estrategia que mayor peso representa, después de la exclusión y la integración. Dentro de este tipo de inversión se observa en los últimos estudios, que las inversiones relacionadas con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), los bonos verdes y sociales y los fondos de inversión son las que mayor porcentaje suponen, todas ellas habiendo aumentado en relación con el año anterior. (Spainsif, 2020).

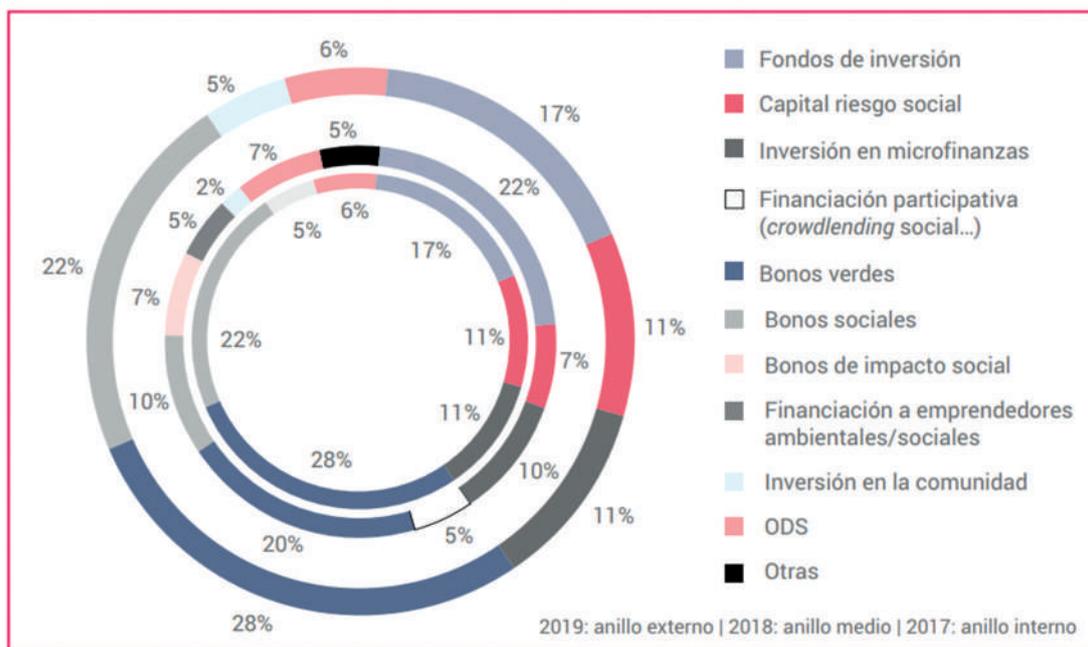


Figura 6: Inversiones de impacto en España. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020.

FONDOS IIC ASG

Si hacemos un análisis de la Plataforma de Fondos de Spainsif, apreciamos la evolución que ha sufrido la demanda ligada a la oferta de productos ASG. El análisis lo hacemos so-

bre el catálogo que alberga fondos de asociados Spainsif con declaración ASG (registro de la CNMV de Fondos Éticos y política de inversión ASG expresa)³ Cabe destacar que este registro está perdiendo relevancia al sofisticarse la inversión ASG, dado que el concepto ético no recoge todas las implicaciones de la inversión sostenible.

En 2009, los fondos de asociados con declaración ASG ascendían a 80, de los que 16 pertenecían a entidades nacionales y 64 a entidades internacionales, mientras que, en 2019, el número ascendió a 338, de los que 19 pertenecían a entidades nacionales y 319 a internacionales. Una muestra más de la respuesta a la demanda creciente de productos ASG.

Si vamos al detalle de los datos anteriores, vemos que este resultado pone de manifiesto que la oferta de productos de Inversión Sostenible y Responsable está mayoritariamente representada por las gestoras internacionales, con una mayor experiencia fruto de su presencia en mercados más avanzados en materia de sostenibilidad.

FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO E INDIVIDUALES ASG

Los fondos de pensiones de empleo han sido los grandes impulsores institucionales de la demanda ISR, superando el 70% del total de activos a los que se aplican criterios de inversión sostenible, según la información del 2018 remitida a la DGS y FP, en cumplimiento de los mandatos fiduciarios de las comisiones de control y de la propia implicación de las gestoras especializadas en la gestión de dichos Planes de Empleo. Como inversores institucionales a largo plazo, sus criterios de inversión ligados a la sostenibilidad contemplan los aspectos de riesgos extrafinancieros así como las singularidades técnicas de los propios productos ASG (menor volatilidad,...).

Un factor que ha propiciado el desarrollo de este compromiso ASG de los planes de pensiones de empleo es el marco jurídico, en el que ya se plasma el principio de “Cumplir y explicar” en materia de criterios sostenibles, recogido en el artículo 69 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (reforma del 2014).

Por otra parte, el informe anual de gestión del fondo de pensiones de empleo (FPE) deberá recoger la política ejercida en relación con los criterios de inversión sostenibles y responsables, es decir, el procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento e indicar el porcentaje de la cartera del fondo que se invierte en activos que tengan en consideración este tipo de criterios.

LA DEMANDA DEL INVERSOR PARTICULAR

Un aspecto clave es **el aumento de la demanda de la ISR por parte de inversores particulares**. A raíz del estudio de Spainsif, se puede observar un incremento en la proporción de inversores minoristas comparada con los años anteriores (en solo un año se duplica el peso de la ISR particular). Este crecimiento puede responder tanto a la incorporación

³ <https://www.spainsif.es/fondos-asg/>

de fondos ISR en el catálogo de productos de las redes financieras nacionales, como al propio incremento de productos gestionados por entidades internacionales que contemplan un tramo minorista o un tique de entrada mínimo asumible por clientes de banca privada, *family offices* e incluso segmento particular de rentas altas. Se puede ver este tipo de productos accediendo a la plataforma de fondos de Spainsif⁴.



Figura 7: Evolución del reparto por tipo de inversor. Fuente: Estudio anual Spainsif 2020.

Es interesante realizar un análisis sobre el mercado potencial del inversor particular en España en el sector de la ISR, teniendo en cuenta que actualmente la contribución del inversor particular es de un 19% sobre el total de activos gestionados, es decir, alrededor de (Spainsif, 2020).

	% destinado a inversiones	% destinado a inversión ASG
Menores de 26	33%	91%
26 - 38	41%	68%
39 - 50	31%	71%
51 - 70	41%	27%
Mayores de 70	47%	36%

Aportamos, como datos de tendencia, los del Observatorio de INVERCO, con información por rangos de edad sobre la posible demanda de productos ASG. Esta información nos adelanta la tendencia de la demanda ISR particular en los próximos años, que nos llevará a posicionarnos en niveles similares a los de otros países de nuestro entorno, como es el caso de Francia, donde el inversor particular representa el 25% del mercado.

⁴ <https://www.spainsif.es/plataforma-de-fondos/>

Por edades, no sorprende el dato ya que los centennials son los inversores que más familiarizados se encuentran con la inversión siguiendo criterios ESG y los que más invierten en ella: el 76% de los encuestados menores de 26 años que conocen estos criterios los tienen en cuenta en sus decisiones de inversión. Le siguen los millennials (un 23% la conoce y un 56% invierte en ella), la Generación X, (21% frente al 44% que invierte en ella), los Baby boomers (18% la conoce y el 35% invierte en ella) y la Silent Generation (14% frente al 43%).

Como tendencia de comportamiento, observamos que los menores de 26 años son los que más demandan productos con criterios ASG, dedicando el 91% de sus ahorros en inversión a inversión sostenible, lo cual es un dato muy positivo, reflejo del compromiso de los jóvenes con la sostenibilidad y el medioambiente.

Por otra parte, los grupos a partir de 51 años muestran un perfil de baja demanda en inversión sostenible. Estos datos apuntan a que, en los años venideros, el mercado de la ISR tendrá un crecimiento potencial sin precedentes, conforme las generaciones futuras se desarrollen en un entorno en el que la sostenibilidad y las finanzas sostenibles estén a la orden del día. Será en ese momento cuando tanto las generaciones mayores como las jóvenes dediquen la mayor parte de sus activos a la inversión sostenible y responsable (Observatorio INVERCO, 2019).

Como información reciente, facilitada por el Observatorio de INVERCO, que complementa a los de tendencia por edades, aportamos el siguiente gráfico.



Figura 8. Fuente: Observatorio de INVERCO junio 2020.

Estos datos son resultado del momento especial de la encuesta, en plena crisis sanitaria mundial, como consecuencia del COVID-19. Según las entidades encuestadas, los millennials son la generación más concienciada con la inversión con criterios ESG (el

69%), seguidos de los centennials y la Generación X. Esta encuesta recoge las respuestas de Gestoras que representan cerca del 80% del patrimonio total invertido en Fondos de Inversión (Observatorio de INVERCO junio 2020).

CONCLUSIONES

Tenemos datos muy positivos en cuanto al comportamiento de la demanda de la inversión sostenible durante los últimos 11 años en España, tanto en lo que se refiere a volúmenes como a la calidad de la inversión, que ha ido mejorando progresivamente, de forma que, con independencia de las tendencias del mercado, ha pasado de los 35.000 millones de euros en el 2009 a los 285.454 millones euros en activos gestionados con criterios ASG en el 2019 (crece un 800%), que, sobre los activos gestionados profesionalmente, supone pasar de un 12,5% en el 2009 al 49% en el 2019.

En cuanto al tipo de demandante ASG, hemos de subrayar que, sobre todo, ha ido de la mano del inversor institucional, que en el 2019 representaba el 81% del mercado español (Spainsif, 2020, Eurosif, 2018), aunque hay que poner en valor el cambio de tendencia que se ha experimentado en los últimos años, en los que la demanda ISR por parte del inversor particular ha pasado del 7% en el 2017 al 19% en el último estudio de Spainsif con cifras al cierre del 2019, lo que va recortando diferencias con la estructura en países de nuestro entorno, el 31% de peso de la inversión *retail* como media europea (Eurosif, 2018). Los datos del Observatorio de INVERCO, en cuanto al ahorro con criterios ASG por rango de edad, nos adelanta cual será la tendencia de la demanda de las generaciones más jóvenes, alineada con la sostenibilidad.

Es obligado subrayar a los Planes de Pensiones de Empleo, como los pioneros en la aplicación de criterios de sostenibilidad en sus inversiones, por lo que damos una especial visibilidad a los mismos en el caso práctico que añadimos a este capítulo.

Con estos datos, como punto de referencia inicial, y el compromiso adquirido tanto por la comunidad internacional, COP 21 –Transición energética– y ODS –Agenda 2030– como por los propios operadores financieros en nuestro mercado, COP 25, así como la puesta en vigor del marco europeo de las finanzas sostenibles, todo apunta a que la demanda global, que hemos constatado en los estudios citados, se va a potenciar en los próximos años, tanto por parte del inversor institucional como por parte del inversor particular.

Como novedad del 2020, tenemos que añadir el impacto de la emergencia sanitaria derivada del Covid-19, con efectos dramáticos desde el punto de vista económico y social, y las medidas de reconstrucción puestas en marcha por la Unión Europea dentro del programa *Next Generation*, que dota de fondos de recuperación que encajan dentro del plan europeo de finanzas verdes, el *European Green Deal*.

Las finanzas sostenibles están llamadas a canalizar los fondos de reconstrucción, contando con la aportación del sector privado para canalizar estos flujos de capital hacia iniciativas y proyectos que aceleren tanto la transición a una economía verde como a la creación de empleo y recuperación económica y social.

CASO DE ESTUDIO: PLAN Y FONDO DE PENSIONES DE LOS EMPLEADOS DE TELEFÓNICA

La Comisión de Control del Plan y Fondo de Pensiones de los Empleados de Telefónica de España (en adelante CC) como inversor institucional desde hace años está comprometida con la sociedad y su desarrollo a través de las inversiones sostenibles. Es por ello por lo que tiene integrada en la política de inversión del Fondo, la Inversión Socialmente Responsable (ISR).

La gestión de los activos del Fondo atiende tanto a principios como la seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de las inversiones, como a criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (criterios ASG). Sigue los principios, directrices o normas que poseen un gran consenso a nivel internacional, como los UN PRI, de los que somos firmantes, la iniciativa del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, Principios de la OCDE sobre el buen gobierno, entre otros.

La CC ejerce responsabilidad social con respecto a partícipes y beneficiarios, así como también, con la sociedad en su conjunto, a través de la promoción de la RSE (Responsabilidad Social Empresarial) en los valores en los que el fondo invierte. Asimismo, la CC se compromete a ejercer en beneficio de partícipes y beneficiarios, todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo con relevancia cuantitativa y carácter estable, especialmente el derecho de participación y voto en las juntas generales. En este sentido, ejerce el voto en las Juntas de accionistas de los valores que tienen en cartera, bien directamente, como es el caso de las empresas donde tienen participación directa, principalmente del Ibex 35, o a través de la delegación a la gestora, en el caso de los fondos, haciendo un seguimiento del ejercicio de los derechos políticos trimestral y anualmente.

La gestora del Fondo, Fonditel, ha monitorizado la cartera de activos con cobertura ISR obteniendo una calificación ASG, que permite conocer el porcentaje de cobertura y calificación ISR. Asimismo, ha integrado en el proceso de inversiones criterios ASG, permitiendo al gestor conocer la valoración extra-financiera del activo antes de la inversión. Otro avance ha sido la medición y valoración de los posibles impactos corporativos, sociales y ambientales más significativos incluidas las principales controversias e infracciones de las normas, de los valores integrantes de la cartera del Fondo, información que presenta trimestralmente a la CC.

La cartera está sometida a un análisis de sostenibilidad en función de sus riesgos extra-financieros interno, que es contrastado con un análisis externo anual, donde se analiza el grado de cobertura de la cartera analizado con criterios ISR y una valoración o rating global ASG de la cartera, incluyendo la contribución por tipo de activo y su correlación con los criterios ASG.

Por último, hay que destacar que para el 2020 la gestora adquirió el compromiso de incrementar la cartera específica de ISR del Fondo al 10%, a través de inversiones temáticas y de impacto. Esta selección tendrá en cuenta los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas.

REFERENCIAS

- 10 Years of Green Bonds: Creating the Blueprint for Sustainability Across Capital Markets. (2019). Recuperado de <https://www.worldbank.org/en/news/immersive-story/2019/03/18/10-years-of-green-bonds-creating-the-blueprint-for-sustainability-across-capital-markets>
- Bonos sostenibles: emisión récord y nuevos tonos de verde a la vista en 2020. (2020). Recuperado de <https://www.bbva.com/es/bonos-sostenibles-emision-record-y-nuevos-tonos-de-verde-a-la-vista-en-2020/>
- Climate Bond Initiative. (2019). Green bond market summary – Q3 2019. Recuperado de https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_q32019_highlights_final.pdf
- Climate Bond Initiative. (2018). The Green Bond Market in Europe. Recuperado de <https://www.climatebonds.net/files/files/The%20Green%20Bond%20Market%20in%20Europe.pdf>
- Eurosif. (2018). European SRI Study. Recuperado de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2018). Global Sustainable Investment Review. Recuperado de http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf
- Observatorio Inverco (2019). VI Barómetro del ahorro del Observatorio Inverco. Recuperado de <https://view.publitas.com/evercom/vi-barometro-del-ahorro-observatorio-inverco-28-10-2019/page/1>
- Observatorio Inverco (Junio de 2020) “El 45% de las Gestoras ha percibido un mayor interés de los partícipes por la inversión ESG a raíz de la pandemia” Recuperado de <http://www.observatorioinverco.com/gestoras-mayor-interes-participes-inversion-esg-pandemia/>
- Spainsif. (2019a). Guía ISR. Recuperado de https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2019/12/GUIA_ISR_2019_socios_esp-2.pdf
- Spainsif. (2019b). La Inversión Sostenible y Responsable en España. Recuperado de <https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2019/10/Estudio-2019.pdf>
- Spainsif. (2020). La Inversión Sostenible y Responsable en España. Recuperado de https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2020/11/AF_Estudio_Anual_Spainsif_2020web.pdf

2.2. LOS INVERSORES. LOS FACTORES ESG IMPACTAN EN LA RELACIÓN RENTABILIDAD RIESGO

JAIME SILOS LEAL

Director de Desarrollo Corporativo de Forética

RESUMEN

El auge de las finanzas sostenibles se puede explicar por muy diversas razones. Algunas tienen un carácter altruista o ético. Otras tienen un componente egoísta. La mejora de los rendimientos financieros. El uso cada vez más extendido de los aspectos ESG durante los últimos años ha generado casuística suficiente para concluir que la toma en consideración de aspectos de sostenibilidad mejora la relación rentabilidad-riesgo de las carteras. Este hecho ha supuesto un acelerador en la adopción de una agenda de finanzas sostenibles tanto desde los reguladores como desde la comunidad inversora. En este artículo analizaremos cómo un mejor desempeño en sostenibilidad puede tener impacto sobre las palancas de creación de valor financiero de las empresas y observaremos cómo los inversores sostenibles han sido capaces de monetizar el esfuerzo ESG de sus compañías en cartera.

ARTICULANDO EL INVESTMENT CASE

El auge de las finanzas sostenibles es fruto de la confluencia de una gran multitud de factores económicos, sociales y ambientales que, a modo de *tormenta perfecta*, han alineado las agendas políticas, regulatorias y de la comunidad inversora. Si bien es cierto que fenómenos como la inversión responsable llevan más de dos décadas de desarrollo, la gran eclosión actual de las finanzas sostenibles probablemente se explique por un agravamiento de los profundos desequilibrios existentes en el modelo económico global. La superación continua de records en emisiones de gases de efecto invernadero, el imparable incremento de las temperaturas en el planeta, la pérdida masiva de biodiversidad, el incremento de las desigualdades y la cada vez mayor polarización de la sociedad han hecho saltar las alarmas a

la comunidad inversora y al ecosistema de reguladores del sistema financiero. Estas son las condiciones ideales para el desarrollo del fenómeno de las finanzas sostenibles.

En este artículo nos centraremos en el papel del inversor, como catalizador de las finanzas sostenibles. Precisamente, uno de los puntos fundamentales que han generado mayor convicción en torno a la necesidad de impulsar los aspectos ESG –por sus siglas en inglés Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo– por parte de los reguladores, ha sido la constatación empírica de que dichos criterios no solo no comprometen los resultados de las inversiones, sino que los fortalecen. A continuación, veremos cómo.

ALTRUISMO EGOÍSTA, EL CATALIZADOR DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE

Antes de valorar los atributos de rentabilidad riesgo de la inversión sostenible, demos un paso atrás y preguntémonos por qué cualquier inversor querría –o debería– integrar los aspectos ESG en sus decisiones de inversión. Y encontramos dos respuestas que combinadas son suficiente convincentes para comprender el éxito de la inversión sostenible. La primera tiene un carácter “altruista”, que responde a la aparición de un nuevo perfil de inversor, el *inversor consciente*. La segunda, tiene un carácter “egoísta” y tiene que ver con la búsqueda de unos rendimientos financieros superiores al mercado, lo que en el argot se conoce como *generación de alfa*. Ambas motivaciones son complementarias y se refuerzan mutuamente. En la era del *inversor consciente*, los ahorradores se han vuelto más sofisticados, mejor informados y quieren maximizar la rentabilidad de sus inversiones. Pero no a cualquier precio. El inversor consciente quiere saber de dónde proceden los retornos de su cartera. Quiere saber si mediante su patrimonio está financiando actividades que causen daño a la sociedad o al medio ambiente, o que le parezcan moralmente reprobables. Por citar un ejemplo, un estudio de MSCI¹ encontraba que uno de cada dos fondos de renta variable norteamericana, mantenía posiciones significativas en armamento controvertido, como bombas racimo, minas antipersona o armamento bacteriológico, algo que una buena parte de la comunidad ahorradora rechazaría si lo supiera. Más recientemente, el colectivo de profesores de Florida en Estados Unidos, tras uno de los recientes episodios de violencia armada en un instituto² de dicho estado, descubrió con estupor que su plan de pensiones invertía en fabricantes de semiautomáticas como las utilizadas por el estudiante del centro. Este tipo de incidentes lleva a una alineación de los propietarios de activos y beneficiarios, así como a una pérdida de reputación de la gestora de fondos. La segunda motivación, la “egoísta” y se basa en que, independientemente consideraciones éticas, sociales o ambientales, la sostenibilidad crea valor, lo que en última instancia beneficia al inversor.

¹ MSCI FUND TRANSPARENCY: EXPLORING THE ESG QUALITY OF FUND HOLDINGS.

² El tiroteo en el Instituto Marjorie Stoneman Douglas de Florida, en febrero de 2018, protagonizado por un joven de 19 años, acabó con la vida de 17 personas. Este suceso inspiró la creación del movimiento estudiantil *Never Again*.

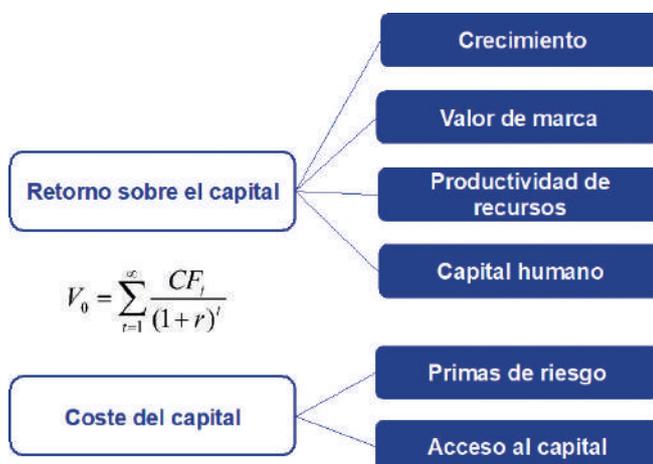
SOSTENIBILIDAD Y CREACIÓN DE VALOR

El *investment case* de la inversión sostenible es, si bien se mira, la otra cara de la moneda del *business case* de la sostenibilidad. Muchas de las prácticas que puede poner en marcha una compañía en ESG pueden tener un impacto positivo en el valor de la misma. Valor añadido que el inversor puede capturar el valor mejorando el rendimiento de su cartera. La pregunta que surge a continuación es, ¿cómo se crea valor a través de la sostenibilidad? La respuesta es sencilla. De la misma manera en que las empresas crean valor.

El valor financiero, se crea a través de dos canales fundamentales:

- 1) Incrementando el retorno sobre el capital, es decir, incrementando los flujos de caja por cada dólar o euro invertido.
- 2) Reduciendo el coste del capital, tanto de los recursos propios como ajenos.

Tabla 1: ESG como factor de creación de valor



De la misma manera que cada compañía o cada sector generan valor de maneras distintas, el desempeño en sostenibilidad puede generar valor de manera diferente. Algunas compañías se benefician más de determinadas palancas en comparación con otras, por lo que el análisis que realizaremos a continuación debe ser puesto en el contexto de cada organización.

ESG Y EL RETORNO DEL CAPITAL

En este caso nos centraremos en cómo una compañía puede incrementar sus beneficios y flujos de caja mediante la sostenibilidad³.

³ Tengan en cuenta que el retorno sobre el capital se incrementa tanto por un mayor flujo de caja (el numera-

Crecimiento: Las exigencias de un desarrollo sostenible pueden suponer una gran fuente de disrupción de industrias consolidadas –como en el sector de Oil & Gas o la industria automotriz– y una gran oportunidad las compañías que lideren la transformación –almacenamiento de energía, electrificación, infraestructuras, etc.–. Esta transición, por tanto, afectará a las tasas de crecimiento según el grado de preparación de las compañías.

Valor de marca: una compañía cuyas marcas estén más alineadas con los intereses, valores y expectativas de la sociedad, puede convertirse en una marca significativa (*meaningfull brand*). La puesta en valor de atributos ESG puede aumentar el grado de identificación del consumidor con la marca, incrementando la fidelidad a la misma y, en algunos casos, justificar una prima de precio. Un incremento de los márgenes y de la rotación de activos incrementa el retorno sobre el capital.

Productividad de los recursos: Una compañía sostenible es capaz de producir “más con menos”. En este sentido, las políticas ambientales pueden suponer una expansión de los márgenes operativos cuando estas son capaces de reducir el input de recursos como la energía, materias primas, o el CO₂ por unidad vendida.

Capital humano: un empleador que sirve a un propósito coherente con las inquietudes y valores del empleado puede ser un imán para el talento, la productividad y la satisfacción del empleado.

ESG Y COSTE DEL CAPITAL

Los factores ESG pueden suponer una reducción del coste del capital, lo que se traduce de manera matemática e instantánea en un mayor valor de la compañía.

Impacto en las primas de riesgo: Como veremos en nuestro caso de estudio, *Sostenibilidad y primas de riesgo*, una compañía más sostenible tiene menos riesgo. Este menor riesgo impacta positivamente reduciendo volatilidad de los beneficios y los flujos de caja⁴. Esta reducción de la incertidumbre proviene de manera mayoritaria de una menor probabilidad de experimentar shocks y controversias ESG, así como de una mayor solvencia estratégica de las compañías.

Acceso al capital: Durante los últimos años, los aspectos ESG se han convertido en un factor de elegibilidad por parte de la comunidad inversora. La puesta en valor de un alto desempeño en sostenibilidad actúa como señal de mercado, lo que incrementa la demanda de los instrumentos financieros de las compañías, lo que facilita el acceso a un mayor número de inversores y se refleja en un incremento de precio de las compañías con mejor desempeño.

dor), como por una menor necesidad de capital (el denominador). Para simplificar este artículo nos centraremos en el numerador. Eso no significa que los aspectos ESG también puedan ayudar a tener un menor volumen de capital invertido. De hecho, muchas medidas de eficiencia de recursos pueden mejorar la rotación de los activos.

⁴ ESG Matters – US. 10 reasons you should care about ESG. Bank of America Merrill Lynch, 2019.

EL DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA INVERSIÓN SOSTENIBLE

En esta sección vamos a mostrar cinco importantes evidencias que soportan las hipótesis lanzadas en el apartado anterior en el que teorizábamos sobre la sostenibilidad y la creación de valor. Estas evidencias se soportan sobre las conclusiones encontradas en diversos estudios de referencia sobre el impacto de la incorporación de factores ESG en el contexto de la inversión.

EVIDENCIA 1 – MÁRGENES MÁS ROBUSTOS Y DE MAYOR CALIDAD

Las compañías líderes en sostenibilidad gozan de márgenes más robustos y de una mayor predictibilidad de los beneficios. El estudio Foundations of ESG investing⁵ desarrollado por MSCI, analiza el desempeño a largo plazo de 1.600 compañías durante más de diez años. Uno de los hallazgos es la constatación de una correlación clara entre los quintiles de desempeño en sostenibilidad y los márgenes brutos de la compañía. Es decir, las compañías con mejor desempeño en sostenibilidad tienden a disfrutar de mayores márgenes. Por su parte, un paper de Bank of America Merrill Lynch³ encuentra que la volatilidad de los beneficios empresariales es directamente proporcional al cuartil de desempeño en ESG. Esto significa que la calidad de los beneficios es superior ya que está menos sujeto a oscilaciones.

Gráfica 1. La sostenibilidad se asocia con mayores márgenes y con beneficios menos volátiles



Fuente: MSCI, BofA.

Nótese que en ambos gráficos el orden de los percentiles es inverso, siendo el quintil 5 el máximo desempeño ESG en el gráfico izquierdo y el cuartil 1 el de mejor desempeño en el lado derecho.

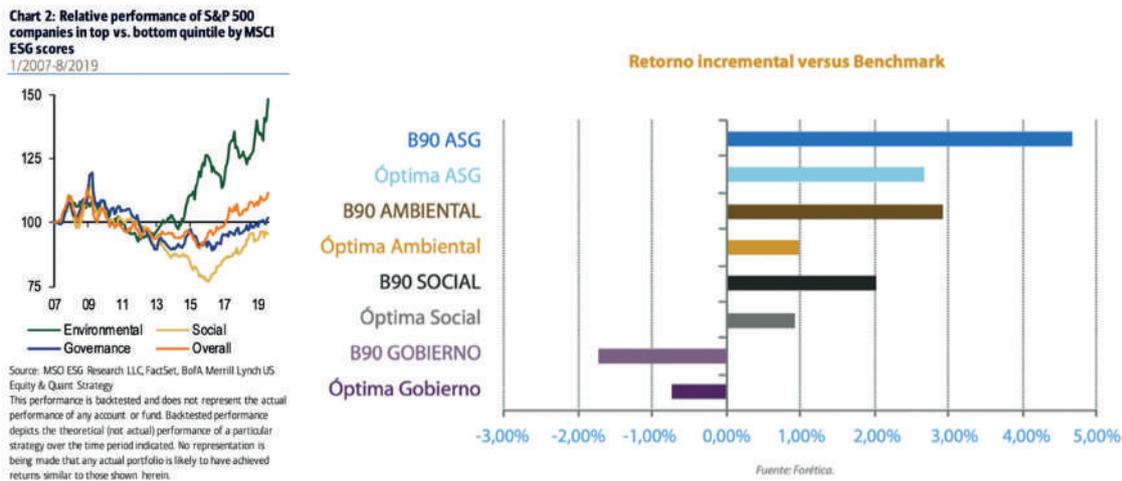
EVIDENCIA 2 – MAYOR PRODUCTIVIDAD DE LOS RECURSOS

La tesis de inversión basada en la productividad en los recursos se refleja en el excelen-

⁵ Foundations of ESG investing - Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance. MSCI, 2017.

te desempeño que muestra la letra “E” sobre las otras dos en el trinomio ESG. Un estudio de Forética⁶ que analiza el impacto de los factores ESG en renta variable española durante un intervalo de más de 7 años, encontraba que las carteras construidas sobre los criterios ambientales batían a las carteras únicamente construidas sobre la “S” o sobre la “G”. Este mismo patrón se encuentra en los análisis desarrollados por el equipo cuantitativo de BofA Merrill Lynch³ en renta variable americana. Este patrón también se observa en la renta fija corporativa americana en un estudio realizado por Barclays⁷. Por último, Blackrock⁸ muestra que las compañías con mejor desempeño en la reducción de emisiones de CO₂ batieron ampliamente al mercado durante un periodo de 6 años, en más de un 4% en el primer quintil y en torno al 1% en el segundo quintil. La diferencia entre el quintil superior y el inferior era de más de 7 puntos básicos.

Gráfico 2. Las estrategias ambientales tienden a batir a las sociales y de gobierno de manera aislada



Fuente: MSCI, BofA.

EVIDENCIA 3 – EL CAPITAL HUMANO ES UNA FUENTE DE VALOR

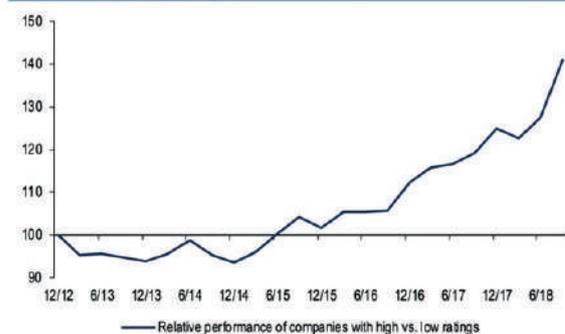
La inversión con foco en el capital humano también produce retornos superiores, tal como muestra el análisis de BofA Merrill Lynch³. Construyendo carteras basadas en los rankings sobre la calidad de los entornos de trabajo, las compañías con mejor desempeño en capital humano produjeron unos retornos superiores en un 5% al año respecto al índice de referencia durante un periodo superior a cinco años. Desde el punto de vista de la

⁶ El valor de la gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera. Forética, 2018.
⁷ The case for sustainable bond investing strengthens. Barclays 2018.
⁸ Sustainable Investing: a `why not` momento. Blackrock 2018.

diversidad de género, un estudio de UBS encuentra una relación positiva entre distintas métricas de retorno financiero y una mayor presencia femenina en la dirección y en los consejos de administración.

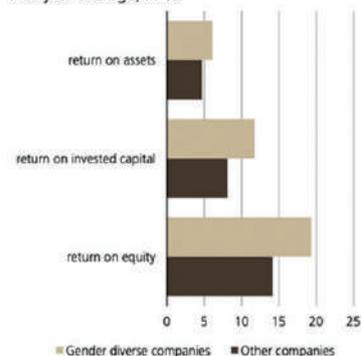
Gráfico 3. Capital humano y diversidad de género tienen impacto en los retornos

Chart 4: Companies that are ranked higher on Glassdoor have outperformed their counterparts with lower ratings by 5 percentage points per year
 Cumulative relative performance (indexed to 100) when buying the top quintile* stocks and selling the bottom quintile stocks (Jan 2013 - Dec 2018, quarterly rebalancing)



Source: BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy, Thinknum
 *Top quintile includes stocks in the top 20th percentile based on Glassdoor ratings; bottom quintile includes stocks in the bottom 20th percentile based on Glassdoor ratings
 Back tested performance is hypothetical in nature and reflects application of the screen and is not intended to be indicative of future performance

Fig. 1: Gender-diverse US companies exhibit higher profitability
 Five-year average, in %



Note: Based on Russell 1000 companies. Gender-diverse companies defined as at least 20% women on the board and in senior management. Source: Bloomberg, UBS, as of 14 July 2017

Fuente: BofA, UBS.

EVIDENCIA 4 – EL DESEMPEÑO ESG ES UN PROXY EFICAZ PARA EL RIESGO Y EL COSTE DEL CAPITAL

Las compañías con mejor comportamiento en sostenibilidad muestran un menor riesgo tanto desde un punto de vista absoluto (métricas de dispersión), como relativo (coeficiente *beta*). En su estudio sobre los fundamentos de la inversión ESG⁹, MSCI realiza una descomposición de los elementos que inciden en la volatilidad para aislarlo de los factores típicos de inversión – como el tamaño, valor, calidad etc. – y encuentra una correlación nítida entre el riesgo no explicado por las variables mencionadas y el desempeño ESG. Este menor riesgo se puede explicar por una menor probabilidad de experimentar shocks ESG. En su estudio, Forética documenta 52 shocks ESG de la última década que generaron unas pérdidas a los inversores superiores a los 600.000 millones de dólares. El estudio observa que las controversias significativas producen una pérdida esperada en el valor las compañías de entre el 12% y el 25%. Desde otra perspectiva, el análisis de 17 bancarrotas³ declaradas en EE. UU. entre 2005 y 2015 muestra que en el 90% de los casos, las compañías tenían un bajo desempeño en ESG durante los cinco años anteriores al colapso de la empresa¹⁰.

En otro análisis⁴, MSCI evidencia que las compañías integrantes del MSCI World tu-

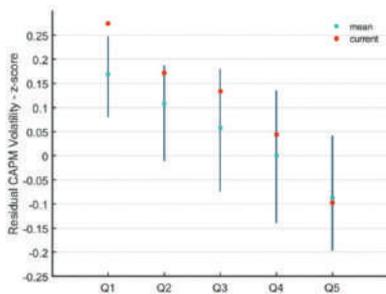
⁹ Foundations of ESG investing - Part 1: How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance. MSCI, 2017.

¹⁰ El valor de la gobernanza: Incrementando el retorno a través de la gestión extra financiera. Forética, 2018.

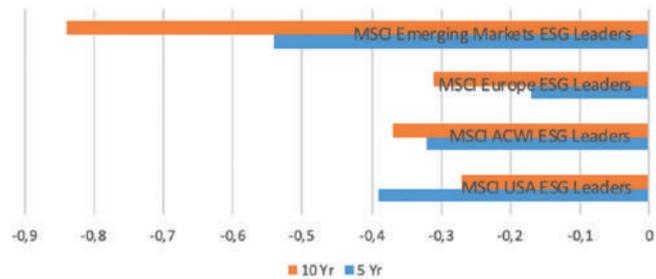
vieron tres veces menos shocks ESG que la media del índice entre 2007 y 2017. Como consecuencia, la gráfica inferior derecha muestra cómo los índices sostenibles de la serie ESG Leaders han reducido la volatilidad respecto a los benchmarks durante los últimos 10 entre 27 y 84 puntos básicos según la geografía.

Gráfico 4. El desempeño ESG reduce el riesgo soportado de la inversión

Exhibit 5: Residual CAPM Volatility of ESG Quintiles



Reduccion de volatilidad ESG frente al índice tradicional (2009-2019)



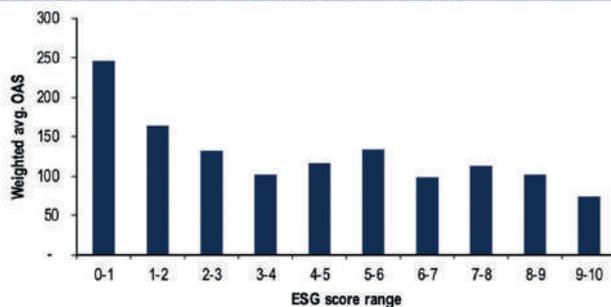
Fuente: MSCI, Forética.

EVIDENCIA 5 – UN ALTO DESEMPEÑO EN ESG REDUCE EL COSTE DEL CAPITAL

La reducción observada en el de riesgo se traduce en una minoración del coste del capital de las compañías tanto en la deuda como en los recursos propios. Así, los diferenciales de crédito de la deuda muestran una relación inversa entre el rating ESG y el coste de la deuda. Es decir, cuanto mejor es el desempeño ESG, menor es el coste de financiación. En el caso de los bonos y préstamos vinculados a ESG, las condiciones de financiación pueden ser bonificadas o penalizadas en función de la consecución de determinados objetivos de sostenibilidad como, por ejemplo, la reducción de emisiones.

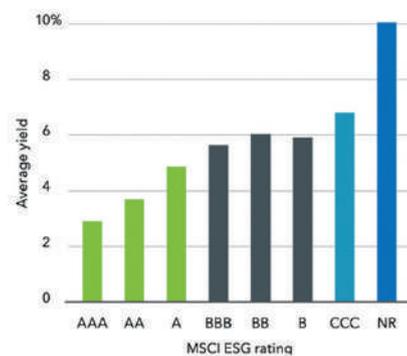
ESG y coste de la deuda

Chart 6: Companies with higher ESG scores tend to enjoy lower cost of capital
 Weighted average option-adjusted spread (OAS) vs. MSCI overall ESG scores as of 8/2019



Source: MSCI ESG Research LLC, BofA Merrill Lynch US Equity & Quant. Strategy

Current yield



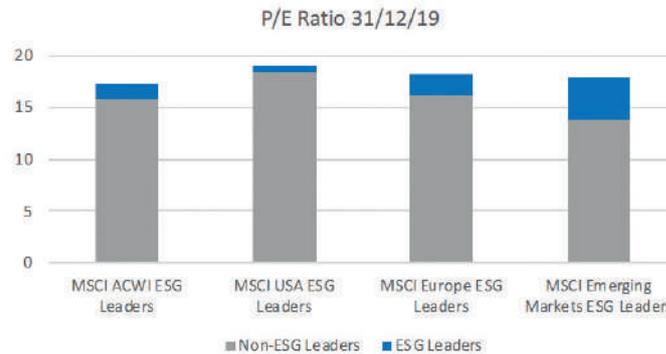
Fuente: BofA, Blackrock.

CASO DE ESTUDIO – SOSTENIBILIDAD Y PRIMAS DE RIESGO

Durante la última década hemos sido testigos de una adopción masiva de políticas y criterios de sostenibilidad por parte de la industria de gestión de activos. El último estudio de Global Sustainable Investment Alliance cifraba en 31 billones el valor de los activos bajo gestión que operan con un mandato ESG. Por su parte, los Principios de Inversión Responsable de Naciones Unidas, cerraron 2019 con más de 450 propietarios de activos y 1.773 gestores de activos que representan más 90 billones de activos bajo gestión. Esto significa que virtualmente todo el mercado de inversión institucional en la actualidad está monitorizando -en mayor o menor medida- los atributos ESG de sus respectivos universos de inversión. Cuando esto ocurre, los atributos ESG se convierten en una señal de mercado. Si todo esto es cierto, el comportamiento de los inversores en el mercado, discriminando activos en función de su desempeño en sostenibilidad, debería reflejarse en los precios de mercado. Esto nos llevaría a la conclusión de que existe una prima de riesgo a la sostenibilidad. Para comprobar si la hipótesis anterior es correcta, analizaremos el desempeño de índices ESG Leaders de MSCI frente a los índices tradicionales para tres cuatro regiones diferenciadas: bolsa global (MSCI ACWI), Estados Unidos (MSCI USA), Europa (MSCI Europe) y países emergentes (MSCI Emerging Markets). Lo primero que se observa es que, reconfirmando todas las hipótesis reflejadas en este artículo, los índices ESG han tenido un desempeño más eficiente que los índices generalistas, desde un punto de vista financiero, durante los últimos diez años, con la sola excepción de EE. UU.¹¹. Los ratios *sharpe* de los índices ESG, que ponen en relación la rentabilidad obtenida por cada unidad de riesgo soportada, es un 7% superior en bolsa mundial, un 13% en Europa y de hasta el 71% en bolsa emergente, siendo un -3% en EE. UU. Esto se debe a que los índices ESG Leaders han generado una mayor rentabilidad que los índices tradicionales y, al mismo tiempo, han reducido el riesgo de la inversión soportada. Lo segundo que podemos observar es que, sin excepción, los mercados asignan una prima de riesgo a la sostenibilidad. Esa prima la podemos calcular observando los diferenciales de valoración de cada índice sostenible frente a sus homólogos. La prima de riesgo agregada de la bolsa mundial es de un 9,2%, siendo la menor en EE. UU. con un 3% de diferencial de valoración, y máxima en bolsa emergente donde alcanza un 30,2%. ¿Qué significa esto? Que los mercados están dispuestos a pagar más por un mismo dólar de beneficio en una compañía con alto desempeño en sostenibilidad que en una con un desempeño mediocre. Esto es una prima de riesgo a la sostenibilidad.

¹¹ La menor rentabilidad de los activos ESG en Estados Unidos responde principalmente a aspectos idiosincráticos. Uno de los más determinantes tiene que ver con que los activos con mejor desempeño en la región, especialmente tecnológicas (FANG stocks: Facebook, Amazon, Netflix, Google), tienden a tener bajas calificaciones ESG.

Prima de sostenibilidad



Fuente: MSCI, Forética.

ANEXO – Desempeño y valoración de los activos ESG en las bolsas mundiales

		Rentabilidad		Riesgo		Sharpe	
		5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr
RV Global	MSCI ACWI ESG Leaders	9,17	9,72	11,45	12,81	0,72	0,74
	MSCI ACWI	9,00	9,37	11,77	13,18	0,69	0,69
RV USA	MSCI USA ESG Leaders	11,14	12,86	11,65	12,26	0,87	0,99
	MSCI USA	12,62	13,55	12,04	12,53	0,88	1,02
RV Europea	MSCI Europe ESG Leaders	6,37	6,58	12,84	16,02	0,45	0,43
	MSCI Europe	5,69	5,80	13,01	16,33	0,40	0,38
RV Emergente	MSCI Emerging Markets ESG Leaders	7,68	7,53	15,25	16,31	0,48	0,48
	MSCI Emerging Markets	6,01	4,04	15,79	17,15	0,37	0,28

a 31/12/19

Mejor comportamiento ESG
 Mejor comportamiento índice genérico

		Rentabilidad		Riesgo		Sharpe	
		5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr	5 Yr	10 Yr
RV Global	MSCI ACWI ESG Leaders	9,17	9,72	11,45	12,81	0,72	0,74
	MSCI ACWI	9,00	9,37	11,77	13,18	0,69	0,69
RV USA	MSCI USA ESG Leaders	11,14	12,86	11,65	12,26	0,87	0,99
	MSCI USA	12,62	13,55	12,04	12,53	0,88	1,02
RV Europea	MSCI Europe ESG Leaders	6,37	6,58	12,84	16,02	0,45	0,43
	MSCI Europe	5,69	5,80	13,01	16,33	0,40	0,38
RV Emergente	MSCI Emerging Markets ESG Leaders	7,68	7,53	15,25	16,31	0,48	0,48
	MSCI Emerging Markets	6,01	4,04	15,79	17,15	0,37	0,28

a 31/12/19

Mejor comportamiento ESG
 Mejor comportamiento índice genérico

Fuente: MSCI, Forética.

2.3. LOS REGULADORES Y SUPERVISORES

2.3.1. *EL TRABAJO DE BANCOS CENTRALES Y SUPERVISORES BANCARIOS*

CLARA ISABEL GONZÁLEZ MARTÍNEZ

Economista Senior, División de Análisis e Inteligencia de Mercados del Banco de España¹

INTRODUCCIÓN

En el ámbito de los bancos centrales y supervisores bancarios, se está trabajando cada vez más en el análisis de los riesgos financieros del cambio climático, tanto por la potencial naturaleza sistémica que pudiera afectar al conjunto de la economía y el sistema financiero, como por la necesidad de incorporar estos aspectos en sus prácticas supervisoras. Uno de los momentos clave, a partir del cual el sistema financiero y en particular los bancos centrales y supervisores comenzaron a prestar más atención a este tema, fue el discurso realizado por el gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney en 2015, con título “*Breaking the Tragedy of the Horizon: Climate Change and Financial Stability*” donde ponía de manifiesto que los canales a través de los cuales el cambio climático puede afectar a la estabilidad financiera son tres: riesgos físicos, de transición y de responsabilidad. Los riesgos para la estabilidad financiera se minimizarán si la transición comienza pronto y sigue un camino predecible, de forma que ayude al mercado a anticipar la transición para evitar que el calentamiento global alcance los 2°C respecto a los niveles preindustriales. Carney (2015) ponía de manifiesto que, dado que los riesgos asociados al cambio climático se caracterizan por tener un horizonte largo e indefinido, que es mayor que el habitual en la toma de decisiones de los agentes económicos, su materialización supone un coste para las generaciones futuras que la generación actual no tiene un fuerte incentivo a hacer frente, de ahí la denominación de “tragedia del horizonte”.

¹ Las opiniones expresadas en este capítulo son en exclusiva las de su autora y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

Desde entonces, los bancos centrales y supervisores han trabajado en comprender las implicaciones que el cambio climático puede tener para el sistema financiero, y en particular el bancario. Fundamentalmente, los riesgos financieros asociados pueden provenir, tanto de los riesgos físicos, derivados del aumento de la frecuencia y severidad de fenómenos climáticos y así como cambios progresivos de más largo plazo, como de los riesgos de transición, vinculados con el proceso de cambio hacia una economía descarbonizada que pueden provenir de implantación de políticas, nuevas tecnologías y cambios en las preferencias en los consumidores (véase NGFS (2019a)).

La creación de la *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* (NGFS) en diciembre de 2017, de la cual forman parte 83 bancos centrales y supervisores y 13 observadores de todo el mundo (a diciembre de 2020), ha supuesto también un gran avance. Su objetivo es intercambiar experiencias y conocimiento en cuanto a la supervisión micro y macro prudencial de los aspectos relacionados con el cambio climático, identificar las mejores prácticas y promover la financiación verde. La NGFS publicó en abril de 2019 seis recomendaciones dirigidas tanto a sus miembros como a otros participantes del sistema financiero recogidas en NGFS (2019a). En concreto son: i) integración de los riesgos relacionados con el clima en el seguimiento de la estabilidad financiera y la microsupervisión, ii) integración de los factores de sostenibilidad en la gestión de la cartera propia, iii) cerrar las brechas de datos, iv) crear conciencia y capacidad intelectual, así como fomentar la asistencia técnica y el intercambio de conocimientos, v) lograr una información sólida y coherente a nivel internacional sobre el clima y el medio ambiente y vi) apoyar el desarrollo de una taxonomía de las actividades económica. En particular, estas dos últimas van dirigidas a los decisores de políticas. Como parte del trabajo de la NGFS, se han analizado los riesgos y las implicaciones macroeconómicas del cambio climático y su relación con el sistema financiero (NGFS, 2019b) y cómo los bancos centrales están incorporando los factores de sostenibilidad en la gestión de sus carteras propias (NGFS (2019c)). En 2020, los trabajos de los grupos de trabajo que forman la NGFS se han materializado en la publicación de una guía para supervisores (véase NGFS (2020a)), un análisis sobre el riesgo diferencial entre activos verdes y marrones (véase NGFS (2020b)), elaboración de escenarios climáticos y una guía para su uso en el análisis (véase NGFS (2020c) y NGFS (2020d) respectivamente), un análisis de los posibles efectos del cambio climático en los determinantes de la política monetaria (véase NGFS (2020e)), la identificación de prioridades de investigación (véase NGFS (2020f)) y un revisión sobre la incorporación del análisis de riesgos medioambientales por parte de instituciones financieras (véase NGFS (2020g)).

A lo largo de 2019, los bancos centrales fueron especialmente activos² en cuanto a poner en marcha: análisis sobre la exposición a los sectores que se verían más afectados, en especial por la transición hacia una economía de bajo carbono; en la valoración de los riesgos climáticos³; en la incorporación de dichos riesgos en el desarrollo de pruebas de

² Véase González y Núñez (2020) para un mayor detalle de las herramientas que están poniendo en marcha los bancos centrales respecto al cambio climático.

³ Por ejemplo, Banco Central Europeo, Bank of England, Banque de France y ACPR, Banco de España, De

resistencia⁴ y en la incorporación de criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) o de Inversión Sostenible y Responsable (ISR) en la gestión de las carteras propias. Por su parte, el Banco Central Europeo está analizando las áreas donde el cambio climático tendría implicaciones, en particular, según BCE (2020a) se está trabajando en: i) el análisis macroeconómico y modelización, ii) el desarrollo del seguimiento y evaluación de los riesgos de estabilidad financiera, incluyendo pruebas de resistencia, iii) la supervisión bancaria, iv) la integración de consideraciones de riesgo climático en las operaciones de inversión de la cartera propia, v) la evaluación del impacto en la orientación de su política monetaria, vi) participación en foros europeos e internacionales y vii) protegiendo el medioambiente a través de su sistema propio de gestión medioambiental.

El supervisor bancario europeo o Mecanismo Único de Supervisión, ha identificado los riesgos climáticos como riesgos a seguir desde la perspectiva supervisora tanto en su mapa de riesgos para 2019 como 2020 (BCE (2018) y BCE (2019)). Además, ha elaborado un documento centrado en las expectativas supervisoras sobre la gestión de estos riesgos en relación al modelo de negocio y estrategia, la gobernanza, la gestión del riesgo y la divulgación de información de las entidades bancarias (véase BCE (2020b)). Otros supervisores europeos que han publicado documentos específicos con sus expectativas supervisoras respecto a los riesgos de cambio climático y medioambientales son: Prudential Regulation Authority - Bank of England en Reino Unido, *Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)* de Alemania, *De Nederlandsche Bank (DNB)* de los Países Bajos.

La Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus iniciales en inglés) publicó a finales de 2019 su Plan de Acción en Finanzas Sostenibles para integrar los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG por sus iniciales) en el ámbito bancario. Esto forma parte de llamamiento realizado por parte de la Comisión Europea en su Plan de Acción sobre Financiación Sostenible. El mismo mandato respecto a sus respectivas áreas ha sido también dirigido a las otras autoridades que forma parte del sistema europeo de Supervisores Financieros: la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

CASO DE ESTUDIO: PLAN DE ACCIÓN EN FINANZAS SOSTENIBLES DE LA EBA

El Plan de Acción en Finanzas Sostenibles elaborado por la EBA a finales de 2019, recoge las principales líneas de su plan de trabajo relacionadas con factores y riesgos ASG, así como los informes, consejos, guías y estándares técnicos en este tema⁵. Los objetivos de la EBA en cuanto a finanzas sostenibles incluyen mejorar el actual marco regulatorio para las instituciones de cara a fomentar que sus operaciones se realicen de forma sostenible e introduciendo consideraciones de sostenibilidad en la estrategia y gestión de riesgos y proporcionando a los supervisores herramientas adecuadas para entender, monitorizar

Nederlandsche Bank de los Países Bajos y Fininspektionen de Suecia.

⁴ Por ejemplo, De Nederlandsche Bank (DNB) de los Países Bajos, Bank of England, Banque de France, Danmarks National Bank, Banco de España, EBA y BCE.

⁵ Para un mayor detalle véase EBA (2019a).

y evaluar los riesgos ASG en sus prácticas supervisoras. Aunque los mandatos dados a la EBA se refieren a los tres factores, ambiental, social y de gobernanza, en la primera fase los trabajos se están concentrando en los factores medioambientales y especialmente en los del cambio climático.

La EBA, como parte de su funcionamiento y de su propia regulación, tiene que tener en cuenta que los modelos de negocio sean sostenibles y también la integración de factores ASG dentro de su ámbito de actuación, de forma que debería desarrollar un sistema de seguimiento para evaluar la materialidad de los riesgos ASG teniendo en cuenta el Acuerdo de París, tal y como recoge en el Plan de Acción. También debería desarrollar metodologías comunes para evaluar el efecto de diferentes escenarios económicos en la situación financiera de una institución, teniendo en cuenta los riesgos que puedan provenir de un desarrollo medioambiental adverso.

Mandatos. El paquete regulatorio CRR2/CRD5 incluye tres mandatos para la EBA en el área de las finanzas sostenibles.

- El primero de ellos para evaluar la potencial incorporación de los riesgos ASG en el proceso de evaluación supervisora realizado por las autoridades competentes (artículo 98(8) de CRD2). Para ello, forma parte de la evaluación de la EBA: i) el desarrollo de una definición uniforme de los riesgos ASG, ii) el desarrollo de un criterio para entender el impacto de los riesgos ASG en la estabilidad de las instituciones en el corto, medio y largo plazo, iii) los procesos realizados por las instituciones para identificar, evaluar y gestionar estos riesgos, y iv) los métodos de análisis y herramientas para evaluar el impacto de los riesgos ASG en las actividades de préstamos e intermediación financiera de las instituciones.
- El segundo mandato (artículo 449a de CRR2), requiere a las grandes instituciones que realizan emisiones en bolsa a reportar información sobre riesgos ASG, riesgos físicos y de transición al que se refiere el punto anterior. La EBA tiene que desarrollar los estándares técnicos para implementar los requisitos de divulgación de información incluidos en la Parte Octava de la CRR2 y especificará dicho reporte como parte de los estándares técnicos en Pilar 3.
- El tercer mandato (artículo 501c de CRR2) requiere a la EBA evaluar si estaría justificado un tratamiento prudencial específico a las exposiciones de activos o actividades asociadas con objetivos medioambientales o sociales, como parte de los requisitos de capital en Pilar 1.

Otras normas en las que la EBA está trabajando son la nueva regulación *Investment Firms Regulation* (IFR) y la directiva *Investment Firms Directive* (IFD) que contienen mandatos similares a los de CRR2/CRD5 en cuanto a riesgos ASG. También ha trabajado en la Acción 10 del Plan de Acción de la Comisión Europea, sobre la adopción de una gobernanza corporativa sostenible y atenuando el corto plazo en los mercados de capitales. Esto último se refiere a que las posibles presiones cortoplacistas por parte de los mercados

de capitales puedan suponer un problema en la toma de decisiones de las empresas a la hora de hacer frente a riesgos de largo plazo, como son los relacionados con el cambio climático. La EBA, publicó el informe que responde a esta acción particular en diciembre de 2019 (véase EBA (2019b)).

Calendario. El trabajo planteado por la EBA se realizará en un horizonte temporal hasta el año 2025, en concreto:

- En el *área de estrategia y gestión de riesgos* se trabajará a lo largo de 2020 y 2021. Esto incluye el borrador de guías sobre concesión y seguimiento de préstamos, donde se han incluido referencias a factores ASG. También el informe para dar cumplimiento al artículo 98(8) de la CRD5, sobre el desarrollo de definiciones de riesgos ASG, desarrollo de métodos para entender su impacto en las entidades, estrategias para ser implementadas por las instituciones para su evaluación y gestión y su potencial inclusión en la revisión supervisora. Esto último podría dar lugar, más adelante a guías para las instituciones y supervisores.
- En cuanto a *identificación de métricas clave (cualitativas y cuantitativas) y divulgación*, será una parte clave del trabajo de la EBA. Se está desarrollando estándares técnicos para implementar los requisitos de información incluidos en la Parte Octava de la CRR, incluidos los relacionados con ASG. Esto se basará en lo ya existente como el suplemento a las guías sobre información no financiera sobre divulgación de información climática, la taxonomía europea y el *FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD).
- Las *pruebas de resistencia y análisis de escenarios* es otra de las áreas donde la EBA debe desarrollar metodologías comunes para evaluar el efecto de escenarios económicos en la posición financiera de las instituciones, teniendo en cuenta los riesgos procedentes de desarrollos medioambientales adversos, y el impacto de los riesgos de transición procedentes de cambios en políticas ambientales. En particular, la EBA también tiene el mandato (artículo 98 CRD5) de desarrollar criterios cualitativos y cuantitativos, como pruebas de resistencia y análisis de escenarios para la evaluación de los riesgos ASG bajo escenarios con diferentes severidades, tanto para riesgos físicos como de transición. En el corto plazo, se va a realizar un análisis de sensibilidad para riesgos climáticos en la segunda mitad de 2020 para un grupo de bancos voluntarios y centrado en riesgos de transición con un horizonte de tiempo más largo.
- La EBA también tiene que evaluar si el *tratamiento prudencial diferenciado relacionado con actividades o activos asociados con objetivos ambientales o sociales* estaría justificado (mandato del artículo 501c de CRR2). Dado la complejidad y potencial impacto de este trabajo se van a realizar dos fases de trabajo, en primer lugar, se publicará un papel de discusión que se tendrá en cuenta en el informe final cuyo plazo es junio de 2025.

Por último, los factores ASG pueden afectar al modelo de negocio de las instituciones y las potenciales consecuencias del cambio climático, tanto a través de los riesgos físicos

como de transición, suponen nuevos retos para la gestión de riesgos y el proceso de supervisión. Para hacer frente, el Plan de Acción de la EBA también recoge sus **expectativas respecto a las entidades**, que tendrán que considerar poner en marcha actuaciones en tres áreas concretas:

- 1) **Estrategias y gestión del riesgo.** La EBA anima a las instituciones a actuar proactivamente e incorporar las consideraciones ASG en su estrategia de negocio y gestión de riesgos. Así mismo se alienta a integrar los riesgos ASG en sus planes de negocio, gestión del riesgo, marco de control interno y procesos de toma de decisiones, a través de la identificación de métricas clave, asociadas a objetivos de balance, y acuerdos de gobernanza.
- 2) **Divulgación.** Actualmente, existen un número referencias relevantes en este tema, como son las *Guidelines on non-financial reporting: supplement on reporting climate-related information*, consistentes con la *Non-Financial Reporting Directive*, y la taxonomía de la UE. En particular, la EBA anima a las entidades a continuar su trabajo en cuanto a divulgación siguiendo dicha Directiva, así como la participación en otras iniciativas. También se alienta a la identificación de algunas métricas simples que aporten transparencia sobre el proceso de integración de los riesgos de cambio climático sus objetivos empresariales, estrategias, procesos de toma de decisiones y gestión del riesgo.
- 3) **Análisis de escenarios y pruebas de resistencia.** La EBA anima a las instituciones a adoptar escenarios de cambio climático y a usar análisis de escenarios como una herramienta de análisis para conocer el alcance de las exposiciones afectadas por la potencial magnitud de los riesgos físicos y de transición.

REFERENCIAS

- BCE (2018). ECB Banking Supervision - Risk Assessment for 2019. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ra/ssm.ra2019.en.pdf>
- BCE (2019). ECB Banking Supervision - Risk Assessment for 2020. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/ra/html/ssm.ra2020~a9164196cc.en.html#toc2>
- BCE (2020a). Annual Report 2019.
- BCE (2020b). Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure. November 2020.
- Carney, M. (2015). Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability. Bank of England. Speech at Lloyd's of London. 29 September 2015.
- González, C. I. y S. Núñez (2020). "Cambio climático y sistema financiero: una necesaria mirada al futuro". Papeles de Economía Española, n°163, pp. 130 – 145.
- EBA (2019a). Action Plan on Sustainable Finance. December 2019.
- EBA (2019b). EBA report on undue short-term pressure from the financial sector on corporations. December 2019.
- NGFS (2019a). First Comprehensive Report. A Call for action. April 2019.

- NGFS (2019b). Macroeconomic and Financial Stability. Implications of Climate Change. Technical supplement to the First NGFS Comprehensive Report. July 2019.
- NGFS (2019c). A Sustainable and Responsible Investment Guide for Central Banks' Portfolio Management. October 2019.
- NGFS (2020a). Guide for Supervisors: integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision. May 2020.
- NGFS (2020b). Status report on financial institutions' practices with respect to risk differential between green, non-green and brown financial assets and a potential risk differential. May 2020.
- NGFS (2020c). NGFS climate scenarios for central banks and supervisors. June 2020.
- NGFS (2020d). Guide to climate scenario analysis for central banks and supervisors. June 2020.
- NGFS (2020e). Climate change and monetary policy: initial takeaways. June 2020.
- NGFS (2020f). The macroeconomic and financial stability impacts of climate change: research priorities. June 2020.
- NGFS (2020g). Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions. September 2020.

2.3. LOS REGULADORES Y SUPERVISORES

2.3.2. *PUNTO DE VISTA DEL SUPERVISOR DEL MERCADO DE VALORES*

TERESA RODRÍGUEZ ARIAS

*Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO
y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA*

RESUMEN

Este artículo describe el papel y las actividades desarrolladas por la Comisión Nacional de los Mercados de Valores como supervisor de los mercados de valores en el ámbito de sus competencias: supervisión de la información no financiera publicada en el informe de gestión por la empresas obligadas, autorización y registro de instituciones de inversión colectiva “sostenibles”, propuestas de adaptación de ciertas recomendaciones del código de buen gobierno para mejorar la transparencia de la información sobre sostenibilidad, inserción en la página web de una sección específica dedicada a la sostenibilidad financiera, su labor en el ámbito internacional como miembro de ESMA e IOSCO y las distintas medidas internas adoptadas en su sede, incluida la creación de un comité específico dedicado a las finanzas sostenibles. La segunda parte del artículo describe el papel jugado por ESMA en el desarrollo e implementación del Plan de Acción de la Comisión Europea: los estudios y propuestas realizadas para integrar los factores de sostenibilidad en MiFID II, UCITS y AIFMD; la reforma de sus Directrices sobre Agencias de Calificación Crediticia; la creación de un grupo de sostenibilidad dedicado exclusivamente a la coordinación de los distintos grupos y comités permanentes de ESMA y de sus miembros que, entre otras tareas, ha centralizado la redacción de un Informe sobre presiones cortoplacistas en los mercados; las propuestas y la asunción del liderazgo de un grupo de trabajo del Comité Mixto para desarrollar las normas técnicas de regulación del Reglamento 2019/2088 de

divulgación de información no financiera y del Reglamento 2020/852 de la Taxonomía; así como diversas tareas para garantizar la armonización de la información no financiera en la UE y normas contables.

SUPERVISOR DEL MERCADO DE VALORES: LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)

Entre los cometidos de la CNMV está el prestar atención a las nuevas tendencias y prácticas que se desarrollan en los mercados, por ello y ante la creciente atención y presencia de la sostenibilidad en el sector financiero, la CNMV incluyó la sostenibilidad como un punto de especial atención dentro de sus **Líneas Estratégicas para el período 2019-2020**, haciéndose eco de la importancia y el relieve que en el entorno europeo han tomado los factores ambientales sociales y de gobernanza tras la publicación del Plan de Acción de la Comisión Europea (CE) para financiar un crecimiento sostenible (en adelante, Plan de Acción).

La CNMV ya reconocía, en su **Plan de Actividades 2019**, que para que un mercado resulte atractivo debe ser capaz de adaptarse con rapidez a las nuevas tendencias. Por ello, la CNMV, comprometida con el fomento de la competitividad y el fortalecimiento del mercado español, está trabajando, en el ámbito de sus competencias, para favorecer el desarrollo de las mejores prácticas en materia de responsabilidad social empresarial y gobierno corporativo y las evaluaciones de riesgos de sostenibilidad a más largo plazo.

En el Plan de Actividades 2020 se destaca también la relevancia que ha adquirido todo lo relacionado con la sostenibilidad como forma de creación de valor a corto y largo plazo y cómo esta afecta a todos los participantes en los mercados: a los inversores, que demandan de forma creciente información de calidad sobre aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza, a los emisores de valores que ya publican información sobre sostenibilidad en sus informes de gestión y a los intermediarios, en sus diferentes funciones de intermediación en los mercados. En el Plan de Actividades 2020, se subraya la función que la CNMV debe cumplir en este entorno como entidad supervisora, que es la de velar y contribuir decisivamente a que los inversores puedan acceder a esta información y a que esta sea clara, suficiente y de calidad, todo ello en un contexto en el que está surgiendo un nuevo marco normativo europeo que implementa los distintos puntos del Plan de Acción.

Continuando con estos esfuerzos y, sin perjuicio de que se lleven a cabo actuaciones concretas adicionales, la nueva presidencia de la CNMV ha señalado la sostenibilidad como uno de los ejes principales de la actividad de la institución en los próximos años.

A continuación se describen la principales líneas de actuación que hasta ahora viene desarrollando la CNMV en el ámbito de las finanzas sostenibles: la supervisión de la información no financiera publicada por ciertas empresas en su informe de gestión, la actualización del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2015, la autorización, registro y supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) sostenibles, el trabajo realizado en el entorno internacional, la nueva sección de la página web de

la institución sobre finanzas sostenibles y otras actividades llevadas a cabo en el ámbito interno de la propia CNMV.

SUPERVISIÓN DE LOS ESTADOS DE INFORMACIÓN NO FINANCIERA: NORMATIVA APLICABLE Y LABOR SUPERVISORA DE LA CNMV

NORMATIVA APLICABLE

El **Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores**¹, en su artículo 122.2 encomienda a la CNMV la comprobación de que la información periódica regulada se haya elaborado de conformidad con la normativa aplicable.

El marco jurídico que regula la obligación de publicar información no financiera, su contenido y el ámbito de aplicación subjetivo se encuentra disperso en varias normas, entre las que hay que mencionar, en primer lugar, la **Directiva 2014/95/UE de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos**² (Directiva de información no financiera, en adelante), que responde a la necesidad de aumentar la transparencia de la información social y medioambiental facilitada por las empresas de todos los sectores de forma detallada y similar en todos los Estados miembros.

La Directiva de información no financiera establece la obligación para algunas grandes empresas de preparar un estado no financiero que contenga información relativa a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, con el fin de mejorar la coherencia y la comparabilidad de la información no financiera divulgada en la Unión Europea. El estado de información no financiera debe incluir una descripción de las políticas, resultados y riesgos vinculados a esas cuestiones y formará parte del informe de gestión de la empresa de que se trate. El estado no financiero debe asimismo incluir información sobre los procedimientos de diligencia debida aplicados por la empresa, también en relación con sus cadenas de suministro y subcontratación, cuando sea pertinente y proporcionado, con el fin de detectar, prevenir y atenuar los efectos adversos existentes y potenciales.

En relación con las cuestiones medioambientales, dispone esta Directiva que el estado de información no financiera incluirá información detallada sobre los efectos actuales y previsibles de las actividades de la empresa en el medio ambiente y, en su caso, la salud y la seguridad, el uso de energía renovable y/o no renovable, las emisiones de gases de efecto invernadero, el consumo de agua y la contaminación atmosférica. Por lo que respecta a las cuestiones sociales y relativas al personal, la información facilitada en el estado

¹ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores .

² 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.

puede hacer referencia a las medidas adoptadas para garantizar la igualdad de género, la aplicación de convenios fundamentales de la Organización Internacional del Trabajo, las condiciones de trabajo, el diálogo social, el respeto del derecho de los trabajadores a ser informados y consultados, el respeto de los derechos sindicales, la salud y seguridad en el lugar de trabajo, el diálogo con las comunidades locales, y/o las medidas adoptadas para garantizar la protección y el desarrollo de esas comunidades. En lo referente a los derechos humanos, a la lucha contra la corrupción y al soborno, el estado no financiero podría incluir información sobre la prevención de las violaciones de los derechos humanos y/o sobre los instrumentos existentes para luchar contra la corrupción y el soborno.

Además, las empresas sujetas a la Directiva deben facilitar información adecuada sobre aquellos aspectos respecto de los que existen más probabilidades de que se materialicen los principales riesgos de efectos graves, junto con los aspectos respecto de los que dichos riesgos ya se han materializado.

En materia de diversidad, la Directiva obliga a algunas grandes empresas a divulgar, como parte de la declaración sobre gobernanza empresarial, las políticas de diversidad que aplican a sus órganos de administración, dirección y supervisión con respecto a cuestiones como, por ejemplo, la edad, el género o la formación y experiencia profesionales. En caso de no contar con una política de diversidad, la declaración sobre gobernanza empresarial ha de explicar claramente el motivo por el que no se ha desarrollado dicha política.

La CE publicó en 2017 las **Directrices sobre la presentación de informes no financieros**, con la finalidad de ayudar a las sociedades obligadas a presentar información no financiera para que esta sea pertinente, útil, coherente, comparable y que proporcione transparencia a las partes interesadas. Estas Directrices no tienen carácter vinculante, es decir, no crean nuevas obligaciones jurídicas.

En junio de 2019, la Comisión complementó estas Directrices mediante el **Suplemento sobre la información relacionada con el clima** que, al igual que las Directrices de 2017, contienen recomendaciones no vinculantes, esta vez con el objeto de que las empresas obligadas preparen su información no financiera relacionada con el clima. Una importante novedad de este Suplemento es la explicación detallada que ofrece sobre el principio de doble materialidad (“significatividad”, según el tenor literal del Suplemento) según el cual las empresas informarían no solo sobre cómo el clima incide en los resultados, evolución y situación de la empresa (materialidad financiera), sino que también han de informar sobre cómo su actividad incide en el clima y la sociedad (materialidad medioambiental y social). El Suplemento integra las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información Financiera relacionada con el Clima (TCFD³, por sus siglas en inglés), creado por el Consejo de Estabilidad Financiera del G-20 y que permite la preparación de información no financiera conforme al principio de materialidad financiera. Se sigue otorgando gran margen de libertad a las empresas que hagan uso de este Suplemento a la hora de elegir las recomendaciones, principios y normas existentes en distintos marcos normativos.

³ Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

La Directiva sobre información no financiera se traspuso a nuestro ordenamiento jurídico mediante el **Real Decreto-ley 18/2017**⁴ y, posteriormente, mediante la **Ley 11/2018 de 28 de diciembre**⁵ que vino a reforzar determinadas obligaciones relativas a la publicación de información no financiera y de diversidad que la CNMV debe supervisar.

El **Reglamento de la Taxonomía**⁶, a su vez, incluye ciertas modificaciones respecto de la información no financiera: así, el artículo 8 dispone que las empresas obligadas a publicar información no financiera conforme a lo dispuesto en la Directiva 2013/34/EU tendrán que informar sobre cómo y en qué medida sus actividades están vinculadas a las actividades económicas consideradas sostenibles desde un punto de vista medioambiental de acuerdo con el propio Reglamento de la Taxonomía. La CE sometió a consulta pública un acto delegado el 20 de noviembre de 2020, que especifica las normas de contenido y presentación de la información que debe publicarse, incluida la metodología; se espera que la publicación del acto delegado definitivo en el Diario Oficial de la Unión Europea tenga lugar a principios de 2021. Por otro lado, ESMA, como se explica en el caso de estudio, sometió así mismo a consulta pública en noviembre de 2020 ciertas recomendaciones técnicas sobre diversos aspectos del artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía en respuesta a un mandato recibido de la CE en septiembre de 2020; ESMA ha anunciado que, una vez analizadas e integradas las respuestas como mejor convenga en su documento, remitirá las recomendaciones técnicas a la Comisión en febrero de 2021.

Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas de la CNMV

Aparte de esta normativa, es preciso recordar que la CNMV en su **Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas de 2015** ya incluía ciertas recomendaciones relativas a la sostenibilidad, en concreto:

- La recomendación 54 que sugiere que la política de responsabilidad social corporativa incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en relación con los distintos grupos de interés e identifique, entre otros, la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, el medio ambiente y las cuestiones sociales.
- Por su parte la recomendación 55 propone que la sociedad informe, en un documento separado o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la

⁴ Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

⁵ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

⁶ 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.

responsabilidad social corporativa, utilizando para ello alguna de las metodologías aceptadas internacionalmente.

Tras más de cuatro años de vigencia del Código de 2015, se puso de manifiesto la conveniencia de modificar algunas de sus recomendaciones para adaptarlas a los cambios legales producidos, dotarlas de mayor concreción o claridad o actualizar la terminología utilizada. Por ello, en enero de 2020, la CNMV sometió a consulta pública la **modificación parcial de su código de buen gobierno para las sociedades cotizadas**.

En lo que se refiere concretamente a la sostenibilidad, en la propuesta de reforma parcial, la CNMV recomendaba que la política de comunicación de las empresas cotizadas integrase la sostenibilidad (recomendación 4), que la supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas de la sociedad en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, así como de los códigos internos de conducta, se atribuyese a una comisión del consejo de administración o se repartiese entre la comisión de auditoría, la de nombramientos, una comisión especializada en sostenibilidad o responsabilidad social corporativa u otra comisión especializada (recomendación 54) y, por último, en relación con la política medioambiental y social (recomendación 55), se proponía que esta incluyese los principios o compromisos asumidos por la empresa y que, en relación con los distintos grupos de interés, se identificasen, como mínimo, los siguientes aspectos:

- a) los objetivos de la política y la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, el medio ambiente y las cuestiones sociales,
- b) las prácticas concretas en cuestiones relacionadas con accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de conductas ilegales,
- c) los métodos o sistemas de seguimiento de los resultados de la aplicación de las prácticas concretas señaladas en el apartado anterior, los riesgos asociados y su gestión,
- d) los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial,
- e) los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés y
- f) las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.

Finalizado el plazo de consulta y tras la publicación de las respuestas recibidas que no revestían carácter confidencial, la CNMV abordó la reforma del Código, cuya versión última se publicó en junio de 2020. Los aspectos más destacados de esta reforma, en materia de sostenibilidad, son los avances en las recomendaciones sobre diversidad de género, riesgos no financieros e información no financiera.

Por lo que se refiere a la **diversidad de género**, se fomenta la presencia de mujeres en el consejo de administración y así, en la recomendación número 14, se sugiere que

el consejo adopte una política que favorezca la existencia de un número significativo de mujeres en cargos de alta dirección. Además, la recomendación 15 establece que las consejeras deberían representar al menos el 40% de la composición del total de miembros del consejo no más tarde de 2022.

Respecto de los **riesgos no financieros**, la recomendación 39 exige que los conocimientos y experiencia sobre gestión de riesgos financieros y no financieros (aparte de los de contabilidad y auditoría) se tengan en cuenta para el nombramiento de los miembros de la comisión de auditoría. La recomendación 42 establece que una de las funciones de la comisión de auditoría será la de supervisar y evaluar el proceso de elaboración y la integridad de la información financiera y no financiera así como los sistemas de control y gestión de riesgos financieros y no financieros relativos a la sociedad y, en su caso, al grupo (incluyendo los operativos, tecnológicos, legales, sociales, medioambientales, políticos y reputacionales o relacionados con la corrupción), además también será responsable de establecer y supervisar un mecanismo que permita a los empleados y otros grupos de interés relacionados con la empresa (consejeros, accionistas, proveedores, contratistas o subcontratistas) comunicar, de forma confidencial y anónima y con el respeto debido a sus derechos y a los del denunciado, las irregularidades financieras y contables o de cualquier otra índole, relacionadas con la compañía o su grupo. Por último, la recomendación 45 dispone, entre otros asuntos, que la política de control y gestión de riesgos identifique o determine, al menos, los distintos tipos de riesgo, financieros y no financieros (operativos, tecnológicos, legales, sociales, medioambientales, políticos y reputacionales, incluidos los relacionados con la corrupción) a los que se enfrenta la sociedad.

En lo concerniente a la **sostenibilidad**, la recomendación 53 involucra directamente al consejo de administración en la supervisión del cumplimiento de las políticas y reglas de la sociedad en materia medioambiental, social y de gobierno corporativo, así como de los códigos internos de conducta y dispone que esta función se atribuya a una o se reparta entre varias comisiones del consejo de administración, que podrán ser la comisión de auditoría, la de nombramientos, una comisión especializada en sostenibilidad o responsabilidad social corporativa u otra comisión especializada que el consejo de administración, en el ejercicio de sus facultades de autoorganización, haya decidido crear. Además especifica esta recomendación que la composición de dicha comisión o comisiones estará integrada únicamente por consejeros no ejecutivos, siendo la mayoría independientes y tendrá específicamente las funciones mínimas que se indican en la recomendación 54.

La recomendación 54, por su parte, establece que dichas funciones mínimas son las siguientes:

- a) La supervisión del cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo y de los códigos internos de conducta de la empresa, velando asimismo por que la cultura corporativa esté alineada con su propósito y valores.
- b) La supervisión de la aplicación de la política general relativa a la comunicación de información económico-financiera, no financiera y corporativa, así como a la co-

municación con accionistas e inversores, asesores de voto y otros grupos de interés. Asimismo se hará seguimiento del modo en que la entidad se comunica y relaciona con los pequeños y medianos accionistas.

- c) La evaluación y revisión periódica del sistema de gobierno corporativo y de la política en materia medioambiental y social de la sociedad, con el fin de que cumplan su misión de promover el interés social y tengan en cuenta, según corresponda, los legítimos intereses de los restantes grupos de interés.
- d) La supervisión de las prácticas de la sociedad en materia medioambiental y social con el objeto de que se ajusten a la estrategia y política fijadas.
- e) La supervisión y evaluación de los procesos de relación con los distintos grupos de interés.

Por último, la recomendación 55 enumera una serie de cuestiones que han de ser objeto, con carácter mínimo, de las políticas de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales y que son las siguientes:

- a) Los principios, compromisos, objetivos y estrategia en lo relativo a accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de la corrupción y otras conductas ilegales.
- b) Los métodos o sistemas para el seguimiento del cumplimiento de las políticas, de los riesgos asociados y de su gestión.
- c) Los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, incluido el relacionado con aspectos éticos y de conducta empresarial.
- d) Los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés.
- e) Las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.

EJERCICIO DE LA COMPETENCIA DE SUPERVISIÓN DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA POR PARTE DE LA CNMV

La CNMV supervisa los estados de información financiera contenidos en el informe de gestión (o en su caso, en un informe separado) que las grandes empresas cotizadas elaboran desde 2017. Cada año, la CNMV publica el Informe sobre la supervisión por la CNMV de los informes financieros anuales y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente que pone a disposición del público en su página web⁷.

En su **Informe sobre la supervisión de los Informes financieros anuales y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente correspondiente al ejercicio 2017**, la CNMV dedicó un análisis especial a la revisión del estado de información no financiera. En este se

⁷ [Informe de la CNMV sobre la supervisión de las cuentas anuales.](#)

detallaban las principales conclusiones obtenidas del análisis de la información publicada, que se mencionan a continuación:

- En general, los emisores obligados a incluir información no financiera en sus informes de gestión de 2017 (52 entidades en sus cuentas individuales de 2017 y 95 entidades en las consolidadas), habían cumplido con su obligación en mayor o menor medida, si bien gran parte de ellos incluía información genérica.
- La mayor parte, en torno a un 93%, había presentado esta información dentro de su informe de gestión, y el resto, en un informe separado.
- La información no financiera desglosada no siempre se presentaba adecuadamente identificada.
- En cuanto al marco o marcos de referencia adoptados, en algunos casos no se indicaba o no se identificaba con claridad. Por otra parte, algunas entidades manifestaban haber adoptado un marco de referencia (por ejemplo, la Iniciativa Mundial de Presentación de memorias de sostenibilidad del Global Reporting Initiative “GRI Standards”), pero no aportaban toda la información que este contempla.
- La CNMV tuvo que remitir requerimientos a varios emisores y realizó recomendaciones para que otros mejorasen su estado de información no financiera a partir del ejercicio 2018. Entre los aspectos más mencionados en dichas recomendaciones cabe destacar los siguientes:
 1. la incorporación por referencia de un informe separado al informe de gestión en el que se incluya información no financiera;
 2. la identificación de la información no financiera de forma expresa dentro del informe de gestión;
 3. la necesidad de completar las políticas sobre las diferentes materias con sus resultados, riesgos e indicadores clave de resultados no financieros;
 4. la explicación clara y motivada en el caso de que no se aplique ninguna política en alguna de las materias;
 5. y el seguimiento específico de las Directrices de la CE sobre información no financiera de 2017.
- Solo un 10% de los emisores que presentaron la información no financiera incluyeron informes de verificación del auditor de mayor alcance al publicar sus cuentas anuales, si bien algunos otros los presentaron al publicar, con posterioridad, un informe de sostenibilidad o de responsabilidad social corporativa con información financiera más completa. En general, estos informes se han llevado a cabo de acuerdo con la norma NIEA 3000 *Encargos de Aseguramiento distintos de la Auditoría y de la revisión de Información Financiera Histórica* y se refieren principalmente a la adaptación a los estándares de elaboración de informes de sostenibilidad de Global Reporting Initiative (GRI). En algún caso se refieren a si la información no financiera se ha preparado de acuerdo

con lo establecido en el Real Decreto-Ley 18/2017. Por otra parte, algunas entidades presentaron un certificado AENOR de verificación de la memoria de sostenibilidad.

El **Informe correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2018** se publicó en marzo de 2020 y en su Capítulo VI incluye un apartado dedicado exclusivamente al estado de información no financiera (EINF), que se estableció como una de las prioridades de supervisión del ejercicio 2018 por ESMA y la CNMV.

La supervisión del EINF muestra una clara mejora respecto de los informes de 2017, no obstante, se han identificado determinados aspectos que la CNMV considera cabría mejorar. Entre ellos, se puede destacar:

Materialidad

ESMA y la CNMV explican que el objetivo general de los desgloses en el EINF es informar sobre los aspectos no financieros en aquello que sea necesario para la adecuada comprensión de la situación, el rendimiento y la evolución de la empresa o grupo, o el impacto de su actividad sobre el entorno.

Para ello, el concepto de materialidad debe basarse en uno doble, que tenga en cuenta:

- el efecto de las cuestiones no financieras sobre la entidad y
- el efecto de la entidad sobre el entorno.

Es decir, se trata de informar sobre la repercusión de la empresa o el grupo en el medioambiente y el cambio climático. En este sentido, las entidades deben detallar:

- cómo han determinado dicha materialidad, justificando los criterios aplicados y la metodología empleada;
- cómo se ha tenido en cuenta en este análisis la identificación de los principales *stakeholders*, o grupos de interés, de la entidad o grupo; cómo contribuyen estos a la cadena de valor, en qué punto de ella intervienen y cuáles son sus necesidades de información; el horizonte temporal contemplado, teniendo en cuenta que la CE considera que debe ser a largo plazo; y la severidad y probabilidad de las consecuencias que pudieran tener cada aspecto financiero y no financiero.

La CNMV recuerda que cuando los emisores omitan información, deben justificar las razones por las que no la consideran significativa.

Características y presentación de la información del EINF

La información a suministrar debería ser **específica** de la entidad o su grupo, relevante y material en sus circunstancias concretas, considerando para ello las Directrices de la CE

de julio 2017. ESMA, asimismo, enfatiza la necesidad de que los desgloses suministrados sean **concisos**, evitando desgloses inmateriales que acaben distorsionando u ocultando la información relevante.

ESMA recuerda la importancia de la **neutralidad de la información** y de no centrarse, solamente, en los aspectos positivos. No obstante, cuando, en circunstancias excepcionales, la entidad pueda acreditar que determinados desgloses resultarían seriamente perjudiciales para el emisor o su posición comercial o competitiva cabe hacer ciertas matizaciones, pero debería suministrar, en todo caso, aquella información que sea necesaria para permitir a los usuarios una comprensión equilibrada y fiel de la situación, el rendimiento y la evolución del emisor o su grupo y del impacto de su actividad. A este respecto, tal y como las propias Directrices de la CE de 2017 recomiendan, cabe, en estas situaciones, suministrar información relevante de una manera más agrupada y menos detallada, pero siempre que sea útil para los inversores y el resto de grupos de interés relevantes.

ESMA considera que es una buena práctica incluir en el EINF una **tabla de equivalencias** entre los diferentes requisitos normativos, los desgloses suministrados y los estándares y marcos de referencia utilizados. La CNMV ya venía recomendando esta práctica desde el año anterior.

En 2018 el 91 % de los emisores obligados a enviar el EINF incluyeron un cuadro resumen de contenidos. En la mayoría de los casos, desglosaban una tabla de referencia que indicaba en qué parte del informe de gestión o del EINF se daba respuesta a cada uno de los requisitos de la Ley 11/2018, señalando también qué marco de referencia o indicador específico se utilizó en cada elemento concreto. Esta tabla es importante, sobre todo en aquellas entidades que se han inclinado por un enfoque más integrado del resto del informe de gestión con la información no financiera, dado el diferente alcance de la opinión del auditor de cuentas y que la revisión del verificador independiente solamente se refiere a la información no financiera exigida por la Ley 11/2018.

No obstante, la CNMV considera que los emisores deberían mejorar la calidad y homogeneidad de las tablas con la información proporcionada en el texto del EINF, especificando de forma clara dónde se localiza cada uno de los requisitos de la ley, qué indicador o marco de referencia concreto se ha utilizado en cada caso (no incluyendo, por ejemplo, referencias a indicadores que no se aplican) y detallando las omisiones de la Ley 11/2018, que deberán quedar adecuadamente justificadas atendiendo a la materialidad.

En línea con la prioridad de ESMA fijada para el ejercicio anterior, cabe recordar que se deben explicar adecuadamente los **motivos por los que se ha decidido no establecer algunas de las políticas no financieras**.

Igualmente, aunque no se hayan establecido políticas para alguna de las cuestiones, los emisores deben suministrar información sobre el resto de aspectos relevantes, como el desglose de los **riesgos** asociados a dichas materias no financieras. En algunos casos, los informes no han señalado los riesgos asociados a determinadas políticas y objetivos y, aunque se mencionaban algunas de las primeras, no se daba suficiente detalle. En ocasio-

nes no se desglosaban los procedimientos internos de diligencia debida para identificar, evaluar, prevenir, atenuar y controlar los riesgos y, sin que se cuantificaran los objetivos establecidos, se desglosaban indicadores o resultados que, en ciertos casos, cuando no eran positivos no explicaban las medidas adoptadas para mejorarlos.

En general, se considera de utilidad aportar **información comparativa** que ayude a los usuarios a ver la tendencia y evolución de todos los aspectos recogidos en el EINF (sobre políticas, riesgos, objetivos, etc.).

Finalmente, se recomienda una **mayor interrelación y coherencia interna**, entre el modelo de negocio, las políticas y los objetivos establecidos en cada ámbito, los resultados obtenidos, los riesgos y los indicadores fijados para su seguimiento y evaluación.

Perímetro del EINF

El enfoque de materialidad exige que los emisores incluyan información no financiera que abarque y comprenda **todas las actividades** desarrolladas por el 100% de sus filiales que se hubieran incluido en el perímetro de consolidación.

En este sentido, la CNMV recomienda que se mejore la información sobre el perímetro del EINF, que debe ser **coherente** con el de las distintas políticas y de los indicadores clave de resultados.

La CNMV recuerda que deberían explicarse las **variaciones** en el perímetro en cada ejercicio e informar de si se incluyen o no actividades más allá del grupo, como podría suceder con las cadenas de suministro. En el caso de existir, se considera recomendable que se indiquen los acuerdos conjuntos y las empresas asociadas que pudieran tener una repercusión significativa en cuestiones del EINF (por ejemplo, en relación con la información sobre derechos humanos).

En ocasiones, los emisores hacían referencia a que habían obtenido certificaciones externas o informes sobre algunos datos (como la huella de carbono), pero no se indicaba el alcance de la certificación obtenida (si se refería al grupo o a determinadas filiales o a la actividad en países concretos) o el periodo que abarcaba (si cubría todo el año o no).

En cuanto al **marco de referencia**, ESMA recuerda que es necesario especificar el marco o marcos aplicados, si el grado de aplicación es total o parcial y si se trata de marcos de referencia nacionales, europeos o internacionales, debiendo ser ampliamente aceptados y de gran calidad. En este sentido, la ley española señala la necesidad de basarse en uno o varios marcos de referencia, sin que se exija una adopción plena, y las propias Directrices de la CE mencionan la posibilidad de adopción plena o parcial.

En 2018, se observó una cierta mejora en su identificación. El 97% de los emisores españoles obligados a presentar un EINF identificaban el marco. De ellos, el marco de referencia más utilizado fue el de *Global Reporting Initiative* (GRI), por el 98%. No obstante, el GRI permite tres grados de aplicación: la opción «exhaustiva» (14%), la opción «básica» o esencial (18%) y la opción «GRI seleccionados» o «a la carta», con aquellos estándares e indicadores que el emisor hubiera decidido seleccionar (66%). Un 2% de los que utilizaron el GRI no indicaron la opción seguida.

En relación con los marcos, la CNMV recomienda no solo identificar los utilizados, sino, en particular, qué marco se ha aplicado en el desglose de cada elemento o indicador específico requerido en el propio texto del EINF, señalando los estándares concretos o los criterios de *reporting* utilizados, identificados en la tabla, para su mejor seguimiento (por ejemplo, el número de GRI en caso de seguir ese estándar).

Cabe recordar que **GRI**, aunque es un marco bastante completo, no permite dar una adecuada respuesta a todos los requisitos que exige la Ley 11/2018. GRI está más enfocado en el impacto de la empresa sobre el entorno social y medioambiental, pero tanto la Ley como la Directiva también piden que se explique el impacto del entorno social y medioambiental, incluido el del cambio climático, sobre la entidad. En este sentido se recomienda considerar las Directrices de la CE y, por lo que se refiere al cambio climático, las recomendaciones del TCFD. Las empresas deben tener en cuenta cómo cumplir adecuadamente, atendiendo a su actividad y entorno, con los desgloses exigidos por la Ley, para lo cual es probable que en ocasiones deban incluir desgloses adicionales y utilizar de manera complementaria otros marcos. Como se ha indicado, la CNMV remitió requerimientos a dos emisores y recomendaciones a diez emisores sobre este aspecto.

Con relación al uso de **indicadores clave del rendimiento** (*key performance indicators, KPI*) conviene resaltar que:

- ESMA recomienda que se expliquen las razones por las que los KPI desglosados se han identificado como relevantes para explicar los resultados de sus políticas.
- Puede ser útil, para informar adecuadamente sobre los KPI, tomar como referencia las Directrices de ESMA sobre Medidas Alternativas de Rendimiento.
- Deben incluirse KPI específicos de la propia entidad o grupo, si bien es positivo, en la medida de lo posible, que se utilicen también ciertos indicadores generalmente aceptados en su sector de actividad.
- Es importante que sean indicadores congruentes con los utilizados internamente en el control de gestión y en los sistemas internos de gestión de riesgos y con los parámetros empleados para establecer la remuneración variable de directivos y consejeros. También deben utilizarse sistemáticamente de un periodo a otro y, en su caso, explicar las razones por las que han cambiado.
- Los emisores deben mostrar el progreso efectuado en sus políticas no financieras por referencia a las cifras de KPI, no solo cuantificando sino también incluyendo explicaciones cualitativas. Es necesario que se exponga cómo han evolucionado los KPI, respecto de:

1. las cifras de ejercicios anteriores,
2. los posibles objetivos que la entidad, en su caso, hubiera establecido con anterioridad
3. y los *benchmarks* externos.

Para conseguir este objetivo se recomienda incluir cifras comparativas.

Asimismo, se considera de utilidad que se explique el perímetro de las actividades cubiertas por cada KPI, su definición y método de cálculo, así como los principales *inputs* utilizados y las fuentes.

La CNMV ha observado cierta falta de homogeneidad en el cálculo de los KPI por parte de los emisores y en las unidades en las que se reportan. Se hicieron recomendaciones por estos asuntos a 16 emisores.

Modelo de negocio

Se ha identificado que alrededor del 20% de los emisores en revisión sustantiva deberían mejorar la información acerca del modelo de negocio, explicando de forma clara sus objetivos y estrategias, cómo genera beneficios el emisor y su grupo, su interrelación con las cuestiones no financieras recogidas en el EINF y, especialmente, los principales factores y tendencias que podrían afectar a su evolución futura.

Para que la información sea útil para los usuarios, deben relacionarse los aspectos financieros y no financieros, reflejando cómo la entidad crea y conserva valor a largo plazo, no limitándose solo a la estructura y organización de la empresa y los mercados en los que opera.

También la CNMV incluye en el Informe una serie de sugerencias para mejorar la información sobre cuestiones medioambientales, cuestiones sociales y laborales, cuestiones relativas a la lucha contra la corrupción y el soborno, al respeto a los derechos humanos y finalmente a cuestiones referidas a la propia sociedad.

En el apartado de **cuestiones medioambientales**, se identifican los siguientes aspectos de mejora:

- a) Cuantificar con precisión los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero.
- b) Ampliar la información sobre las consecuencias financieras del cambio climático en sus actividades y estrategia. Por ello, el EINF debe incluir las evaluaciones de posibles escenarios.
- c) Mejorar la información sobre el ruido, la contaminación lumínica, el uso de energías renovables, los procedimientos de certificación ambiental y las medidas de mejora de la eficiencia del uso de los recursos.

Respecto de las **cuestiones sociales y laborales**, la CNMV destaca la falta de homogeneidad en los datos aportados sobre:

- la brecha salarial de los trabajadores, debido en parte a la escasa concreción normativa;
- la desconexión laboral del empleado, en la que destaca la falta de justificación sobre cómo se ha analizado el correspondiente riesgo o sobre si se considera como un asunto no material;

- la clasificación e identificación del número de empleados indicados en los indicadores (KPI). Estos datos deberían guardar relación con los utilizados para la gestión interna y con los facilitados en las cuentas anuales y otra información financiera.

Además, se recomienda ampliar la información sobre:

- los resultados de las políticas de flexibilidad horaria, retención y formación de los empleados;
- los riesgos a los que están expuestos los derechos humanos;
- y los grupos de interés como los proveedores, subcontratistas o franquiciados.

En el área de la información sobre la **lucha contra la corrupción y el soborno**, el supervisor considera que se precisa mayor concreción y detalle y estima necesario:

a) Ampliar la información sobre:

- las políticas y procedimientos de diligencia debida, para que no sean meros desgloses sobre referencias normativas,
 - los resultados de dichas políticas, de manera que permitan medir su eficacia
 - y la justificación de los motivos por los que determinados aspectos no se han considerado materiales.
- b) Requerir que los emisores expliquen cómo han modificado sus procedimientos de diligencia y el resto de medidas adoptadas para prevenir que se reproduzca, cuando haya habido algún caso de corrupción o soborno.
- c) Concretar con mayor precisión las contingencias y provisiones en las notas de las cuentas anuales.

Con referencia a las **cuestiones sobre el respeto a los derechos humanos**, en algunas entidades, esta área se consideró de bajo riesgo debido a los países en los que operaban y las políticas establecidas. Considera la CNMV, no obstante, que se debería ampliar el análisis de los riesgos a los que están expuestos e incluir a otros grupos de interés, como proveedores, franquiciados o subcontratistas.

En relación con la **información de la propia sociedad**, la CNMV recomienda ampliarla en los siguientes aspectos:

- a) Relaciones con proveedores y cadenas de subcontratación: la información debe aportarse con datos más precisos. En concreto, el Informe incide en la necesidad de mejorar la información sobre los procedimientos de diligencia debida y sistemas de supervisión y auditorías para verificar que los proveedores y cadenas de subcon-

tratación cumplen con los derechos humanos, con las medidas de seguridad, salud y medioambientales. Por otro lado, cuando el personal subcontratado sea muy significativo, la CNMV recomienda que esto se considere en la determinación de los KPI relacionados con la plantilla, se aporten las explicaciones necesarias y se mida el personal subcontratado respecto a la plantilla del emisor.

- b) Número y gestión de las reclamaciones de los consumidores y sobre los resultados de sus políticas.
- c) Datos fiscales relativos:
 - a los beneficios en cada país, indicando si son antes o después de impuestos, se trata de cifras individuales o consolidadas, se ha realizado algún ajuste en el ejercicio al que corresponden y si hay otra información necesaria para su comprensión;
 - al impuesto sobre beneficios, respecto del que la CNMV aclara que se refiere al impuesto vinculado a los beneficios generados como hecho imponible, sin agregar otros conceptos o exacciones de naturaleza y hecho imponible distintos que puedan confundir; también se indicará el ejercicio al que corresponde y los principales factores que sirven de ajustes fiscales para determinar las bases imponibles en cada país.

Otras cuestiones. El informe destaca otras cuestiones importantes que deberían tener en cuenta las empresas obligadas a publicar el EINF:

- a) El EINF debe contener toda la información necesaria sin que quepa justificar omisiones materiales por incluirla después el informe posterior voluntario.
- b) Las cuestiones incluidas en el EINF que supongan un riesgo para la entidad deberían unificarse para evitar repeticiones innecesarias y confusión en los lectores.
- c) Es importante recordar que la Ley 11/2018 exime de la obligación de elaborar el EINF si la entidad obligada tiene una dominante que publique a su vez su EINF e incluye a la filial o al subgrupo. Esto es independiente de que la dominante se encuentre en otro Estado miembro o fuera de la Unión Europea. Pero:
 - la filial deberá hacer referencia a esta circunstancia en su informe de gestión, incluyendo como contenido complementario la información que no está incluida en el EINF de su matriz
 - y deberá incorporar dónde puede consultarse el informe de la matriz.
- d) Si el EINF se publica como un informe separado, deberá hacerse referencia a ello en el informe de gestión y en el propio EINF.
- e) En relación con el informe del verificador, es relevante que, a falta de concreción normativa, el EINF recoja con claridad:

- los requisitos de competencia profesional,
- las circunstancias que comprometerían su independencia,
- el marco de referencia para llevar a cabo la revisión,
- el alcance o naturaleza de las pruebas realizadas
- y el tipo de conclusión que el verificador ha de emitir sobre el EINF.

La CNMV reconoce el esfuerzo realizado por las empresas y las apremia para que sigan en esa línea de mejora aplicando las recomendaciones indicadas.

AUTORIZACIÓN, REGISTRO Y SUPERVISIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC) SOSTENIBLES

La CNMV ha autorizado varios proyectos sostenibles en los últimos meses, particularmente en el ámbito de sus tareas de autorización y registro de entidades, en concreto hasta finales de diciembre de 2020, la CNMV ha registrado: 53 fondos de inversión socialmente responsables o éticos, 22 fondos de inversión solidarios, una SICAV ética y tres SICAV solidarias.

Las denominaciones “solidario”, “ético” o “ASG” (ambiental, social y de gobernanza) atribuidas a instituciones de inversión colectiva son calificaciones realizadas siguiendo los criterios establecidos por INVERCO en su Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC) del año 2014 que vino a sustituir a la anterior de 1999. Una vez que sea de aplicación efectiva el Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad (Reglamento de divulgación), estas IIC tendrán que adaptarse a la nueva normativa.

La CNMV ha registrado también otras instituciones de inversión con carácter sostenible como, por ejemplo, cuatro fondos de emprendimiento social europeo (FESE).

COLABORACIÓN CON OTROS SUPERVISORES Y REGULADORES NACIONALES

También en el ámbito nacional, la CNMV participa en un grupo informal de reguladores y supervisores nacionales en el que se integran el Banco de España, la Dirección General del Tesoro, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y la Oficina de Cambio Climático con el objetivo de cooperar e intercambiar conocimientos y experiencias en relación a las iniciativas financieras relacionadas con sostenibilidad.

La CNMV ha cooperado estrechamente con la Dirección General del Tesoro en la redacción de aquellos preceptos legales del Anteproyecto de Ley de Transición Energética y Cambio Climático que afectarán a sus tareas de supervisión. Estos preceptos incluyen, entre otras, obligaciones de divulgación del impacto financiero de los riesgos vinculados al cambio climático y a la transición energética de diversas entidades.

TRABAJO REALIZADO EN EL ENTORNO INTERNACIONAL: ESMA⁸, COMITÉ MIXTO DE AUTORIDADES EUROPEAS SUPERVISORAS E IOSCO

En el ámbito europeo, la CNMV ha presidido hasta diciembre de 2020 el *Corporate Reporting Standing Committee* y la *Coordination Network on Sustainability* de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en los que participa activamente. Así mismo, como miembro de ESMA, la CNMV participa en la redacción de las normas técnicas regulatorias que desarrollarán los Reglamentos de divulgación y Taxonomía, conforme a los mandatos otorgados por estas normas al Comité Mixto de Autoridades Europeas Supervisoras⁹ (en lo sucesivo, Comité Mixto).

En la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), la CNMV preside uno de los grupos de trabajo de la *Sustainable Finance Network*, compuesta por cuarenta reguladores y supervisores de los mercados financieros que recientemente ha realizado un estudio y análisis de las principales iniciativas nacionales e internacionales en el ámbito de las finanzas sostenibles llevadas a cabo tanto por el sector público como el privado en treinta y cinco jurisdicciones. Las principales conclusiones de dicho estudio se recogen en el informe *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*, publicado en abril de 2020. Entre dichas conclusiones, cabe destacar las siguientes: la existencia de una gran variedad de marcos y estándares para elaborar información sobre sostenibilidad, la falta de una taxonomía o de un conjunto de definiciones comunes para las actividades sostenibles y el fenómeno del *greenwashing* y otras cuestiones que afectan a la protección del inversor.

Para profundizar en estas cuestiones, IOSCO ha creado un nuevo grupo que comenzó a trabajar en primavera de 2020, la *Sustainability Task Force* (STF), en el que tres grupos distintos están haciendo un análisis pormenorizado de: la información sobre sostenibilidad que proporcionan los emisores, los gestores de activos y las agencias de calificación crediticia, las agencias de calificación ASG (*ESG rating agencies*) y otros proveedores de datos.

La CNMV copreside con el regulador del Reino Unido, la *Financial Conduct Authority* (FCA), el grupo que está analizando la información que proporcionan los emisores y que pretende, así mismo, impulsar la existencia de unas normas únicas que permitan que la información sea comparable y homogénea.

Para este fin y al objeto de evitar duplicidades o solapamientos en este escenario internacional en el que se multiplican los esfuerzos para establecer unas normas internacionales únicas, la STF mantiene contactos regulares con diversos organismos internacionales y *standard setters* que están desarrollando iniciativas similares. Entre estos organismos, cabe destacar: la *Network for Greening the Financial System* (NGFS), la *International Platform on Sustainable Finance* (IPSF), la *Alliance of Standard Setters* (compuesta por *Carbon Disclosure Project* –CDP–, *Climate Disclosures Standards Board* –CDSB–, GRI, *International Integrated*

⁸ Para mayor detalle sobre el trabajo desarrollado por ESMA en el que participa y al que contribuye de modo importante la CNMV, consúltese el caso de estudio sobre ESMA, al final de este apartado.

⁹ El Comité Mixto de Autoridades Europeas Supervisoras está formado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) y la propia ESMA.

Reporting Council –IIRC– y Sustainability Accounting Standards Board –SASB–), el Grupo Asesor Europeo sobre Información Financiera (EFRAG) y la Fundación de los International Financial Reporting Standards (IFRS).

Se espera que a lo largo de 2021 y 2022, la STF publique varios informes correspondientes al trabajo desarrollado por los tres grupos de trabajo (emisores, gestoras de activos y agencias de calificaciones crediticias, calificaciones ASG y otros proveedores de datos).

PÁGINA WEB: SECCIÓN SOBRE FINANZAS SOSTENIBLES¹⁰

En noviembre de 2019, la CNMV añadió en su página web una sección específica dedicada a las finanzas sostenibles con cuatro grandes apartados destinados a clarificar nociones y conceptos básicos, así como la labor que la CNMV desarrolla en el ámbito de las finanzas sostenibles, la normativa existente y otros enlaces de interés como pueden ser los de la CE, ESMA o IOSCO.

El objetivo de esta sección es dar a conocer y difundir los conceptos básicos de la sostenibilidad en el ámbito financiero y el papel que está desarrollando la propia CNMV en este ámbito, tanto en su papel como supervisor del mercado de valores en España como en los distintos organismos internacionales a los que pertenece.

Así mismo, en la sección de su página web sobre Educación Financiera, la CNMV publicó una infografía en el mes de diciembre de 2019 en la que explica qué son las finanzas sostenibles de una forma clara y sencilla.

Esta sección de la página web se actualiza de forma permanente al objeto de difundir las principales consultas sobre desarrollos legislativos y otras iniciativas que están teniendo lugar en el ámbito internacional, así como las propias actividades de la CNMV en este ámbito.

MEDIDAS INTERNAS DENTRO DE LA PROPIA CNMV

- **Comité interno de sostenibilidad.** En 2018, la CNMV estableció un comité interno de naturaleza transversal para abordar de forma conjunta y siguiendo unas directrices comunes todos los temas, dentro de su propio ámbito de competencias, relacionados con las finanzas sostenibles. En este comité están representados los departamentos de Relaciones Internacionales, Informes Corporativos, Registro, Autorización y Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva, Agencias de calificación crediticia, Estudios, Estrategia y Educación Financiera, es decir, todas las áreas que desarrollan actividades relacionadas con la sostenibilidad financiera. El objetivo es el de compartir información y establecer una línea de actuación homogénea, coherente y coordinada dentro de la CNMV.

¹⁰ Para más información sobre el contenido y objetivos de la sección sobre Finanzas Sostenibles de la página web de la CNMV, véase el apartado 5.4.1. Papel de la CNMV respecto de la información y formación sobre finanzas sostenibles.

- **Iniciativas sostenibles en el ámbito doméstico de la propia CNMV:** A lo largo de 2019 la CNMV desarrolló varias iniciativas en materia de responsabilidad social, algunas de las cuales se han prorrogado en 2020. En concreto, se han implementado medidas destinadas a reducir el impacto medioambiental de la CNMV, entre las que cabe destacar el incremento de los puntos de reciclaje en la sede con el fin de reducir el consumo de papel (incluso, en algunos departamentos se ha eliminado el uso de papel en el trabajo diario), la reducción del uso del plástico o la instalación de puntos de recarga para vehículos eléctricos en las oficinas de la CNMV en Madrid; y en materia de responsabilidad social, dentro del Programa de Educación Financiera, se ha fomentado la participación del personal de la CNMV en programas de voluntariado social y de campañas de educación financiera, entre ellas, algunas dirigidas a colectivos desfavorecidos y otras relacionadas con varias iniciativas educativas en centros escolares sobre sostenibilidad financiera.

CASO DE ESTUDIO: EL MANDATO DE ESMA EN LA REFORMA FINANCIERA SOSTENIBLE

ESMA, como supervisor europeo de valores y mercados cuyos objetivos son la protección al inversión y garantizar un mercado financiero estable y ordenado, cumple su función mediante el desarrollo de cuatro actividades fundamentales: a) la evaluación de riesgos para los inversores, los mercados y la estabilidad financiera; b) el establecimiento de un marco normativo único para los mercados financieros de la Unión Europea; c) la promoción de la convergencia supervisora; y d) la supervisión directa de determinadas entidades financieras.

En su **Orientación Estratégica 2020-2022**, ESMA se ha comprometido a integrar los factores de sostenibilidad en estas cuatro áreas de actuación al objeto de cumplir con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030. Para ello, ESMA se centrará, dentro de sus competencias, en la identificación de riesgos de sostenibilidad y en la promoción de la transparencia de la información sobre factores ASG por parte de emisores y participantes en los mercados con el fin de que los inversores tengan un mejor conocimiento del impacto de estos factores en sus inversiones. ESMA tiene muy en cuenta el peso de la sostenibilidad en la estabilidad financiera y para ello trabaja en estrecha cooperación con otras autoridades como la Junta Europea de Riesgo Sistemático.

Desde la publicación del **Plan de Acción de la CE**, ESMA ha jugado un papel fundamental en su implementación y en la contribución al cumplimiento de los compromisos internacionales a los que se ha adherido la Unión Europea, como el Acuerdo de París o la Agenda 2030 de Naciones Unidas. Así ha desarrollado una serie de actuaciones encaminadas al desarrollo de los objetivos del Plan de Acción de reorientar los flujos de capital hacia actividades económicas más sostenibles, gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales y fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.

Las actividades de ESMA que han contribuido al desarrollo del Plan de Acción y de otros mandatos específicos de la CE se han focalizado en las siguientes áreas:

1. El asesoramiento financiero prestado por las empresas de servicios de inversión y la integración de los factores de sostenibilidad en MiFID II¹¹

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID II) obliga a que las empresas de servicios de inversión (incluidas las que prestan servicios de gestión de carteras) realicen una evaluación de idoneidad de sus clientes para valorar los conocimientos y experiencia inversora previa, los objetivos de inversión y la situación financiera de estos con el fin de recomendarles los productos que mejor se ajusten a su situación personal. Considera la CE que no siempre se valoran las preferencias del cliente en materia de sostenibilidad y que, con el fin de reorientar los flujos de capital hacia una economía más sostenible, se debe preguntar sobre las preferencias de los clientes respecto de factores ambientales, sociales y de gobernanza para tenerlas en cuenta a la hora de seleccionar los instrumentos financieros idóneos para cada cliente. También considera la Comisión que las normas sobre gobernanza de productos, en particular aquellas destinadas a definir el mercado destinatario, tampoco integran de forma expresa los factores de sostenibilidad.

En su Plan de Acción, la CE se comprometió a modificar los actos delegados de MiFID II (Reglamento Delegado 2017/565 relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión¹² y la Directiva Delegada (UE) 2017/593 sobre salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones de gobernanza de productos y las normas sobre la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios¹³) para que se consideren en las evaluaciones de idoneidad las preferencias ASG que los clientes puedan tener. La CE también indicaba a ESMA que tuviera en cuenta cualesquiera modificaciones a estos actos delegados para modificar sus Directrices relativas a la evaluación de idoneidad¹⁴ de forma acorde.

Con motivo de todo lo anterior y de un nuevo mandato por parte de la CE a ESMA para que le asesorase técnicamente sobre cómo incluir los factores de sostenibilidad en los actos delegados que regulan los requisitos de organización interna de las empresas

¹¹ Para mayor detalle sobre la integración de los factores de sostenibilidad en el paquete normativo de MiFID II, consúltese la sección 5.4. Caso de estudio: Modificación de MiFID II para incluir factores de sostenibilidad.

¹² Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

¹³ Directiva delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

¹⁴ Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II.

de servicios de inversión, la gestión de sus riesgos y las políticas de conflictos de interés¹⁵, ESMA publicó un documento de consulta en diciembre de 2018. En este documento ESMA planteaba la integración de factores de sostenibilidad en 1) los actos delegados de la CE y Directrices de ESMA que regulan la evaluación de idoneidad, 2) los actos delegados de la CE y Directrices de ESMA que regulan la gobernanza de productos¹⁶ y 3) el acto delegado de la CE que regula los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión, incluida la gestión de riesgos y los conflictos de interés.

Tras el análisis de las respuestas recibidas (69 en total) y el asesoramiento prestado por el Grupo de partes interesadas del sector de valores y mercados ESMA presentó sus recomendaciones técnicas a la Comisión el 30 de abril de 2019¹⁷.

El 8 junio de 2020, tomando en consideración las recomendaciones de ESMA, la CE sometió a consulta pública sendos proyectos de textos legales que modifican parcialmente la Directiva Delegada 2017/593 (gobernanza de productos) y el Reglamento Delegado 2017/565 (requisitos organizativos). Una vez que la CE adopte la versión definitiva de los actos delegados mencionados, ESMA tendrá que modificar sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad y sobre gobernanza de productos anteriormente citadas en consonancia con las enmiendas de la CE.

La información relativa a la modificación de la legislación delegada de MiFID II se presenta de forma detallada en el caso de estudio de la sección 5.4.

2. Integración de los factores y riesgos de sostenibilidad en UCITS y AIFMD

Otro mandato específico de la CE (julio de 2018) dirigido a ESMA y EIOPA, es aquel en que solicitó que ambas Autoridades le asesorasen técnicamente, de forma coherente y concertada, sobre la integración de elementos y riesgos relacionados con la sostenibilidad en las siguientes normas: Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS), Directiva de Solvencia II, Directiva de Distribución de Seguros, Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) y Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)¹⁸.

El mandato de la CE referido a UCITS y AIFMD se refiere a la inclusión de criterios de sostenibilidad en los preceptos de ambas normas relativos a requisitos de organización, condiciones operativas y gestión del riesgo.

ESMA publicó sendos documentos de consulta (uno para MiFID II y otro para UCITS

¹⁵ Reglamento delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

¹⁶ Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

¹⁷ Final Report: ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II.

¹⁸ En relación con la información relativa al asesoramiento técnico prestado por ESMA a la CE respecto de la integración de factores y riesgos de sostenibilidad en MiFID II, consúltense el apartado inmediatamente anterior de esta sección y la sección 5.4 Caso de estudio: Introducción de factores ASG en MiFID II.

y AIFMD¹⁹) en diciembre de 2018 con el objeto de recabar información y reacciones de la industria y demás agentes del mercado a las propuestas de modificaciones legislativas realizadas. Asimismo, celebró una audiencia pública en febrero de 2019 dirigida a la industria para obtener información adicional. También el Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados hizo comentarios y sugerencias respecto de las propuestas realizadas por ESMA.

Tras el análisis de las respuestas recibidas (60 en total), ESMA remitió su asesoramiento técnico a la CE el 30 de abril de 2019²⁰. El contenido de las modificaciones propuestas por ESMA se resume en los siguientes puntos:

- **Requisitos organizativos** (artículos 4, 5 y 9 de la Directiva 2010/43/UE²¹ y 22, 57 y 60 del Reglamento Delegado 231/2013²²): Se propone la inclusión en estos artículos de los riesgos de sostenibilidad con el fin de que las sociedades gestoras y los fondos autogestionados los tengan en cuenta a la hora de cumplir con los requisitos organizativos que impone MiFID II, debiendo contar con los recursos adecuados que garanticen que su integración en la organización sea efectiva. Además, ESMA propone exigir a los directivos de las sociedades gestoras responsabilidades respecto de esta nueva obligación.
- **Condiciones operativas** (nuevo considerando 17 bis y modificación del artículo 23 de la Directiva 2010/43/UE, nuevo considerando 48 bis y modificación del artículo 18 del Reglamento Delegado 231/2013): Se recomienda por ESMA la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en los preceptos mencionados con el objetivo de que las sociedades gestoras y los fondos autogestionados los integren en sus procedimientos de gestión de los conflictos de interés y de diligencia debida. ESMA también propone que se tenga en cuenta el impacto negativo de las decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad e, incluso, que las sociedades gestoras desarrollen estrategias para minimizarlo.
- **Gestión del riesgo** (artículos 38 de la Directiva 2010/43/UE y 40 del Reglamento Delegado 231/2013): ESMA sugiere la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en estos artículos con el objetivo de que en la evaluación realizada por las sociedades gestoras sobre la exposición de sus fondos a ciertos riesgos, integren estos.

A la luz de las recomendaciones de ESMA, la CE publicó el 8 de junio de 2020 dos

¹⁹ Consultation Paper On integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD.

²⁰ ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in the UCITS Directive and AIFMD.

²¹ Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

²² Reglamento delegado (UE) No 231/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012 por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

proyectos legislativos²³ que pretenden modificar el régimen de UCITS y AIFMD para la integración en estos de factores y riesgos de sostenibilidad.

En ambos proyectos legislativos, la CE remite a las definiciones que el Reglamento de Divulgación establece para los términos “factores” y “riesgos de sostenibilidad”, lo que contribuirá a una mayor coherencia del paquete legislativo de sostenibilidad.

En relación con el régimen de los **gestores de fondos de inversión alternativa (AIFMD) y de gestores de fondos UCITS**, las principales modificaciones que se proponen son las siguientes:

- a) Tendrán que integrarse los riesgos de sostenibilidad ASG en los procedimientos de diligencia debida relativos a la selección y seguimiento de inversiones. Además, si la gestora ha decidido tener en cuenta las incidencias adversas de sus decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad, tal cual se estipula en el artículo 4 del Reglamento de Divulgación, aparte de tener el conocimiento adecuado de los fondos en los que se invierte, dichas incidencias se tendrán en cuenta a la hora de seleccionar y realizar un seguimiento de las inversiones y a la hora de establecer políticas y procedimientos de diligencia debida así como cualquier otro proceso para garantizar que las decisiones de inversión se llevan a cabo conforme a los objetivos, estrategia de inversión y límite de riesgo de los fondos.
- b) Los gestores de fondos UCITS, adicionalmente, tendrán que tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en lo que respecta a su política de gestión de riesgos, según se establece en el artículo 23.4 de la Directiva 2010/43/UE de requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión²⁴. Esto conlleva la realización de previsiones y análisis así como el ejercicio de la competencia, atención y diligencia necesarias al concluir acuerdos con terceras partes.
- c) En lo que respecta a los recursos, la gestora deberá contar con el personal suficiente que reúna las competencias, conocimientos y experiencia para llevar a cabo las labores encomendadas y, en particular, respecto de la gestión de riesgos de sostenibilidad se deberá retener a los empleados con el conocimiento y experiencia requeridas.
- d) Los riesgos de sostenibilidad deberán ser tenidos en cuenta así mismo en la identificación y gestión de los conflictos de interés, como consecuencia de la integración de aquellos en los procesos, sistemas y controles internos de la gestora.

²³ Commission Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) No 231/2013 as regards sustainability risks and sustainability factors to be taken into account by Alternative Investment Fund Managers and Commission Delegated Directive (EU) amending Directive 2010/43/EU as regards the sustainability risks and sustainability factors to be taken into account for Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS).

²⁴ Directiva 2010/43/UE de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

- e) La política de gestión de riesgos ha de contemplar procedimientos para valorar y gestionar la exposición de los fondos a los riesgos de sostenibilidad.
- f) Los riesgos de sostenibilidad, además, deben integrarse en los sistemas organizativos y controles de la sociedad.
- g) Y por último, se atribuyen una serie de responsabilidades a la dirección respecto de la integración de los riesgos de sostenibilidad en la implementación de las políticas de inversión de los fondos, en la monitorización de la aprobación de las estrategias de inversión, en las políticas y procedimientos de evaluación, en la función de cumplimiento normativo, en los procedimientos y políticas de gestión de riesgos, en las políticas de remuneración (solo para las gestoras de fondos alternativos) en la aprobación y revisión periódica de la idoneidad de los procedimientos internos y en las actuaciones necesarias para garantizar y verificar regularmente que las políticas, estrategias de inversión y límites de riesgos se han implementado y se cumplen de forma debida.

Se espera que la CE adopte la versión definitiva de estas modificaciones legislativas en los primeros meses de 2021.

3. La integración de la sostenibilidad en las calificaciones de las agencias de calificación crediticias.

La CE considera en su Plan de Acción la importancia del papel que juegan las calificaciones en los mercados financieros ya que proporcionan a los inversores evaluaciones de la solvencia de las empresas e instituciones públicas. Subraya la Comisión la peculiaridad de la concentración de las agencias de calificación crediticia que además otorgan sus calificaciones en función de la información material disponible en el mercado; pero no está claro, a los ojos de la CE, si en estas calificaciones se tienen en cuenta los factores de sostenibilidad y, si se hace, en qué grado se tienen en cuenta. Cree la CE que es recomendable aumentar la transparencia en este ámbito, para ello le encomienda a ESMA que evalúe las prácticas actuales del mercado de la calificación crediticia analizando el grado en que se tienen en cuenta las consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza y que incluya la información sobre sostenibilidad ambiental y social en sus Directrices sobre la divulgación de información destinadas a las agencias de calificación crediticia y, si es necesario, desarrolle directrices o medidas adicionales.

Así, en diciembre de 2018, ESMA sometió a consulta pública una propuesta para incluir factores de sostenibilidad en sus Directrices sobre requisitos de información aplicables a las calificaciones crediticias. Con el objetivo general de mejorar la transparencia de la información tenida en cuenta por las agencias a la hora de otorgar una calificación crediticia, el capítulo 4 del documento de consulta²⁵ se centraba en el objetivo particular de mejorar esta información cuando los factores ASG fueran un elemento clave en la

²⁵ Consultation Paper, Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings.

adjudicación de una calificación crediticia. El documento contenía una serie de medidas para mejorar la transparencia de las notas de prensa relativas a la consideración de los factores de sostenibilidad cuando estos hubieran sido tomados en consideración en la emisión de una calificación crediticia.

Teniendo en cuenta las respuestas recibidas (28 en total, de las cuales 14 fueron de agencias de calificación crediticia y el resto de otros participantes del mercado), ESMA remitió sus recomendaciones técnicas²⁶ a la CE en julio de 2019. En dichas recomendaciones ESMA advertía que aunque las agencias que habían participado en la consulta pública sí tenían en cuenta factores ASG en sus calificaciones crediticias, la medida en que cada uno de los factores era tenido en cuenta variaba en función del tipo de activo según el peso que la metodología de la agencia le asignase al objeto de evaluar su solvencia crediticia; en consecuencia, no se puede considerar que las calificaciones crediticias faciliten una opinión sobre las características de sostenibilidad de un emisor o empresa.

ESMA también consideraba, en sus recomendaciones a la CE, que no era procedente modificar el Reglamento de Agencias de Calificación Crediticia para establecer de forma obligatoria la consideración de factores ASG en las evaluaciones de crédito realizadas por las agencias de calificación crediticia. Sin embargo, ESMA era de la opinión que podía resultar útil modificarlo para lograr una mayor transparencia en la información sobre cómo las agencias de calificación crediticia tienen en cuenta los factores ASG en sus evaluaciones.

Finalmente, ESMA reconocía la procedencia de valorar si hay suficientes garantías en el marco jurídico actual para aquellos productos de evaluación o calificación no crediticia relativa a la sostenibilidad.

En la misma fecha en que ESMA remitió su asesoramiento técnico a la Comisión, publicó sus **Directrices sobre requisitos de información aplicables a las calificaciones crediticias**²⁷. El objetivo fundamental de las Directrices es mejorar la calidad general y la coherencia de las notas de prensa de las agencias de calificación crediticia con su actividad de calificación. Las Directrices ofrecen una serie de consejos detallados sobre el contenido de la información que las agencias deben publicar cuando otorguen una calificación crediticia y exigen mayor transparencia cuando los factores ASG sean un motivo fundamental en el cambio de la calificación crediticia de un emisor u otra empresa, lo cual permitirá que los usuarios puedan valorar mejor cuándo los factores de sostenibilidad determinan los cambios en las calificaciones crediticias.

4. Desarrollo legislativo de segundo nivel del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información sobre sostenibilidad

Íntimamente relacionado con la necesidad de clarificar las **obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos** (acción 7 del Plan de Acción), a la cual ha

²⁶ ESMA Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market.

²⁷ Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings.

venido a dar respuesta el **Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad**, hay que citar el trabajo legislativo que ESMA, como parte del Comité Mixto, está desarrollando en la actualidad. El Reglamento 2019/2088 pretende dar respuesta a la falta de normas armonizadas en materia de transparencia respecto de productos financieros con características ambientales, sociales y de buen gobierno, lo que dificulta la comparabilidad de productos en cuanto a sus riesgos, objetivos y características de sostenibilidad. Así mismo el Reglamento 2019/2088 impone una serie de obligaciones de información respecto de ciertos productos financieros con características u objetivos sostenibles con el objeto de prevenir y hacer frente a prácticas como la del blanqueo ecológico o *greenwashing*. El Reglamento contiene varios mandatos dirigidos al Comité Mixto para que este desarrolle, por medio de varios **proyectos de normas técnicas de regulación**, algunas de estas obligaciones de información, en concreto:

- El contenido, metodologías y presentación de la información sobre **incidencias adversas en materia de sostenibilidad a nivel de entidad**, incluidos los indicadores de sostenibilidad en relación con las incidencias adversas en el ámbito de los asuntos sociales y laborales, el respeto de los derechos humanos, la lucha contra la corrupción y el soborno (artículo 4).
- Los detalles de la presentación y el contenido de la **información precontractual** relativa a la promoción de las características medioambientales o sociales o de las inversiones sostenibles de los productos financieros regulados en los artículos 8 y 9, respectivamente (artículos 8 y 9).
- Los detalles del contenido y los requisitos de presentación de la información en los **sitios web** sobre la promoción de las características medioambientales o sociales y de las inversiones sostenibles de los productos de los artículos 8 y 9, respectivamente (artículo 10).
- Los pormenores de la presentación y el contenido de la **información periódica** sobre la promoción de las características medioambientales o sociales y de las inversiones sostenibles de los productos financieros de los artículos 8 y 9 respectivamente (artículo 11).

El Comité Mixto publicó en abril de 2020 un documento de consulta, *Joint Consultation Paper - ESG Disclosures*, que contiene, entre otros, el proyecto de normas técnicas que da respuesta al mandato de la CE. El Comité Mixto, además, hizo una nueva consulta en el mes de septiembre sobre los formularios para la publicación de información de los productos que promueve características sociales o medioambientales y los que persiguen un objetivo sostenible. Tras la finalización de ambas consultas, el Comité Mixto ha procedido a analizar las respuestas recibidas para modificar e integrar, según su conveniencia, las sugerencias realizadas por la industria y otros participantes en la consulta. Se prevé que a finales de enero de 2021, el Comité Mixto remita a la CE el proyecto definitivo.

El **Reglamento de Taxonomía**, publicado en junio de 2020, establece las condiciones para determinar cuándo una actividad económica puede ser considerada como sos-

tenible desde el punto de vista medioambiental, introduce varias modificaciones a las obligaciones existentes para la publicación de información no financiera por parte de ciertas empresas conforme a la Directiva 2013/34/EU²⁸ y complementa las obligaciones introducidas por el Reglamento 2019/2088 de divulgación. Además el Reglamento de la Taxonomía otorga de nuevo varios mandatos al Comité Mixto para desarrollar **proyectos de normas técnicas de regulación que modificarán y complementarán el Reglamento 2019/2088** de divulgación y sus propias normas técnicas. ESMA, junto con EBA y EIOPA, comenzó a trabajar en estos proyectos de normas técnicas en verano de 2020. Dichos mandatos son los siguientes:

- 1) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la información relacionada con **la noción de “no causar un perjuicio significativo”** (“*do no significant harm*”) utilizada en la definición de las “inversiones sostenibles” del artículo 2(17) del Reglamento 2019/2088 de Divulgación y sus propias normas técnicas (artículo 25.2 del Reglamento de Taxonomía).
- 2) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la **información pre-contractual de los productos que promuevan características medioambientales** de acuerdo con los criterios establecidos en el artículo 3 propio Reglamento de Taxonomía.
- 3) Desarrollo de los detalles de la presentación y contenido de la **información pre-contractual de los productos que tengan como objetivo una inversión sostenible medioambiental** conforme a los criterios que definen las actividades económicas sostenibles de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento de Taxonomía.
- 4) Desarrollo de la presentación y contenido de la **información periódica que habrán de presentar los productos que promuevan características medioambientales o cuyo objetivo sea una inversión sostenible medioambiental** conforme a los criterios definidos por el Reglamento de Taxonomía.

En el documento de consulta que el Comité Mixto publicó en abril de 2020, se incluían en la parte del proyecto de normas técnicas del Reglamento de Divulgación varios preceptos relativos al mandato relativo al concepto de no causar un perjuicio significativo ya que el plazo para su entrega (30 de diciembre de 2020) a la CE era más urgente que para el resto de mandatos contenidos en el Reglamento de la Taxonomía. Se espera que, para el resto de mandatos del Reglamento de Taxonomía especificados anteriormente, el Comité Mixto inicie un periodo de consulta pública en el primer trimestre de 2021.

²⁸ Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo.

5. Divulgación de información sobre sostenibilidad y normas contables

También ESMA ha cooperado en la implementación de la acción 9 del Plan de Acción de la CE, relativa a **reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables**.

En relación al estudio sobre la **adecuación de la legislación de la UE relativa a la publicación de información corporativa** (incluida la Directiva 2014/95/UE de divulgación de información no financiera), iniciado por la CE para evaluar si los requisitos de publicación de información de las sociedades cotizadas y no cotizadas son adecuados para los fines perseguidos, ESMA participó en la consulta pública realizada por la CE a mediados de 2018. El objeto de este ejercicio de consulta era averiguar si la legislación en vigor es adecuada para la consecución de los fines que persigue, apropiada para afrontar los nuevos retos de la sostenibilidad y la digitalización, coherente y si supone un valor añadido en el ámbito de la Unión Europea; se trata de un ejercicio diferente de la evaluación continua realizada por los supervisores respecto de la información corporativa de las empresas obligadas, pero coordinado con este.

En su respuesta, centrada en el ámbito de las competencias de sus miembros, esto es, de los supervisores nacionales de mercados de valores, ESMA se opone a la posibilidad de que la CE introduzca modificaciones o excepciones a las normas internacionales de información financiera (NIIF) emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB) como sugiere el Grupo de Expertos de Alto Nivel de Finanzas Sostenibles. Considera ESMA que esto iría en detrimento del objetivo de dichas normas que son estándares internacionales de información financiera utilizados por los emisores y cuya naturaleza es global. ESMA cree que la Unión Europea (UE) debería liderar el compromiso de aplicar las NIIF, lo cual repercutiría en una posición de mayor influencia en el desarrollo de estas normas y su aplicación, además, beneficia la competitividad de las empresas europeas en el contexto internacional, lo cual cambiaría si la UE comenzase a adoptar excepciones a las NIIF. ESMA también se muestra muy cauta a la hora de apoyar la propuesta de introducir consideraciones de sostenibilidad en los criterios de adopción de las NIIF puesto que considera que la finalidad de estas normas es promover la transparencia y una mejor toma de decisiones en los mercados financieros por lo que deberían mantenerse neutrales respecto de otros objetivos de políticas públicas.

Respecto de las obligaciones de divulgación de información no financiera, la reflexión preliminar de ESMA apunta a que quizá la eficacia de la Directiva 14/95/EU hubiera sido mayor si se hubiera prescrito un único marco de estándares o normas para publicar este tipo de información.

ESMA también ha participado en la consulta del *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) sobre el impacto de la NIIF 9 relativa a instrumentos financieros en relación a las inversiones sostenibles.

Así mismo, dentro de su *Corporate Reporting Standing Committee*, ESMA ha establecido un grupo de trabajo dedicado al **análisis de la información no financiera publicada por las empresas obligadas** que tiene también por objeto compartir experiencias de los

miembros en su labor de supervisión de esta información. Esta actividad es una de las prioridades del plan de trabajo de ESMA que, en su Informe Anual, incluirá una sección con el análisis de los asuntos más relevantes.

Por último, hay que señalar que ESMA es miembro observador del **Laboratorio Europeo de Información Corporativa**, creado también a instancias del Plan de Acción, para fomentar la innovación y el desarrollo de las mejores prácticas en los informes corporativos, incluida la contabilidad ambiental. En este foro, las empresas y los inversores comparten e intercambian las mejores prácticas sobre la comunicación de información en materia de sostenibilidad, incluida la relacionada con el clima.

6. Promoción de un gobierno corporativo sostenible y reducción del cortoplacismo

En relación con la acción 10 del Plan de Acción de la CE, que se refiere a la promoción de un gobierno corporativo sostenible y a la reducción del cortoplacismo en los mercados de capitales, ESMA, al igual que EIOPA y EBA, recibió un mandato de la Comisión para analizar la posible existencia de presiones cortoplacistas en los mercados. La Comisión pedía a ESMA que identificara las áreas que pudieran ser origen de estas presiones y que incluyese recomendaciones si detectaba asuntos en los que tuvieran que actuar los reguladores.

Para llevar a cabo este estudio, ESMA identificó varias áreas en las que las recomendaciones regulatorias serían de mayor utilidad para los colegisladores; dichas áreas son: estrategias de inversión y horizonte temporal de las inversiones, contribución de la información sobre factores de sostenibilidad en favor de estrategias de inversión largo-placistas, papel del “valor razonable” en la toma de mejores decisiones de inversión, colaboración con los inversores institucionales, remuneración de los gestores de fondos y directivos de empresas y utilización de permutas de cobertura por incumplimiento crediticio por parte de los fondos de inversión.

ESMA realizó una consulta pública, llevó a cabo un estudio de la literatura relevante y celebró una reunión con distintos grupos de interés para recabar información sobre las prácticas de mercado existentes y las opiniones de los distintos participantes en los mercados. Del análisis de toda esta información, ESMA concluyó en el informe publicado en diciembre de 2019²⁹ que, en la actualidad, no se puede concluir que existan evidencias de presiones cortoplacistas en los mercados que puedan suponer un menoscabo a las inversiones sostenibles y realizó una serie de recomendaciones concretas a la CE en relación con la publicación de información no financiera (reforma de la Directiva de información no financiera, promoción de un único estándar internacional para publicación de información sobre sostenibilidad e inclusión de los estados de información no financiera en el informe anual) y los inversores institucionales (revisión de la “lista blanca” de la Directiva de ofertas públicas de adquisición³⁰, la posibilidad de voto de los accionistas

²⁹ Report. Undue short-term pressure on corporations .

³⁰ Directiva 2004//25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.

sobre el estado de información no financiera y la supervisión de la aplicación de la nueva Directiva de derechos del accionista³¹).

Al margen del Plan de Acción, ESMA, consciente de la importancia y el peso creciente de las inversiones ambientales, sociales y de buena gobernanza en los mercados financieros, estableció a mediados de 2019 un grupo de trabajo específico, la *Coordination Network on Sustainability* (CNS), presidida por la CNMV, para supervisar y garantizar un enfoque homogéneo en las distintas líneas de trabajo llevadas a cabo en los comités permanentes de ESMA en el área de sostenibilidad y en la autoridades nacionales miembros de ESMA. Su naturaleza es, pues, transversal y constituye un foro de intercambio de conocimiento y experiencias de los supervisores europeos.

Desde este grupo de trabajo, se han coordinado las respuestas colectivas de los supervisores nacionales de la UE a varias consultas públicas que la CE ha realizado en 2020, entre las que cabe señalar, la modificación de la Directiva de información no financiera, la Estrategia Renovada sobre Finanzas Sostenibles o la adopción de un estándar sobre bonos verdes.

Otro trabajo que ha coordinado la CNS recientemente ha sido la preparación de un documento con recomendaciones para el desarrollo del artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía, en respuesta a una solicitud de la CE y que ESMA sometió a consulta pública en noviembre de 2020; aunque la CNS es el departamento encargado de coordinar estas repuestas, el grueso del trabajo de la elaboración de este documento corresponde al *Corporate Reporting Standing Committee*. ESMA recibió este mandato de la CE en septiembre y su contenido se refiere a la obligación impuesta por el artículo 8 que establece el requisito de que las empresas obligadas a publicar información no financiera conforme a la Directiva 2013/34/UE incluyan en su estado no financiero información sobre la manera y medida en que las actividades de la empresa se asocian a actividades económicas medioambientalmente sostenibles según los criterios establecidos por el propio Reglamento de Taxonomía. El mandato de la CE a ESMA se refiere a los siguientes aspectos que han de desarrollarse en el acto delegado que se espera publique la CE a principios de 2021 y que sometió a consulta pública el 20 de noviembre de 2020:

- La presentación detallada de los tres indicadores claves de actividad (facturación, activo fijo y gastos de explotación) a los que alude el artículo 8 del Reglamento de la Taxonomía por parte de las empresas no financieras.
- La información que los gestores de activos sujetos al ámbito de aplicación de la Directiva de Información no Financiera deberían divulgar en relación al modo en que sus actividades se destinan a financiar actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental según lo establecido por el Reglamento de la Taxonomía.

³¹ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

El documento publicado por ESMA desarrolla de forma detallada ambos puntos en las secciones 3 y 4 de su documento de consulta. Tras finalizar el periodo de recogida de comentarios el 4 de diciembre de 2020, se espera que ESMA publique un informe definitivo a finales de febrero de 2021 con las recomendaciones solicitadas por la CE.

También ha sido el *Corporate Reporting Standing Committee*, bajo la coordinación de la CNS, el departamento que ha preparado la **respuesta a la consulta pública de la Fundación IFRS sobre la creación de un estándar de internacional de sostenibilidad**, publicada en diciembre de 2020. En dicha respuesta, ESMA se muestra a favor de la iniciativa de la Fundación IFRS, recuerda los tres principios en los que, según su entender, deberían asentarse los estándares internacionales (sistema de gobernanza independiente, supervisión por el sector público y capacidad de fomentar la protección del inversor) e incide en la necesidad de tener en cuenta las particularidades de determinadas jurisdicciones cuya legislación en materia de sostenibilidad está más desarrollada y, en este sentido, hace referencia a la necesidad de contemplar el principio de doble materialidad tal cual se recoge en la normativa europea.

7. *Estrategia de Finanzas Sostenibles de ESMA*

Ya para finalizar, es preciso hacer mención a la **Estrategia de finanzas sostenibles de ESMA**³², publicada a principios de 2020, en la cual se sientan las bases de sus líneas de actuación y se describen las prioridades de la Autoridad europea para contribuir a la consecución de los compromisos internacionales de la UE en este ámbito y del Pacto Verde de la Comisión. Las prioridades anunciadas en la Estrategia son las siguientes:

- 1) Completar el marco regulatorio de las obligaciones de transparencia establecida en el Reglamento 2019/2088.
- 2) Informar sobre las tendencias, riesgos y vulnerabilidades de las finanzas sostenibles.
- 3) Utilización de los datos e información disponible para analizar los riesgos financieros originados por el cambio climático.
- 4) Promover la convergencia supervisora entre los supervisores nacionales para prevenir el riesgo de blanqueo ecológico, malas prácticas y fomentar la transparencia y la calidad de la información no financiera.
- 5) Participar en la Plataforma de la UE de Finanzas Sostenibles, que desarrollará y actualizará el Reglamento de Taxonomía y vigilará los flujos de capital hacia las finanzas sostenibles.
- 6) Garantizar que las entidades supervisadas por ESMA se adhieren a las Directrices sobre factores de sostenibilidad.
- 7) Aceptar cualquier nuevo mandato relacionado con la sostenibilidad.

³² Strategy on Sustainable Finance.

Aunque todavía es mucho el camino que queda por recorrer, ESMA, junto con las autoridades supervisoras nacionales, ha empezado a trabajar en un campo que, dentro de poco, se extenderá a prácticamente todas las áreas de la actividad económica, por lo que es preciso tomar ventaja para poder servir mejor a nuestros objetivos comunes de proteger al inversor, favorecer la transparencia de la información en los mercados y garantizar unos mercados eficientes y estables.

Artículo redactado en diciembre de 2019 y revisado en febrero y diciembre de 2020.

2.4. LOS PROVEEDORES DE INFORMACIÓN ESG

SUSANA PEÑARRUBIA

Directora, Responsable de los fondos Europeos de ESG (Environment, Social, Governance) y analista del sector de eléctricas europeas. Deutsche Asset & Wealth Management (DeAWM)

TERESA ROYO

Directora de Sustainability and Corporate Governance, KPMG España

Los proveedores de calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza se han convertido en instituciones muy influyentes que informan una amplia gama de decisiones en el ámbito de los negocios y las finanzas. En lo que respecta a los negocios, el 80% de los CEOs consideran que es importante demostrar un compromiso con la sociedad¹. Se estima que se invierten 30 billones de dólares de los EE.UU. en activos que dependen de alguna manera de las calificaciones de ESG (3. GSIA 2018). También hay un gran número de estudios académicos que se basan en las calificaciones ESG (ratings de ESG) para su análisis empírico, argumentando por ejemplo que las buenas calificaciones de ESG ayudaron a apuntalar los rendimientos de las acciones durante la crisis financiera de 2008 (Lins et al., 2017).

PAPEL DE LA ESG EN LA INVERSIÓN

Una inversión se hace con la intención de generar un rendimiento y por tanto una revaloración del capital invertido. Una vez que se han fijado los objetivos de inversión del inversor final, el gestor de carteras identifica los instrumentos de inversión basándose en un análisis detallado de los diferentes tipos de activos, las perspectivas macroeconómicas, análisis de los estados financieros de las empresas, y otros riesgos varios de los tipos de instrumentos de inversión seleccionados.

¹ <https://www.accenture.com/hk-en/insight-un-global-compact-ceo-study> calificaciones para la orientación y la evaluación comparativa.

Más del 73% de los inversores tienen en cuenta la información sobre el desempeño medioambiental, social y la calidad del gobierno corporativo (“ESG”) y las mediciones del rendimiento al evaluar el riesgo e identificar las oportunidades.

-Instituto CFA, Sobre las tendencias de divulgación de ESG en el ámbito público. Noviembre de 2017

Si bien este enfoque sigue siendo la base para la toma de decisiones de inversión, los gestores de inversiones se enfrentan a nuevos retos en este milenio debido, entre otros, a lo siguiente

- 1) Los eventos climáticos extremos son cada vez más frecuentes. Según Aon, una de las principales empresas de servicios profesionales del mundo, en su informe anual sobre el clima y las catástrofes climáticas de 2018, dice que a causa de las intensas caídas en tierra de los ciclones tropicales, los incendios forestales que batieron récords históricos, las graves sequías y las inundaciones estacionales generalizadas: los desastres naturales ocurridos en 2018 provocaron daños económicos por valor de 225.000 millones de dólares.
- 2) Con el desarrollo digital, se han generado crecientemente más preocupaciones sobre la privacidad de los datos. Esto se acentúa con el Reglamento General de Protección de Datos de la Unión Europea (GDPR), que modifica la forma en que las empresas recogen y gestionan los datos. Cualquier incumplimiento de la Directiva puede dar lugar a enormes sanciones que amenazan la rentabilidad de las empresas y, por ende, la rentabilidad de las inversiones.
- 3) Las denuncias de corrupción, fraude, engaño, uso indebido de información privilegiada y tráfico ilícito en grandes empresas que han acontecido han creado un grave daño a la confianza de los inversores y han erosionado la riqueza de los inversores en miles de millones.

Los gestores de inversiones están obligados por sus responsabilidades fiduciarias a generar un rendimiento adecuado, como lo exigen los objetivos del inversor final. Los retos mencionados, junto con la sensibilización de los inversores y la evolución del escenario geopolítico, les obligan a buscar otros puntos de datos para evaluar las inversiones más allá de los métodos tradicionales. Estos aportes de datos adicionales, están determinados por los factores sociales, ambientales y de gobernanza, son en general denominados parámetros ESG, factores que juegan un papel en la práctica empresarial sostenible y responsable, que deben ser considerados junto con los factores financieros en el proceso de toma de decisiones de inversión. La comprensión de los factores ESG de una empresa ayuda a entender la misión corporativa, la estrategia y la calidad de la gestión general de la misma. Es una práctica que analiza y valora a las empresas basándose en varios factores ESG como la gestión activa de la intensidad de emisiones, nivel de accidentes de la empresa, etc.

INFORMACIÓN DE ESG

Si bien la divulgación de los estados financieros está claramente definida por las normas nacionales e internacionales (IFRS y US GAAP), la publicación de información no financiera sobre las empresas está muy poco regulada, sin normas universalmente aplicables o públicamente reconocidas. Además de una mayor elaboración y publicación consistente de esta información desde el punto de vista corporativo, los datos de ESG también son producidos actualmente por una red creciente de proveedores comerciales y comercializados bajo diferentes marcas, enfoques y con diversos productos de análisis.

El mundo de la ESG se caracteriza por un gran número de proveedores de calificaciones/ ratings que ofrecen una muy amplia gama de datos, desde **proveedores especializados** que calculan las métricas de atributos específicos ESG, como la medición de la huella de carbono y la diversidad de género, a los **proveedores universales** que califican a las empresas en función de varios cientos de métricas relacionadas con la ESG. Este inmenso crecimiento y la creciente diversidad de productos en el mercado de la ESG ha creado un universo de datos que muchos inversores encuentran demasiado complejo y confuso.

Los autores de la Escuela de Negocios Saïd de la Universidad de Oxford en su estudio titulado “Exploración de los orígenes sociales en la construcción de medidas de ESG, calculan una correlación media entre las diversas calificaciones de ESG de 0,61 (el rango es de 0,42 a 0,73) –una cifra sorprendentemente baja comparada con las diferentes calificaciones de crédito de Moody’s y Standard & Poor’s, que tienen una correlación estándar de 0,99².

Esto significa que la información que los responsables de la toma de decisiones reciben de las agencias proveedoras de ratings de ESG difieren drásticamente (Chatterji et al., 2016). Por lo tanto, cada vez son más fuertes las demandas de estandarización o al menos de mayor claridad sobre las diferencias metodológicas en la cobertura de la ESG.

RATINGS DE ESG Y SUS ORÍGENES

A principios del 2018 se inició un proyecto de investigación en la Escuela de Negocios Saïd de la Universidad de Oxford titulado “Exploración de los orígenes sociales en la construcción de métricas de ESG”³.

Este se llevó a cabo conjuntamente con Robert Eccles, Profesor de Práctica de Gestión en Oxford. Lo que este estudio muestra es el origen de las diferencias existentes entre las

² Dado que las calificaciones de crédito se expresan en una escala ordinal, los investigadores no suelen informar de las correlaciones. Sin embargo, para ilustrarlo, fueron utilizados los datos de Jewell y Livingston (1998), y se calculó una correlación de Pearson sustituyendo las categorías por números enteros.

³ Eccles and Stroehle (2018): Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures. (Documento de trabajo de la Universidad de Oxford). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685 y Eccles, Lee y Stroehle (2019): sobre los ¿Orígenes sociales del ESG? Un análisis de KLD y innovest. En: Organizations & Environment (de próxima aparición). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3318225

diferentes agencias de rating de ESG, es decir, las razones históricas y sustanciales de las variaciones extremas que vemos en los datos de hoy en día. El **objetivo de este estudio** era analizar las diferencias de los datos de ESG en función de dos factores: 1. los diferentes orígenes sociales y organizativos de los proveedores de datos, y 2. su necesidad de crear un perfil único en un mercado (de datos) en maduración.

El origen de cada proveedor influyó en tres características clave: la conceptualización interna de la sostenibilidad, la definición de la materialidad y la especialización temática de cada proveedor de datos. Diferentes versiones de estas características condujeron a diversas decisiones metodológicas y conceptuales, que en última instancia se manifestaron en la divergencia de las series de datos de ESG. De acuerdo a este estudio, los proveedores de datos pueden dividirse en **dos grandes categorías:** los interesados en el valor financiero añadido (rentabilidad) del uso de los datos de ESG (“impulsados por el valor”) y los que se centran en los valores normativos de la integración de los datos de ESG (“impulsados por los valores”).

La fuerte dinámica de consolidación en el mercado de ESG, ha dado lugar recientemente a un cambio del enfoque original, más normativo, de la utilización de los datos sobre ESG a un enfoque cada vez más basado en el valor financiero, tanto por parte de los usuarios de los datos de ESG como de los proveedores de datos. La visión, ahora más generalizada de la ESG como generador de alfa ha proporcionado un gran impulso al uso más amplio (“mainstreaming”) de los datos de ESG en los productos de inversión convencionales. De las empresas encuestadas para este estudio se encontraban EIRIS, GES, KLD, Oekom y Vigeo en la categoría de proveedores de datos predominantemente normativos, mientras que MSCI, ISS e Innovent pueden clasificarse como orientadas al beneficio. Sólo Morningstar Sustainalytics no pudo ser asignada claramente.

En todas las dimensiones que fueron analizadas, se encontraron diferencias entre las empresas de ambas categorías. De entre estas dimensiones, la **definición de materialidad** por parte del proveedor de datos fue particularmente importante y tuvo una fuerte influencia en la elección de los indicadores y los pesos aplicados. En particular hay dos definiciones de materialidad de la sostenibilidad empresarial:

- 1) la materialidad se define en términos de la materialidad de un tema para el rendimiento financiero y el retorno de una empresa (“inside out: materialidad financiera”), y
- 2) la materialidad considerando el impacto general de una empresa en el medio ambiente y la sociedad (“outside in: la materialidad como externalidad”).

Los proveedores de datos con orientación a los valores tendían a la segunda definición (outside), los proveedores de datos con orientación al retorno tendían a la primera (inside-out). La definición de materialidad o importancia relativa determina fundamentalmente lo que un proveedor de datos considera relevante desde el punto de vista de la valoración de una compañía. Los proveedores de datos centrados en los beneficios tienden a producir indicadores más cuantitativos, basados en el rendimiento, mientras

que los proveedores de datos basados en valores utilizan información más cualitativa, relacionada con las políticas.

Además, estos últimos hacen referencia a varias fuentes diferentes de jurisprudencia internacional, así como a los convenios de la Organización Internacional del Trabajo, los acuerdos de la OMC, los tratados de las Naciones Unidas, etc. Por otra parte, los proveedores de datos orientados a la obtención de beneficios tienden a basarse en puntos de referencia menos públicos y más desarrollados por ellos mismos u orientados al mercado (por ejemplo, el desarrollo de puntos de referencia a partir de los resultados medios de la industria en materia de ESG). Los métodos de MSCI y Morningstar Sustainalytics entran en esta categoría. Aunque también ofrecen productos que se refieren a normas públicas (por ejemplo, ambos ofrecen un análisis de cumplimiento del Pacto Mundial), los puntos de referencia de sus datos no se refieren explícitamente a ellos.

Otro aspecto que puede influir en la especialización y la elección de las áreas de medición de la ESG es la **misión empresarial inicial**, que a menudo depende en gran medida de los **valores y objetivos personales del fundador de la empresa**.

Un buen ejemplo es la agencia Oekom: nacida de una editorial especializada en ecología y sostenibilidad. **Oekom** tiene un nivel de conocimientos especializado y un fuerte enfoque en las cuestiones medioambientales. Hasta la fecha (hoy integrado y conocido como ISS-ESG), este proveedor de datos prefiere medir la calidad de ESG en sólo dos dimensiones: una para el impacto ambiental de una empresa (E) y otra para el impacto combinado de las cuestiones sociales y de gobernanza empresarial dentro de una empresa (S/G).

Otro ejemplo en el que se puede establecer un vínculo entre la misión histórica y la categorización de los datos de ESG es **VigeoEIRIS**. Fundada por el presidente del sindicato francés CFDT (Confédération française démocratique du travail), VigeoEIRIS es el proveedor de datos de ESG con más indicadores para medir las normas laborales y sociales.

KLD también puede servir como ejemplo: Uno de los fundadores de la compañía, Steve Lydenberg, todavía habla con pasión de cómo los datos de KLD fueron pensados como información para el cambio (mejora) del sistema. Para estimular el pensamiento normativo, KLD decidió por lo tanto no publicar una puntuación agregada de ESG, sino sólo las cifras clave de los puntos fuertes y débiles en las diversas dimensiones. Esto subraya la creencia de este proveedor de datos de que los puntos fuertes y débiles de las diferentes dimensiones no se pueden sopesar entre sí.

DISCREPANCIA DE RATINGS: ANÁLISIS

En varios trabajos académicos ya se han descrito que las agencias de calificación/rating de ESG y los proveedores de datos muestran muy poco acuerdo sobre cómo crear y aplicar los indicadores de ESG. En un estudio reciente⁴ del MIT (Instituto Tecnológico

⁴ (3: Berg et al. (2019): Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. El estudio compara los resultados de los proveedores KLD, Morningstar Sustainalytics, Vigeo-Eiris, Asset4 y RobecoSAM. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533.)

de Massachusetts) y la Universidad de Zurich, por ejemplo, los investigadores comparan los resultados de la puntuación de cinco proveedores de datos de ESG diferentes y explican las diferencias entre los resultados de los distintos conjuntos de datos basándose en tres procesos metodológicos de toma de decisiones. Esto incluye la **elección de indicadores para medir ciertas dimensiones, la metodología de agregación y la ponderación de los indicadores**.

Los sistemas de clasificación de los proveedores de datos pueden variar drásticamente, lo que deriva en clasificaciones muy diferentes para la misma empresa. En ausencia de un método fiable de “medida de la calidad de ESG”, lo más importante es entender qué es lo que causa las diferencias de ratings de ESG existentes. En principio, hay dos razones por las que las calificaciones difieren. Pueden diverger porque las agencias de calificación **adoptan definiciones diferentes** de desempeño de la ESG, o pueden diferir porque estas agencias **adoptan diferentes enfoques para medir el desempeño de ESG**.

Berg, Koelbel y Rigobon (2019) ilustran que las discrepancias en las calificaciones entre los proveedores se deben principalmente a tres elementos básicos: 1) el ámbito de los atributos, que describen todos los elementos que son parte del concepto general de medición del desempeño de ESG; 2) los indicadores que representan medidas numéricas de los atributos; y 3) una regla de agregación que combina el conjunto de indicadores en una sola calificación.

La divergencia entre las calificaciones de los diferentes proveedores de ratings de ESG puede surgir por alguno de estos tres elementos. Mientras que las diferencias en cuanto al alcance y la regla de agregación representan diferentes opiniones sobre la definición de lo que es un buen performance de ESG, las diferencias en cuanto a los indicadores representan un desacuerdo sobre las formas apropiadas de medir esa calidad de ESG.

- La divergencia de **áreas temáticas** se refiere a la situación en que se utilizan diferentes conjuntos de atributos como base para formar diferentes calificaciones. Por ejemplo, atributos como las emisiones de gases de efecto invernadero, la rotación de empleados, los derechos humanos, etc., pueden ser incluidos en el ámbito de una clasificación. Una agencia de calificación puede incluir riesgo cibernético, mientras que otra puede no hacerlo, lo que conduce a diferencias en la calificación final agregada.
- Divergencia de **ponderación** se refiere a que las agencias de calificación adoptan diferentes puntos de vista sobre la importancia relativa de los atributos y sobre si la actuación en un atributo compensa a otro. Por ejemplo, el indicador de derechos humanos puede entrar en la calificación final con una mayor ponderación que el indicador de lobbying. De hecho, la divergencia de áreas temáticas y ponderación también podría subsumirse en la divergencia de agregación, ya que excluir un atributo de un área temática de la calificación equivale a incluirlo con un peso de cero.
- Finalmente, la divergencia de **medición** se refiere a que las agencias de calificación miden el mismo atributo utilizando indicadores diferentes. Por ejemplo, las prác-

ticas laborales de una empresa podrían evaluarse sobre la base de la rotación de la plantilla, o por el número de pleitos laborales contra la empresa. Ambos captan aspectos de las prácticas laborales de la empresa, pero es probable que conduzcan a valoraciones diferentes. Los indicadores pueden centrarse en procesos, como la existencia de un código de conducta, o en resultados, como la frecuencia de los incidentes.

Los datos pueden provenir de varias fuentes, como los informes de la empresa, las fuentes de datos, encuestas o informes de los medios de comunicación, por ejemplo. Suponemos que las agencias de calificación tratan de medir los mismos atributos, pero utilizan indicadores diferentes. La **calificación final agregada** contiene las tres fuentes de divergencia que están reflejados al final en un número.

La conclusión de este artículo “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*” (autores: Florian Berg, Julian F. Koelbel, y Roberto Rigobon) demostró que las diferencias en la medición explican el 53% de las diferencias totales entre los ratings de ESG de los proveedores. Las diferencias de peso explican el 3%, y las diferencias de áreas temáticas explican en promedio el 44%. Lo que muestra que los proveedores de datos de ESG están en desacuerdo tanto en las áreas temáticas que contienen la definición de ESG, como en la forma de medir los diversos aspectos de ESG.

Estos resultados tienen importantes implicaciones para la investigación, los inversores, las empresas y las agencias de calificación. Los **investigadores** deben elegir cuidadosamente los datos que subyacen a los futuros estudios sobre el desempeño en materia de ESG. Algunos de los resultados que se han obtenido sobre una base de datos podrían no ser reproducibles con las calificaciones de otra agencia de calificación.

Para los **inversores**, este estudio también les muestra una forma de interpretar la discrepancia entre las diferentes calificaciones de ESG rastreándolas hasta las diferencias específicas en el área temática, la medición y la ponderación. Por ejemplo, los inversores podrían reducir la discrepancia entre las calificadoras en aproximadamente un 50% cuando impongan su propia ponderación a los indicadores de las diferentes agencias de calificación. Las diferencias restantes se pueden atribuir a los indicadores que están provocando la discrepancia, y guiar la investigación adicional de un inversor.

Para las **empresas**, los resultados destacan que hay una discrepancia importante sobre su desempeño en materia de ESG. La divergencia se produce no sólo a nivel agregado sino también en subcategorías más específicas del desempeño en materia de ESG, como los derechos humanos o la energía. Esta situación tiende a frustrar los intentos de mejorar de las empresas, ya que la posibilidad de que sus esfuerzos sean reconocidos sistemáticamente por los proveedores de calificación en materia de ESG es pequeña. En muchos casos, es poco probable que la mejora de los resultados con un proveedor de calificación se traduzca en una mejora de los resultados en otro. Por último, para las **agencias de calificación/ rating** las diferencias entre ellas no son meramente diferencias de opinión, sino también diferencias de medición.

TIPOS DE PROVEEDORES DE DATOS: CATEGORIZACIÓN

Para un inversor que busca un proveedor de datos de ESG adecuado, un primer paso muy útil podría ser mapear los diferentes proveedores de datos de ESG de acuerdo a tres categorías⁵:

- **Fundamental.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que recogen y agregan los datos disponibles públicamente (típicamente de los archivos de las empresas, las webs de las empresas y las organizaciones no gubernamentales u ONG) y los difunden a los usuarios finales de manera sistemática. Por lo general, estos proveedores no tienen una metodología de calificación y no proporcionan puntuaciones generales de ESG de las empresas. El usuario de los datos debe determinar la materialidad de los mismos y desarrollar su propia metodología al construir una cartera. Ejemplos de proveedores fundamentales son Refinitiv (anteriormente, Thomson Reuters) y Bloomberg.
- **Integral.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que utilizan una combinación de datos objetivos y subjetivos y que abarcan todos los segmentos del mercado de ESG. Normalmente, estos proveedores de datos desarrollan su propia metodología de calificación y combinan los datos disponibles públicamente con los datos producidos por sus propios analistas mediante entrevistas/cuestionarios de empresas y análisis independientes. Estos proveedores utilizan cientos de métricas diferentes en relación con las áreas ambientales, sociales y de gobernanza y aplican una metodología establecida y sistemática para determinar la puntuación general de una empresa en materia de ESG.

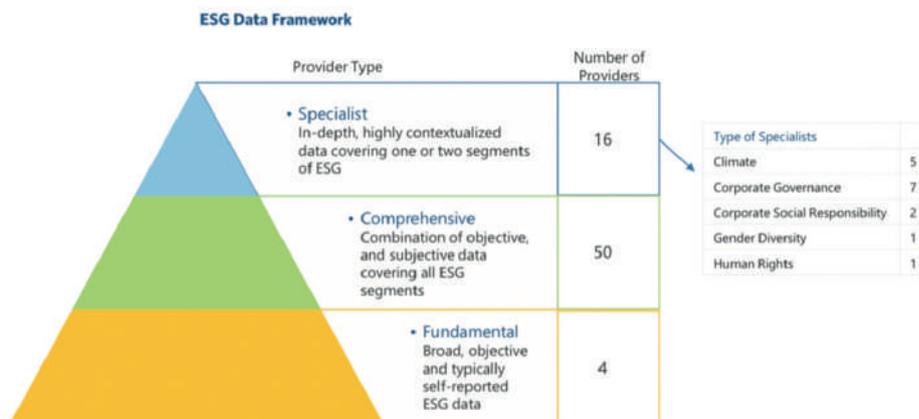
Además, estas empresas a menudo refinan los datos de las web y noticias en prensa para complementar las calificaciones de las empresas en materia de ESG con información adicional, como el análisis de controversias relacionado con cuestiones específicas de la empresa. También producen informes con las tendencias de países e industrias. Ejemplos de proveedores integrales son MSCI, Morningstar Sustainalytics, Vigeo Eiris, ISS, TruValue Labs y RepRisk. TruValue Labs y RepRisk forman parte de un campo creciente de proveedores de datos de ESG centrados en algoritmos y dependen menos de los analistas tradicionales de ESG para crear puntuaciones de empresas.

- **Especialistas.** En esta categoría se incluyen los proveedores de datos de ESG que se especializan en un tema específico de ESG, como las métricas ambientales/carbono, la gobernanza empresarial, los derechos humanos o la diversidad de género. La experiencia de estos proveedores en un campo específico, es útil para los inversores cuyo objetivo es abordar un tema en particular y mejorar en ese ámbito. Ejemplos de estos proveedores son TruCost (que ahora es propiedad de S&P Global), el proyecto sin fines de lucro Carbon Disclosure Project (CDP) y Equileap (datos sobre la igual-

⁵ (Feifei Li y Ari Polychronopoulos en su informe “What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!”).

dad de género). Debido a la gran cantidad de datos de ESG que los proveedores integrales adquieren y mantienen, es a menudo posible proporcionar también datos especializados a los usuarios finales.

Marco de datos ESG



Fuente: Research Affiliates, LLC.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN DE ESG INTEGRALES: LAS MÁS PROMINENTES

MORNINGSTAR SUSTAINALYTICS

La clasificación de riesgo de ESG de Morningstar Sustainalytics mide el grado en que el valor económico de una empresa tiene un riesgo debido a factores de ESG o, con más exactitud, la magnitud de los riesgos de ESG no gestionados de una empresa. Morningstar Sustainalytics clasifica las empresas en cinco categorías de riesgo (insignificante, bajo, medio, alto, grave). Estas categorías de riesgo son absolutas, lo que significa que una evaluación de “alto riesgo” refleja un grado comparable de riesgo de ESG no gestionado en todo el universo de análisis, ya sea que se refiera a una empresa agrícola, a una empresa de servicios públicos o a cualquier otro tipo de empresa. Un punto de riesgo es equivalente, independientemente de la empresa o el tema al que se aplique, y los puntos de riesgo se suman a través de los temas para así crear puntuaciones globales.

Según Morningstar Sustainalytics, una cuestión se considera material dentro de la clasificación de riesgo del ESG si es probable que su presencia o ausencia en los informes financieros influya en las decisiones tomadas por un inversor razonable. Para que se considere relevante en la calificación de riesgo, un tema debe tener un impacto potencialmente sustancial en el valor económico de una empresa y, por lo tanto, en el riesgo financiero y el perfil de rendimiento de un inversor que invierte en la empresa. Es im-

portante distinguir el concepto de materialidad de la ESG del concepto de materialidad en las definiciones más estrictas de carácter jurídico o contable. No todas las cuestiones que Morningstar Sustainalytics considera importantes en la calificación están obligadas por ley a ser reveladas en los informes de la empresa. Algunas cuestiones son importantes desde la perspectiva del ESG, incluso si las consecuencias no son totalmente medibles hoy en día.

El énfasis de la clasificación de riesgo de ESG en la materialidad incorpora una dimensión adicional: **la dimensión de la exposición**. Refleja la medida en que una empresa está expuesta a riesgos ESG materiales identificados a nivel de la industria y afecta a la puntuación global de la calificación de una empresa, así como a la puntuación de su calificación para cada cuestión material de ESG. La exposición se estima a nivel de subindustria, y se ajusta más a nivel de empresa individual. La **segunda dimensión** de la clasificación de riesgo de ESG es la **gestión**. La gestión de la ESG puede considerarse como un conjunto de compromisos y acciones de la empresa que demuestran cómo una empresa aborda y gestiona un tema de ESG mediante políticas, programas, desempeño cuantitativo y participación en controversias, así como su gestión de la gobernanza empresarial. Morningstar Sustainalytics considera la gestión en la clasificación de riesgos de ESG, ya que los compromisos y acciones de las empresas proporcionan señales sobre si las empresas están gestionando los riesgos de ESG.

Se considera que el sistema de puntuación de la clasificación de riesgos de ESG de una empresa se produce a cada nivel en tres pasos. El punto de partida es el nivel de exposición, el siguiente paso es la gestión, y el paso final es el cálculo del riesgo no gestionado, utilizando el concepto de descomposición del riesgo. La puntuación final de la clasificación de riesgo ESG es una **medida del riesgo no gestionado**. Se define como el riesgo material de ESG que no ha sido gestionado por una empresa. Incluye dos tipos de riesgo: el **riesgo no gestionable**, que no puede ser abordado por las iniciativas de la empresa, así como la brecha de gestión, que representa los riesgos que podrían ser gestionados por una empresa a través de iniciativas adecuadas pero que todavía no pueden ser gestionados totalmente.

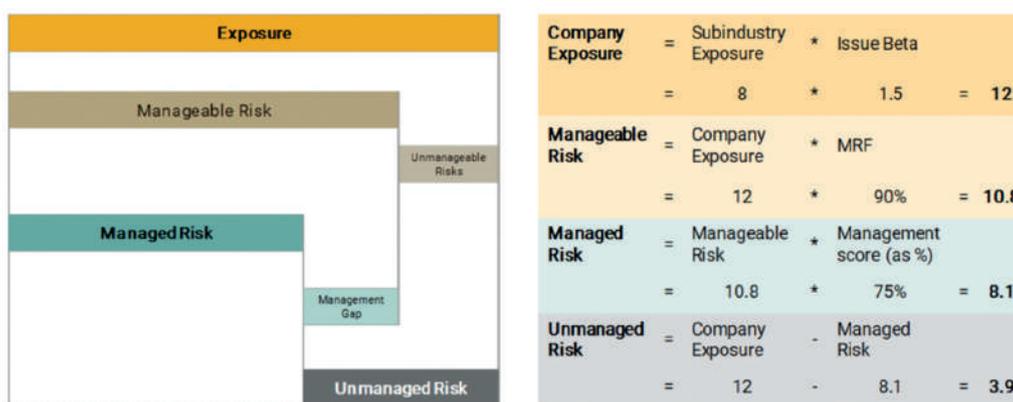
Con arreglo a este modelo, algunos **riesgos son gestionables**, como el riesgo de accidentes en el trabajo, que puede gestionarse mediante el establecimiento de procedimientos de seguridad rigurosos, la elaboración de planes de respuesta de emergencia, la realización de simulacros de seguridad, la promoción de una cultura de seguridad, etc. Algunos riesgos **no son (totalmente) gestionables**, como las emisiones de carbono de los aviones en vuelo. La aerolínea puede gestionar parte del problema, modernizando los aviones, instalando winglets, trabajando en sistemas de TIC para minimizar el tiempo que los aviones pasan al ralentí en la pista, etc., pero no puede gestionar fácilmente todas las emisiones generadas durante el vuelo de un avión. Esto significa que una aerolínea tiene algún riesgo no gestionable sobre las emisiones de carbono, lo que debería contribuir a su puntuación de riesgo no gestionable sobre ese tema.

El riesgo ingestionable es sólo uno de los dos componentes del riesgo no gestionado. El segundo componente es la **brecha de gestión**. Habla de la parte manejable de los riesgos materiales de ESG a los que se enfrenta una empresa y refleja el fracaso de la empre-

sa en la gestión de estos riesgos, como se ve en la puntuación de gestión de la empresa (Management score).

La proporción de riesgo que es manejable frente a la proporción de riesgo que es inmanejable en una cuestión material de ESG está predefinida a nivel de subindustria por un **factor de riesgo manejable**. Cada cuestión material de ESG tiene un factor de riesgo manejable (MRF), que oscila entre el 30% (lo que indica que un alto nivel de riesgo de emisión es inmanejable) y el 100% (lo que indica que el riesgo de emisión se considera totalmente manejable).

Radio de riesgo ESG. Estructura de puntuación



Fuente: Morningstar Sustainalytics.

La estimación del **riesgo no gestionado** (la puntuación final de la clasificación de riesgo de ESG) requiere tres pasos:

- 1) Se evalúa el nivel de exposición global de las empresas en una cuestión importante de ESG de una subindustria determinada y que puede ser gestionado por la empresa (evaluación del riesgo gestionable).
- 2) A nivel de empresa, se calcula el grado en que una empresa ha gestionado la parte de riesgo gestionable de su exposición global respecto a una cuestión concreta de ESG (evaluación de la puntuación global de la gestión).
- 3) Por último, la puntuación del riesgo no gestionado se calcula restando los riesgos gestionados de la puntuación de exposición global de una empresa con respecto a un problema importante de ESG (cálculo final de la puntuación del riesgo no gestionado).

MSCI

El MSCI es un proveedor de investigación y calificación de ESG y gobierno corporativo. También proporciona investigación de índices y fondos y es históricamente más cono-

cido por sus productos de índices de mercado. Se considera uno de los tres principales proveedores de calificaciones de ESG. Al igual que Morningstar Sustainalytics, cuenta con varios productos que van desde el cumplimiento y la selección, la investigación de índices, el análisis de carteras, la investigación de riesgos de carbono y la investigación de integración de la ESG. MSCI tiene la propiedad intelectual de las empresas heredadas KLD, Innovest, IRRC y GMI (Governance Metrics Internacional) ratings.

Según MSCI, los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza se derivan de las tendencias globales (por ejemplo, el cambio climático, la escasez de recursos, los cambios demográficos), así como de la naturaleza de las operaciones de la empresa. Un riesgo se considera material para una industria determinada cuando es probable que las empresas de esa industria incurran en costos sustanciales con respecto a ella (por ejemplo: una prohibición reglamentaria de un producto químico clave). Una oportunidad es material para una industria determinada cuando es probable que las empresas de esa industria puedan capitalizarla para obtener beneficios (por ejemplo: oportunidades en tecnología limpia para la industria de la iluminación LED). Esta definición de materialidad es diferente a la de Morningstar Sustainalytics, pero sigue siendo una opinión (y puede diferir de las opiniones de otros inversores).

MSCI evalúa los riesgos y oportunidades materiales de cada industria mediante un modelo cuantitativo que considera los rangos y valores medios de cada industria para impactos externalizados como son la intensidad del carbono, la intensidad de agua y las tasas de lesiones. Se permiten excepciones específicas para empresas con modelos de negocio diversificados, que se enfrenten a controversias o excepciones basadas en normas de la industria. Una vez identificadas, estas “cuestiones clave” se asignan a cada industria y empresa.

Las calificaciones finales de MSCI ESG se derivan de los promedios ponderados de las puntuaciones de los temas clave. Estas puntuaciones se agregan y se normalizan por sus industrias. Después de que cualquier anulación sea tenida en cuenta, la puntuación final ajustada a la industria de cada empresa corresponde a una calificación entre la mejor (AAA) y la peor (CCC). Estas evaluaciones del rendimiento de las empresas no son absolutas, sino que están explícitamente destinadas a ser relativas a los estándares y el desempeño de las otras empresas del mismo sector.

El MSCI sostiene que para comprender si una empresa está gestionando adecuadamente un riesgo clave de ESG, es esencial entender tanto las estrategias de gestión que ha empleado como el grado de exposición al riesgo. El modelo de Calificaciones ESG de MSCI intenta medir ambas cosas: la exposición al riesgo y la gestión del riesgo. Para que MSCI obtenga una puntuación alta en una cuestión clave, la gestión debe ser juzgada de acuerdo con el nivel de exposición: una empresa con alta exposición también debe tener una gestión muy fuerte, mientras que una empresa con exposición limitada puede tener un enfoque más modesto, en opinión de MSCI. La puntuación de la exposición al riesgo y la puntuación de la gestión del riesgo se combinan de tal manera que un nivel de exposición más alto requiere un nivel más alto de capacidad de gestión demostrada a fin de lograr la misma puntuación global. La puntuación que se esté tratando se mueve en una escala de 0 a 10, donde 0 es muy pobre y 10 es muy bueno.

La evaluación de las oportunidades de ESG en MSCI funciona de manera similar a los riesgos, pero el modelo utilizado para combinar la exposición y la gestión difiere. La exposición indica la relevancia de la oportunidad para una empresa determinada en función de sus segmentos comerciales y geográficos actuales. La gestión indica la capacidad de la empresa para aprovechar la oportunidad. Cuando la exposición es limitada, la puntuación se limita hacia la mitad del rango de 0-10, mientras que una alta exposición permite puntuaciones más altas y más bajas.

Las calificaciones de MSCI de ESG también revisan las controversias, que pueden indicar problemas estructurales en la capacidad de gestión de riesgos de una empresa. En el modelo de clasificación de ESG, un caso de controversia que un analista considere que indica problemas estructurales y que podrían suponer futuros riesgos materiales para la empresa, provoca una mayor deducción de la puntuación que un caso de controversia que se considere un indicador importante de los resultados recientes pero que no sea una señal clara de un futuro riesgo material. Un caso de controversia se define como un caso o situación en curso en el que las operaciones y/o productos de la empresa tienen supuestamente un impacto negativo en el medio ambiente, la sociedad y/o la gobernanza.

Las fuentes de datos de MSCI son similares a las que podrían utilizar los equipos de Morningstar Sustainalytics y otros equipos internos. Concretamente:

- datos macro a nivel sectorial o geográfico de conjuntos de datos académicos, gubernamentales y de organizaciones no gubernamentales (ONG); y
- publicación de datos por la empresa (por ejemplo, presentaciones del 10-K, memoria de responsabilidad corporativa, resultados de la Junta de accionistas).

Para llegar a la calificación final de la letra, el promedio ponderado de la puntuación se normaliza por la industria. El rango de puntuaciones de cada industria se establece anualmente tomando un promedio móvil de tres años de las puntuaciones superior e inferior entre los componentes del Índice MSCI ACWI; los valores se fijan en el percentil 97,5 y 2,5. Utilizando estos rangos, el promedio ponderado de la puntuación se convierte en una puntuación ajustada a la industria de 0 a 10, donde cero es lo peor y 10 lo mejor. La puntuación ajustada por la industria corresponde a una calificación entre la mejor (AAA) y la peor (CCC).

CONCLUSIÓN

Los inversores que tienen que elegir un proveedor de calificaciones de ESG se enfrentan a muchos desafíos debido al gran número y a los diferentes tipos de proveedores disponibles, así como a la falta de correlación y coherencia en las calificaciones producidas por los diferentes proveedores. Incluso dos proveedores bien conocidos y establecidos, con metodologías sólidas, pueden asignar diferentes calificaciones a la misma empresa, pero ese obstáculo por sí solo no debería impedir que los inversores consideren o adopten una estrategia de integración del ESG.

Un enfoque podría ser que los inversores deberían evaluar las diversas metodologías de los proveedores de calificaciones de ESG para seleccionar el proveedor cuya metodología se ajuste más a las necesidades y tipo de análisis del propio inversor. Cada vez más, se está poniendo más énfasis en incrementar la transparencia de las empresas a través de un cambio en la regulación de publicación de resultados. Además, se debatió la publicación de indicadores no financieros, que podrían al menos ayudar al cálculo del desempeño de ESG. Los primeros pasos en esta dirección los está dando la Directiva de la UE sobre la presentación de informes no financieros (2014/95/UE), que exige a las grandes entidades de interés público con más de 500 empleados (empresas que cotizan en bolsa, bancos y compañías de seguros) que revelen cierta información no financiera. Sin embargo, las directrices para la publicación de esta directiva son muy vagas y sólo se refieren a las grandes empresas, por lo que carecen de detalle y perímetro de impacto.

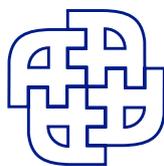
La inversión responsable tiene como objetivo incluir la información ESG en la toma de decisiones de inversión, para asegurar que todos los factores relevantes sean tenidos en cuenta al evaluar el riesgo y el rendimiento. Ignorar los factores ESG significa ignorar los riesgos y oportunidades que pueden afectar significativamente al rendimiento de la inversión.

En este contexto, los proveedores de calificaciones de ESG desempeñan un papel cada vez más importante en el proceso de inversión al proporcionar su evaluación de las empresas a través de diversas métricas de ESG. Sin embargo, para los analistas y gestores de carteras la prioridad debería ser más bien analizar los datos de ESG importantes y evaluar si estos suponen ahora o en el futuro más bien un riesgo o una oportunidad para el rendimiento de la empresa en mercado. Por lo tanto no debería centrarse en una sola cifra como es la calificación agregada (rating) de ESG del proveedor de datos.

Una verdadera integración de ESG en el proceso de inversión de los inversores y gestores de activos debería ser el análisis y la integración (en la decisión de inversión) de los impactos financieros de las cuestiones importantes de ESG, y no la toma de una calificación agregada (rating) del proveedor de datos.

BLOQUE 3:

**INTEGRACIÓN DE LOS
CRITERIOS ESG EN EL ANÁLISIS DE RIESGOS:
METODOLOGÍAS Y ANÁLISIS DE IMPACTO**



IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

3.1. INTEGRACIÓN DE LOS CRITERIOS ESG EN EL ANÁLISIS DE RIESGOS: METODOLOGÍAS Y ANÁLISIS DE IMPACTO

JUAN CARLOS DELRIEU

Director de Estrategia y Sostenibilidad

Asociación Española de Banca

RESUMEN

Los modelos no dejan de ser una simplificación de la realidad que se construyen y estiman para facilitar la toma de decisiones en entornos inciertos. Por ello, para incorporar conceptos tan novedosos como los criterios ESG o consideraciones climáticas en los procesos de toma de decisiones, se deben repensar las herramientas de análisis existentes y desarrollar nuevos modelos para evaluar el riesgo climático, con el propósito de que puedan ser utilizados por la empresa y la industria financiera. Sin embargo, no todas las metodologías responden a un mismo objetivo ni tienen el mismo alcance. Por ejemplo, no es lo mismo medir la emisión de gases de efecto invernadero, que modelar escenarios alineados a ciertos objetivos marcados por la ciencia. En este capítulo se transita por diferentes enfoques metodológicos, todos ellos de gran utilidad para definir un planteamiento estratégico a largo plazo y, muchos de ellos, complementarios. Ahora bien, a pesar de su complejidad, los modelos climáticos han de responder con trazabilidad y con un cierto grado de consistencia a tres objetivos fundamentales: primero, deben facilitar una medida de exposición, segundo, han de ayudar a construir una senda que marque la transición desde el presente hasta la ambición reflejada en el Acuerdo de París y, tercero, deben ser de utilidad para la gestión de los riesgos derivados del cambio climático. Para ello, es fundamental disponer de información de calidad y mejorar el conocimiento y la formación en estos temas.

INTRODUCCIÓN

Se ha experimentado un crecimiento vertiginoso en la integración de los criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (factores ESG, por sus siglas en inglés) en los

últimos años, con un foco muy especial en el cambio climático por el impacto que ya está teniendo en las arterias de nuestra sociedad y que, de no actuar con convicción, puede llegar a tener un efecto devastador en el futuro. Parece bastante razonable pensar que los criterios ESG influyen en el rendimiento financiero a largo plazo de una empresa, por lo que incorporar estas consideraciones en los procesos de valoración de inversiones, construcción de carteras y en la financiación de proyectos y actividades económicas, puede ayudar a mejorar los rendimientos ajustados al riesgo en el largo plazo.

La racionalidad de este argumento se sustenta en que, por lo que responden los inversionistas, emisores de bonos, gestores de activos, directores de empresa y las entidades financieras, un buen desempeño en temas de ESG puede mejorar el crecimiento en ventas, reducir costos, minimizar el impacto negativo de regulaciones e intervenciones legales, mejorar la productividad de los empleados y optimizar la inversión y los gastos de capital¹. El hecho de que más inversores y ejecutivos confiesen que ya están incorporando criterios ESG en sus decisiones estratégicas y financieras no hace más que apuntalar que el valor de ESG continuará creciendo en el futuro.

Por ello, disponer de métricas ESG y converger en la mejor manera de medir el impacto del riesgo ligado al cambio climático es más importante que nunca. Es relevante porque es un indicador de la calidad de un equipo directivo y del gobierno corporativo, pero también es importante para optimizar el proceso de selección de carteras para los inversores, lo es para que las entidades financieras puedan medir el riesgo de sus préstamos y, por tanto, para valorar la calidad de su balance, y lo es para la sociedad que tiene el derecho no sólo de saber cómo se gestionan sus ahorros sino en qué grado los agentes involucrados en el cambio están actuando, lo que exige un elevado grado de control y de transparencia y, por tanto, de indicadores y métricas adecuadas.

No obstante, los obstáculos para instrumentalizar estos criterios e integrarlos adecuadamente en un proceso de toma de decisiones no solo no se han superado, sino que van en aumento. La dificultad por acotar el significado de los riesgos asociados a los criterios ESG², la complejidad de los términos empleados³, la carencia de estándares, la creciente multitud de *ratings* y metodologías y, sobre todo, la ausencia de una información pública creíble, comparable y de calidad, no hace más que añadir dificultades a unos conceptos que ya de por sí resultan tan complejos de interpretar como costosos de gestionar.

En este sentido, el creciente interés en el desempeño ESG de las empresas está propiciando una proliferación de informes, clasificaciones, solicitudes de inversionistas y analistas que en pro de la transparencia acaban siendo más confusos que aclaratorios pues están basados en información parcial, metodologías opacas y heterogéneas y estándares divergentes que si bien complacen a un conjunto de agentes, apunta la necesidad de

¹ McKinsey & Company (2020): “The ESG premium: New perspectives on value and performance”.

² Coleton, A. et al (2020): “Sustainable Finance. Market Practices”, European Banking Authority, Staff Paper Series N.6.

³ IIF Sustainable Finance Working Group Report (2019): “The case for simplifying sustainable investing terminology”.

profundizar en este aspecto. De hecho, como señala el Banco de España⁴, la complejidad del problema al que se enfrentan las agencias de calificación ESG se pone en evidencia al valorar la enorme dispersión de las clasificaciones medioambientales y sociales disponibles para cada emisor frente a la consistencia de los análisis financieros que esas mismas agencias de *rating* realizan para esas mismas empresas.

Por su parte, los riesgos derivados del cambio climático requieren un esfuerzo adicional porque, por su propia naturaleza, el horizonte temporal sobre el que se pueden manifestar se desvía del sesgo cortoplacista con el que las empresas suelen gestionar el riesgo operacional. Es decir, la ciencia es clara sobre los riesgos a largo plazo del cambio climático por lo que, en principio, los mercados financieros deberían incorporarlos en sus procesos estratégicos y operativos y, especialmente, en el análisis de evaluación y gestión de riesgos. Sin embargo, emerge un desajuste estructural entre los horizontes utilizados por los científicos del clima (pronósticos a muy largo plazo) y la longitud de los ciclos utilizados por los actores económicos y financieros, habitualmente más cortos. Además, la velocidad a la que pueden llegar a manifestarse es incierta, lo que exige plantear unas metodologías diferentes a las que normalmente se han utilizado para gestionar el riesgo.

Para ayudar a identificar la información que necesitan los inversores, prestamistas y suscriptores de seguros para evaluar y valorar adecuadamente los riesgos y oportunidades relacionados con el clima, el *Financial Stability Board* estableció un grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima⁵ (TCFD, por sus siglas en inglés). Entre las recomendaciones del TCFD se sugiere que las organizaciones adopten una perspectiva basada en escenarios, extendiendo su horizonte temporal a varias décadas en el futuro con el propósito de que este enfoque pueda influir en la asignación de capital y facilite una transición hacia una economía más sostenible y baja en carbono.

Como señala la red de colaboración conformada por los bancos centrales (Network for Greening the Financial System-NGFS)⁶, el marco para el análisis y la gestión de riesgos ambientales pasa por transitar a lo largo de cuatro etapas:

- **Identificación de riesgos:** supone valorar con objetividad aquellos fenómenos que pueden causar un riesgo financiero significativo. Algunos pueden estar asociados a riesgos físicos (por ejemplo, fenómenos meteorológicos extremos) u otros a riesgos de transición (disminución de la demanda o precios de los combustibles fósiles, interrupción de las cadenas de suministro o aumento de los costes de emisión y contaminación). El riesgo físico del cambio climático puede tomar la forma de shocks agudos o crónicos, mientras que el riesgo de transición puede derivarse de cambios en políticas públicas, avances tecnológicos que dejen obsoletos los sistemas de producción presentes o cambios en las preferencias de los consumidores.

⁴ Alonso, A. y Marqués, J.M (2019). “Financial Innovation for a Sustainable Economy”, Banco de España Occasional Paper No. 1916.

⁵ TCFD (2017): “Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures”.

⁶ NGFS (2020) “Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions”, Technical Document, September 2020.

- **Exposición al riesgo:** para valorar un punto de partida o definir un escenario base sobre el que valorar el impacto de los riesgos medioambientales, es necesario medir el tamaño de las exposiciones de las instituciones financieras a este conjunto de riesgos (por ejemplo, 20% de préstamos expuestos a ciertos riesgos climáticos), para lo que es necesario disponer de las herramientas metodológicas adecuadas;
- **Evaluación de riesgos:** en esta etapa, más prospectiva, se deben emplear otro conjunto de modelos que pueden ser cualitativos o cuantitativos, o una combinación de ambos. Los resultados cualitativos suelen tomar la forma de *ranking* o calificaciones que evalúan el riesgo en una escala finita. Otros modelos cuantifican el riesgo financiero examinando las calificaciones crediticias de los prestatarios y estimando la probabilidad y la magnitud de las pérdidas financieras derivadas de estos riesgos para definir un valor en riesgo único para cada entidad financiera. Los supervisores financieros tratarán de evaluar el impacto de estos riesgos en cada entidad realizando pruebas de esfuerzo.
- **Gestión de riesgos o acción climática:** esta última fase, de contenido más estratégico, consiste en tomar medidas para reducir los riesgos mediante la introducción de políticas y procesos internos que desalienten las exposiciones a activos de riesgo ambiental. Por ejemplo, las instituciones financieras pueden ayudar a la transición verde y la gestión de riesgos ambientales de las empresas no financieras a través de una participación más activa de los accionistas, solicitando una mejor divulgación de la información y proporcionando asesoramiento sobre la gestión de riesgos climáticos.

La implicación del Consejo de Administración y del equipo directivo de una empresa es fundamental para dar respuesta a cada una de las fases descritas anteriormente. Por este motivo, la gobernanza emerge como un criterio fundamental. La determinación para que se integren los riesgos asociados a los factores ESG y, en particular, los asociados al cambio climático, no debería de depender únicamente de la existencia de una estricta regulación, de la disponibilidad de datos o de un adecuado esquema metodológico, sino de una firme señal por parte del Consejo de Administración de las empresas y entidades financieras. Sin embargo, sobre este tema hay todavía mucho por hacer porque, como señala la encuesta que ha realizado la EBA sobre un amplio conjunto de entidades financieras⁷, la sostenibilidad no está siendo integrada todavía en la gestión de riesgos. En la encuesta se preguntó a los bancos si consideraban la sostenibilidad como una forma de hacer negocios o si debería abordarse desde una perspectiva de gestión de riesgos. Las respuestas a la encuesta fueron mixtas: aproximadamente el 44% de los bancos ven la sostenibilidad como un área que si bien debe ser sensible a los riesgos y a las oportunidades que rodean las consecuencias del cambio climático debe ser gestionada por el área de Responsabilidad Social Corporativa, mientras que solo el 30% de los encuestados ve la sostenibilidad como un factor fundamental que debe integrarse en la toma de decisiones, en la agenda estratégica y en el área de riesgos y

⁷ IIF (2019): “Simplifying the Concepts”.

que, por tanto, debe gestionarse con el mismo detalle que cualquier otro riesgo al que se pueda enfrentar la compañía.

Un resultado tan paradójico como llamativo se refleja al considerar que, a pesar de que la mayoría de las instituciones indican que los riesgos de transición y físicos relacionados con el cambio climático son el principal riesgo material potencial y que por tanto merece una atención destacada desde la perspectiva de gestión prudencial de riesgos, menos del 20% de las entidades financieras en la Unión Europea disponen de prácticas específicas de gestión de riesgos climáticos. Una respuesta que, probablemente, obedece a que cuánto más compleja es una técnica de análisis, valuación o prospección, menos frecuentemente se usa.

METODOLOGÍAS PARA EVALUAR LOS RIESGOS ESG Y MEDIR EL IMPACTO DEL CAMBIO CLIMÁTICO

Para incorporar criterios ESG y, en particular, consideraciones climáticas en los procesos de toma de decisiones se deben repensar las herramientas de análisis, adaptar las que hasta ahora se habían empleado a esta nueva realidad y, en definitiva, desarrollar nuevos modelos para evaluar el riesgo climático con el propósito de que puedan ser utilizados por la empresa y la industria financiera. Ahora bien, no todas las metodologías responden a un mismo objetivo ni tienen el mismo alcance y, por lo tanto, el grado de complejidad varía notablemente de unas a otras.

Aunque el fin último sea común, no es lo mismo valorar el desempeño de los criterios ESG que hacer un análisis riguroso y basado en la ciencia del impacto derivado del cambio climático. De la misma manera que no se puede aplicar el mismo enfoque si se pretende valorar el impacto de los riesgos físicos o de transición. Asimismo, en función del objetivo que se pretenda analizar, habría que diferenciar entre aquellas herramientas que ayuden a conocer el grado de exposición de una cartera de activos, de aquellas otras orientadas al cálculo de las emisiones de gases de efecto invernadero, o de modelos prospectivos basados en el análisis de escenarios. A su vez, hay dos tipos de escenarios climáticos que las instituciones financieras podrían considerar al seleccionar una metodología que facilite la gestión del riesgo derivado del cambio climático:

- Escenarios climáticos basados en la temperatura en función de la información proporcionada por la ciencia y agencias internacionales (Agencia Internacional de la Energía o el Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático), los cuales tienden a describir una transición climática según la ambición y el momento en el que se da a actuar.
- Escenarios basados en eventos, los cuales tienden a centrarse en los impactos que podría generar un evento disruptivo como podría ser, por ejemplo, la introducción de una tecnología energética innovadora, que es el diseño con el que los bancos centrales están planteando las pruebas de estrés. Ahora bien, estos escenarios si bien pueden delimitar la incertidumbre frente a escenarios de transición abruptos o desorde-

nados, son más complejos de desarrollar pues se carece de un horizonte temporal definido y, por tanto, impiden desarrollar una senda de ajuste hacia una economía descarbonizada.

Actualmente, las instituciones financieras tienden a decantarse por metodologías con una clara orientación prospectiva que ayuden a determinar una trayectoria de alineación con los objetivos marcados en el Acuerdo de París y, por lo tanto, en el análisis de escenarios basados en la temperatura, tal y como sugiere el TCFD.

A pesar de las dificultades que entraña esta amalgama de alternativas metodológicas, el análisis es todavía más complejo. Así, mientras algunas metodologías tienen un enfoque general y ofrecen una vinculación a la cartera cualquiera que fuese la actividad que financie (modelos macroeconómicos de equilibrio general y modelos integrales de evaluación), otras muchas se basan en un enfoque sectorial, por lo que es necesario identificar previamente los sectores que más relevancia pueden tener en una senda de transición hacia una economía descarbonizada.

Sea cual sea la metodología de evaluación que se utilice y considerando el potencial de desarrollo que todavía existe en este campo, lo importante es la posibilidad de que se puedan combinar para servir de guía en el proceso de descarbonización de las carteras en consonancia con los objetivos implícitos en el Acuerdo de París. En cualquier caso, sería deseable que las metodologías de análisis de los riesgos derivados del cambio climático o los derivados de los criterios ESG cumplieran algunos atributos, tales como:

- **Usabilidad:** ¿Qué tan fácil es obtener datos relevantes? ¿Las metodologías son repetibles y sistemáticas? ¿Los resultados de los modelos se pueden interpretar de manera natural y sencilla?
- **Consistencia:** El hecho de que los resultados de diferentes herramientas apunten hacia una misma dirección debiera ser uno de los atributos más relevantes de cualquier metodología de análisis.
- **Fiabilidad:** ¿Los resultados comunican el efecto real de las decisiones financieras? ¿Las metodologías se pueden adaptar a las características del sector o de la empresa o son relativamente fáciles de adaptar al problema sobre el que se pretende tener una mayor claridad? ¿Se pueden utilizar para la toma de decisiones internas?
- **Complementariedad:** ¿En qué medida una metodología refuerza a otras?
- **Transparencia:** Trazabilidad completa de datos y supuestos. Metodologías que ayuden a mejorar la divulgación y que eviten la confusión.

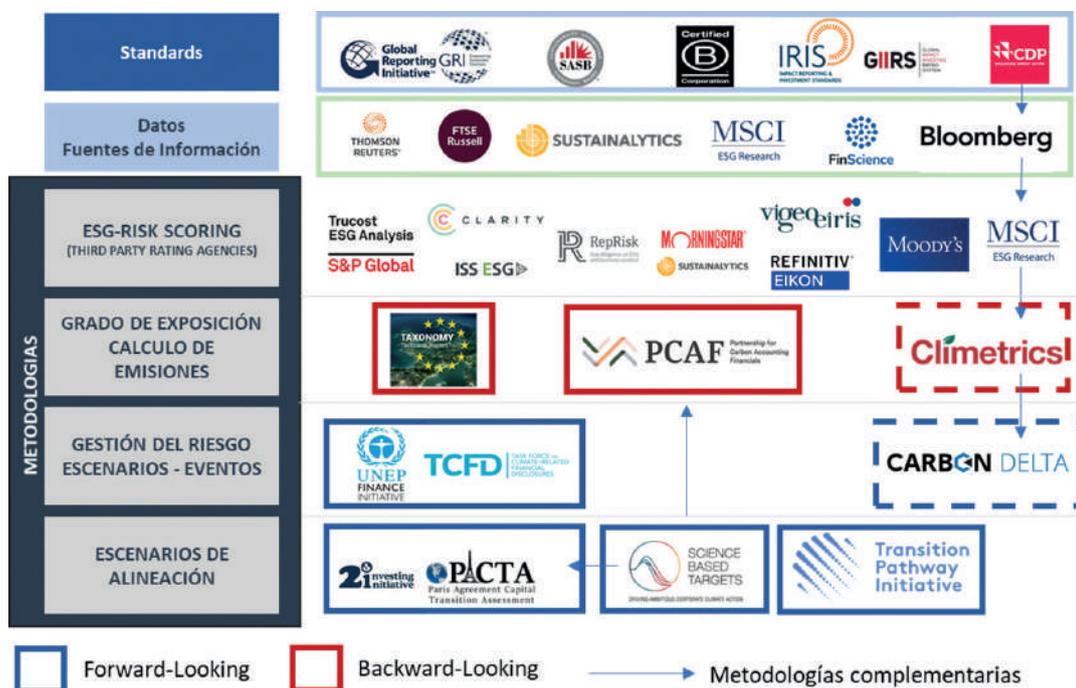
En línea con estos argumentos, el resto de este capítulo proporciona las claves para conseguir un entendimiento común de las metodologías existentes y de su utilidad para definir un planteamiento estratégico a largo plazo (véase el gráfico 1 para tratar de ordenar las diferentes metodologías que existen hasta este momento y el gráfico 2 en el que se mapean los principales proveedores de datos y metodologías).

Gráfico 1: Clasificación de metodologías ligadas a los criterios ESG y la evaluación del impacto del cambio climático



Fuente: Finance for Tomorrow (2018), NGFS (2020), AFI (2020) y elaboración propia.

Gráfico 2: Mapa de proveedores de datos ESG y metodologías



Fuente: elaboración propia.

EXPOSICIÓN A LOS RIESGOS ESG: METODOLOGÍAS BASADAS EN PARAMETRIZACIÓN Y RANKING

La metodología de puntuación e integración de los criterios ESG puede considerarse como una categoría importante de herramientas para evaluar los riesgos ambientales y sociales para las participaciones en inversiones. La evaluación del riesgo ESG se resume típicamente en puntuaciones para valores (por ejemplo, acciones y bonos) o empresas que generalmente son estimadas por proveedores especializados de calificación ESG (véase gráfico 2). Las puntuaciones ESG se utilizan para la gestión de inversiones con el propósito de evaluar la exposición al riesgo financiero pertinente (por ejemplo, excluyendo las acciones o bonos de empresas con las puntuaciones ESG más bajas de una cartera) y/o capturando oportunidades al alza (por ejemplo, dando preferencia a seleccionar acciones y bonos de empresas con las puntuaciones ESG más elevadas). Obviamente, se puede parametrizar para que el resultado sea una combinación promedio de los riesgos sociales, medioambientales o de gobernanza, o bien se pueden ponderar de acuerdo con los criterios con los que el inversor o el analista sean más sensibles (véase gráfico 3).

Para que el resultado pueda estar mejor orientado, las principales agencias de calificación crediticia han condicionado los factores ESG en función de su materialidad, es decir, aquellos que aumentan la probabilidad de incumplimiento y pérdida de crédito actualmente o en el futuro. Para ello, varios proveedores de servicios de datos financieros, como MSCI y Bloomberg, han desarrollado bases de datos ESG que cubren a la mayoría de las empresas y bonos listados, por lo que la mayoría de los gestores de activos utilizan indicadores ESG proporcionados por estos proveedores de datos. Sin embargo, algunos gestores han decidido desarrollar sus propias metodologías para la puntuación e integración de criterios ESG bajo la justificación de que algunos factores ambientales o sociales que no están suficientemente desarrollados por las agencias tradicionales, lo que da pie a un elevado grado de subjetividad y opacidad al ser más difícil replicar los resultados de los modelos, así como hacer comparaciones homogéneas entre diferentes agencias.

La ventaja de la parametrización es que el resultado se puede calcular para un amplio conjunto de activos a corto, medio o largo plazo. Los problemas a los que se enfrenta esta metodología, más allá de la calidad de la información empleada, es la dificultad por acotar la definición de los criterios ESG y la falta de estándares por lo que hay una tendencia natural a incorporar un elevado grado de información subjetiva, lo que propicia que el alcance, la profundidad del análisis y la comparabilidad de los resultados obtenidos por diferentes agencias no sea homogénea. De esta manera, la interpretación que resulte de este enfoque, más allá del valor que le proporciona a cada agente tener un marco para poder basar sus decisiones de inversión, tiene una utilidad relativa. Además, el resultado que se consigue con este enfoque metodológico no es compatible con modelos financieros porque el puntaje no representa una probabilidad.

Adicionalmente, conviene destacar otros obstáculos inherentes a esta metodología. Una inadecuada parametrización o inapropiada selección de cuestiones materiales puede dar lugar, por ejemplo, a que una empresa con importantes problemas de gobernanza todavía puede puntuar bastante bien en promedio, como recientemente puso de mani-

fiesto el caso *Wirecard*. Además, las calificaciones suelen estimarse únicamente en base a los datos y políticas reportados, por lo que solo se cubre una parte de los datos pertinentes y crea un sesgo hacia las empresas más grandes que tienen la capacidad de informar sobre la sostenibilidad con más detalle y profundidad que el resto. Por último, las puntuaciones tienden a compararse con empresas de su propio sector, lo que puede llegar a conducir a una situación contraintuitiva en la que una empresa puede llegar a ser “líder en sostenibilidad” en su industria, aunque sea un emisor neto de gases de efecto invernadero.

Por todo ello, siempre y cuando las clasificaciones ESG sean una parte complementaria y no una forma de representar los modelos de negocio y las finanzas, pueden llegar a tener un gran valor, pero solo hasta cierto punto: van a alejar el capital de algunas de las peores empresas o industrias, pero no será suficiente para impulsar negocios sostenibles.

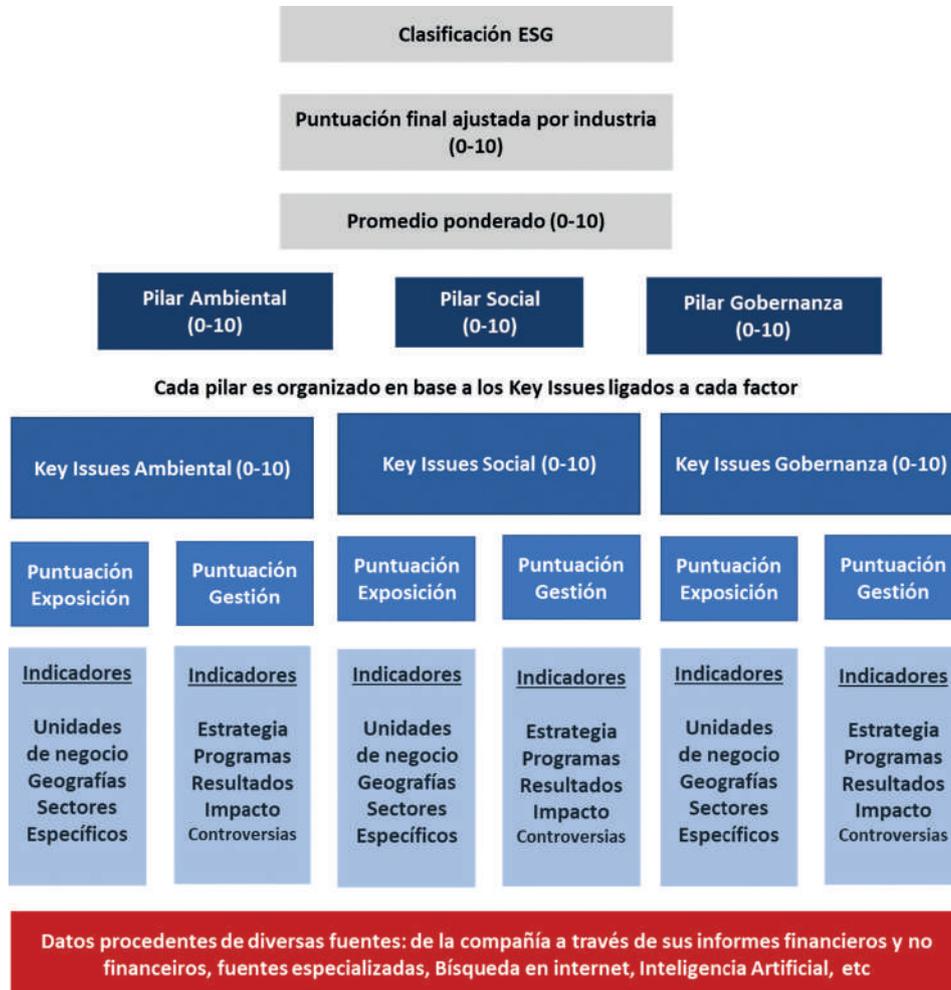
La creciente exigencia de datos ESG fiables y oportunos ha dado lugar a dos tendencias. La primera surge por la necesidad de lograr un marco de trabajo reconocido y homogéneo para evitar que se produzcan esfuerzos duplicados y una carencia de datos consistentes y comparables. La falta de estandarización y la proliferación de marcos de divulgación ESG puede resultar tan confusa para los inversores como para la mayoría de las empresas. Por ello, el *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) ha desarrollado uno de los marcos más adecuados para imponer el orden a las divulgaciones referidas a los criterios ESG. El SASB se estableció en 2011 como una organización independiente y su misión es fomentar la “divulgación de alta calidad de la información de sostenibilidad material que satisfaga las necesidades de los inversores”. SASB desarrolla y mantiene estándares de contabilidad de sostenibilidad para 77 industrias a través de un mapa de materialidad. Entre sus objetivos declarados se encuentra asegurarse de que la información financiera relevante esté disponible para los inversores en un formato efectivo y útil para la toma de decisiones. Afortunadamente, a medida que están surgiendo nuevos marcos para las divulgaciones de ESG, las empresas están teniendo una mejor idea de qué pasos deben tomar para ser demostrar su compromiso con el cumplimiento de los criterios ESG y de la divulgación de estas prácticas.

La segunda tendencia obedece al impulso de proveedores de datos ESG que utilizan tecnología, como la inteligencia artificial y algoritmos de aprendizaje automático, para examinar grandes cantidades de datos no estructurados de fuentes externas a una empresa, como artículos de noticias, informes de ONG, redes sociales y otras fuentes. Las herramientas de búsqueda automatizadas que utilizan palabras clave predefinidas vinculadas a problemas específicos de ESG (por ejemplo, cambio climático, escasez de agua, relaciones laborales, gobierno corporativo) pueden escanear grandes cantidades de datos para identificar incidentes de riesgo y controversias relacionadas con el rendimiento y la sostenibilidad de ESG de una empresa. Estos datos se pueden utilizar para compilar puntuaciones y métricas ESG que son utilizadas por bancos, inversores institucionales y gestores de inversiones para la debida diligencia y gestión de riesgos, como se pone de manifiesto en Moreno y Caminero (2020)⁸, donde haciendo un análisis entre las entida-

⁸ Moreno, A.I, y Caminero, T.(2020): “Application of text mining to the analysis of climate-related disclosures”, Banco de España, Working Paper 2035.

des financieras españolas se puede observar como en la mayoría de ellas el énfasis y la relevancia de los riesgos climático va en aumento, aunque para llegar a esa conclusión hay que hacer un esfuerzo de búsqueda notable porque las entidades tienden a diluirlas en diferentes publicaciones.

Gráfico 3: Jerarquía para parametrizar los riesgos inherentes a los criterios ESG



Fuente: MSCI (2019) y NGFS (2020).

Aun así, se está haciendo un esfuerzo para dotar de transparencia y aumentar la complejidad de este marco metodológico que cobraría mucho más valor en la medida en que se aumente la objetividad de los resultados y se reduzca la interferencia de los analistas para, de esta manera, comenzar a tener resultados razonablemente comparables, tal y como ocurre cuando las agencias de *rating* valoran la solvencia financiera de una empresa.

METODOLOGÍAS PARA MEDIR EL RIESGO DERIVADO DEL CAMBIO CLIMÁTICO

Para valorar el impacto del cambio climático sobre una cartera de inversión o para medir e informar del efecto derivado de la financiación a empresas y proyectos, existen varias metodologías. Las entidades financieras tienen diferentes combinaciones de activos, cumplen diversos roles en la sociedad y trabajan con casi todos los sectores de la economía, desde la compra o rehabilitación de viviendas hasta proyectos internacionales a gran escala. Por lo tanto, cabría pensar que diferentes metodologías de medición e informes de impacto climático podrían ser de interés para la toma de decisiones. Sin embargo, la medición del impacto climático y las metodologías planteadas están en un incipiente estado de desarrollo, por lo que, hasta ahora, ninguna metodología ha demostrado ser perfecta o suficiente.

La Unión Europea ha aprobado una metodología para la clasificación de activos (taxonomía⁹) y, aunque está basada en las recomendaciones de un amplio conjunto de expertos y delimita su acción a 67 actividades englobadas en ocho sectores de la economía, su complejidad y las diferentes formas de interpretar las recomendaciones en cada país está provocando que todavía no se haya consolidado como una sólida herramienta de valoración de activos, aunque no hay duda de que terminará siendo la pieza angular sobre la que se desarrollarán las finanzas sostenibles en la UE.

En paralelo, hay otros esfuerzos orientados a identificar la descarbonización necesaria de las carteras como un aspecto clave de la medición, por lo que concentran sus objetivos en el cálculo de las emisiones de gases de efecto invernadero asociadas a su financiación, como una forma de medir la huella de carbono, como ha propuesto PCAF (*Partnership for Carbon Accounting Financials*).

Asimismo, la industria financiera está trabajando para desarrollar metodologías para analizar, medir e informar el riesgo climático y las oportunidades siguiendo las recomendaciones del TCFD. De estas, conviene resaltar la iniciativa de *UNEP-FI* centrada en el análisis de escenarios y sendas de ajuste sujetas a diferentes palancas de cambio, así como la metodología planteada por *2 Degree Investing Initiative* para evaluar el grado de alineación al Acuerdo de París de una cartera de crédito en función del avance tecnológico medido a través de la inversión prevista en los CAPEX reportados.

Por todo ello, se puede ir consolidando conocimiento y compartiendo experiencias para desarrollar un mínimo conjunto de metodologías que podrían emplearse de forma complementaria entre ellas con el propósito de abordar con garantía el impacto del cambio climático en el sistema financiero. Entre las metodologías para medir el riesgo de cambio climático emergen dos grandes grupos: aquellas con una fuerte influencia del *legacy* y las de valoración basada en ejercicios de análisis de escenarios a futuro. Ambas se desarrollan a continuación, aunque se puede ver un análisis pormenorizado de las princi-

⁹ EU technical Expert Group on Sustainable Finance (2019): "Taxonomy Technical Report".

pales propuestas en el documento de trabajo de la Asociación Bancaria Holandesa¹⁰ o en la Monografía publicada por el Foro Académico de Finanzas Sostenibles¹¹.

METODOLOGÍAS DE EXPOSICIÓN: LA INFLUENCIA DEL LEGADO

En este apartado se consideran las metodologías que evalúan, con más o menos rigor, las decisiones que se han tomado en el pasado para tener un presente conformado por todo tipo de activos salvo que, desde su origen, una empresa o entidad financiera haya apostado por la sostenibilidad como una forma de hacer negocio. De entre ellas, destacan la huella de carbono y la taxonomía, las cuales se exponen a continuación.

Medición de emisiones: la huella de carbono

La huella de carbono es una medida de las emisiones de gases de efecto invernadero causadas por la actividad de cualquier "entidad" (un individuo, empresa, proyecto, infraestructura, producto, cartera de valores, etc.), posiblemente durante todo su ciclo de vida.

Una huella de carbono se puede utilizar para comprender cuánto carbono "necesita" la entidad en toda su cadena de valor, en un momento dado. Asimismo, se puede usar para diseñar e implementar un plan de reducción de emisiones. Dado que la huella de carbono es una medida de la dependencia del carbono, también se puede usar como una forma de entender el riesgo durante la transición porque pone en evidencia el impacto de un posible aumento en los precios del carbono, regulaciones más estrictas o avances tecnológicos, lo que resulta en un conjunto de información de gran valor para los inversores.

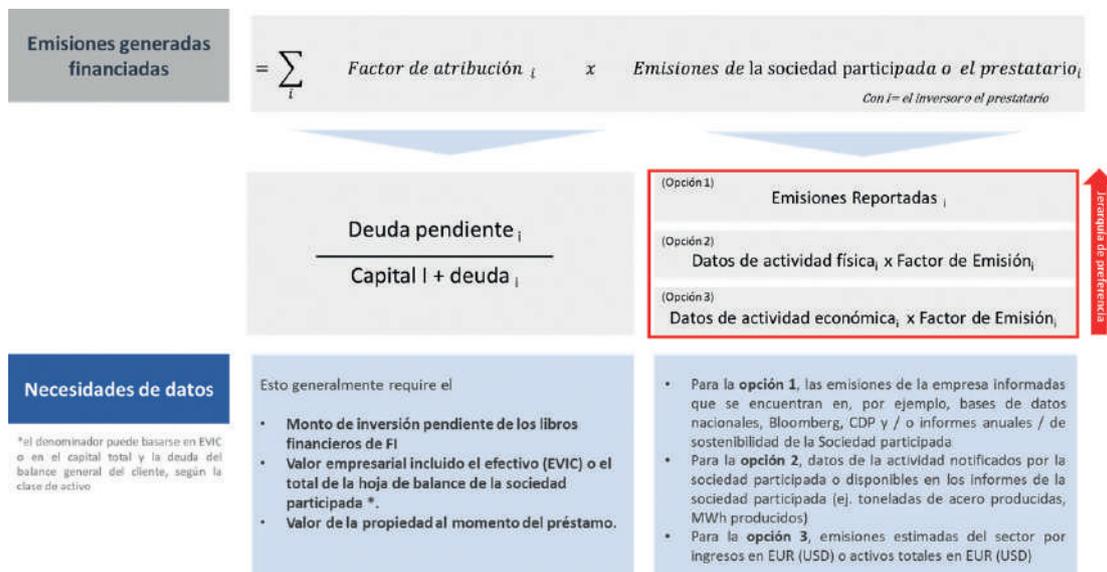
La metodología más asentada en el mercado es el *Partnership for Carbon Accounting Financials*¹² (PCAF), que es una iniciativa holandesa diseñada para armonizar la forma en que las instituciones financieras pueden medir y divulgar las emisiones de gases de efecto invernadero representadas por sus préstamos e inversiones. De acuerdo con PCAF, la contabilidad de carbono asociada con los préstamos y las inversiones realizadas por las instituciones financieras en un determinado momento del tiempo es la suma que resulta de multiplicar un factor de atribución, el cual se define en función al monto pendiente de la deuda financiada, por las emisiones de gases de efecto invernadero para cada tipo de activo de la cartera de una entidad bancaria o de un inversor. PCAF define tres opciones para el cálculo de las emisiones financiadas (véase gráfico 4).

¹⁰ Dutch Banking Association: "Climate impact measurement: Urgency, methodologies and a way forward with Dutch banks", Working Paper, October 2019.

¹¹ Foro Académico de Finanzas Sostenibles: "Metodologías de análisis para el alineamiento de carteras financieras con la acción climática", Monografía, n° 2, noviembre 2020.

¹² <https://carbonaccountingfinancials.com>

Gráfico 4: Cálculo de las emisiones financiadas en una cartera de activos



Fuente: PCAF (2020).

La huella de carbono se mide utilizando datos específicos sobre las actividades de una entidad junto con “factores de emisión” externos proporcionados por alguna agencia internacional como la Agencia Internacional de la Energía. El resultado se da como un orden de magnitud, porque los datos requeridos no siempre están disponibles.

La relativa ventaja de su simplicidad se neutraliza con algunos inconvenientes. Las principales críticas hacia esta metodología obedecen a los siguientes planteamientos:

- La naturaleza retrospectiva de los datos de la huella de carbono.
- La imposibilidad de consolidar resultados a medida que se amplía el perímetro de análisis (véase tabla 1).
- Debido al elevado riesgo de duplicar el conteo (tanto entre los diferentes alcances de emisiones como entre las instituciones financieras y las clases de activos).
- Por el uso de medidas de flujo versus stock, es decir, el hecho de que habitualmente se mida la cantidad de gases de efecto invernadero durante un periodo de tiempo, pero se aplique al stock de una cartera de activos, supone que el resultado está influido por el ciclo económico, por lo que una empresa puede haber reducido su dependencia a los combustibles fósiles, pero en un periodo de mayor demanda de sus productos, esta metodología mostraría una huella de carbono más elevada.

La evidencia que se pone de manifiesto con estos inconvenientes es que, si no se toman las cautelas oportunas, esta medida puede acabar dando información incorrecta para la toma de decisiones. Aun así, es una metodología que vale tener presente en todo mo-

mento porque establece un punto de partida sobre el que poder mejorar a medida que se toman acciones respetuosas con el medio ambiente.

Tabla 1: Perímetro del análisis

	Protocolo Gases de Efecto Invernadero (GHG por sus siglas en inglés)
Scope 1	Emisiones directas, es decir, las emisiones energéticas y no energéticas bajo el perímetro de la propia organización. Es relativamente fácil de medir
Scope 2	Emisiones indirectas que se producen en función de la compra de energía o gas a un proveedor por fuera del perímetro de la organización
Scope 3	Emisiones que ocurren a lo largo de la cadena de valor de la empresa informante, inducidas por actividades de la compañía, pero de fuentes de propiedad o controladas por otras organizaciones. Estas emisiones deben ser incluidas en el cálculo para comprender completamente la dependencia del carbono de la entidad, incluso si solo se trata de “compartir” responsabilidad con otros jugadores. Es muy difícil de calcular entre otras razones por la dificultad de delimitar los límites de la cadena de valor.

Taxonomía – el peso de lo verde frente al resto de actividades

Otro enfoque es tratar de medir el porcentaje de actividades “verdes” en las carteras de inversiones o préstamos de acuerdo con alguna definición de lo que puede considerarse verde o “marrón”. Esto podría usarse como un punto de referencia en el tiempo o para mostrar el progreso. La condición previa exige tener una definición de lo que se considera verde (o marrón) es a lo que se denomina “taxonomía”.

El Grupo de Expertos Técnicos de la UE recibió el mandato de desarrollar recomendaciones para el establecimiento de criterios técnicos que determinen aquellas actividades que contribuyen a la mitigación y adaptación al cambio climático, sin que estas afecten de manera significativa al resto de objetivos medioambientales de la UE.

La taxonomía que se ha definido hasta ahora cubre un espectro amplio de sectores que, basado en el sistema de clasificación industrial NACE representan, en su conjunto, al 93,2% de las emisiones de gases de efecto invernadero de la UE. Los sectores sometidos a la clasificación están divididos en dos grupos. El primero corresponde a los que son considerados para actividades destinadas a la mitigación del cambio climático: agricultura; silvicultura; manufactura; suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado; gestión del agua, residuos y remediación; transporte; tecnologías de la información y comunicaciones; y construcción y actividades inmobiliarias. A estas actividades, se le

unen las actividades financieras y aseguradoras y las actividades profesionales, científicas y técnicas para conformar el grupo de actividades destinadas a la adaptación del cambio climático.

La taxonomía establece seis objetivos ambientales (clima cambio de mitigación y adaptación, agua, economía circular, contaminación y ecosistemas) y un proceso de evaluación para asegurar que cualquier actividad económica cumpla con el principio de no dañar significativamente los otros objetivos ambientales (por ejemplo, la instalación fotovoltaica no se encuentra en una zona protegida por la UNESCO) y para verificar que no haya violaciones de las salvaguardas sociales (por ejemplo, convenios de la OIT) antes de declarar si una actividad es verde o no.

Si bien la taxonomía está destinada a la inversión y la gestión de la cartera de acuerdo con las regulaciones propuestas por la UE, esta forma de clasificar las actividades económicas también podría aplicarse a las carteras de préstamos de una entidad financiera para determinar el porcentaje de crédito “verde”. Un proyecto liderado por UNEP-FI y la Federación Bancaria Europea pone de manifiesto que los bancos ven la taxonomía de la UE como un movimiento positivo que debería fortalecer el ámbito de las finanzas sostenibles aportando coherencia y transparencia en la industria y facilitará la interacción con sus clientes. Sin embargo, la traducción de la taxonomía a la banca comercial no es tan evidente, por lo que será necesario hacer algunos ajustes para que sea realmente efectiva, especialmente cuando se deba aplicar a clientes multisectoriales o a actividades situadas fuera de la UE.

Dado que uno de los principales propósitos de este enfoque es informar a los actores financieros de la distribución de ingresos de una empresa entre actividades “verdes” que, en principio, debieran ser favorecidas mediante algún tipo de incentivo, y actividades “marrones” que debieran ser penalizadas para promover la transición baja en carbono, emerge el debate sobre el papel de los incentivos públicos (véase box 1).

El principal desafío de esta metodología es la dificultad de identificar qué parte de los ingresos de una empresa proceden de actividades consideradas verdes o “marrones” cuando en muchas ocasiones estas se combinan a lo largo de un proceso de producción. Asimismo, la imposibilidad de obtener datos prospectivos es un grave obstáculo.

Por ello, aunque el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento de la Taxonomía en julio de 2020, todavía está en un estado embrionario ya que tanto las empresas como las entidades financieras tendrán que digerir las reglas científicas sobre las que se basa la taxonomía de la UE antes de comenzar a utilizarla con el rigor definido por el Grupo de Expertos Técnicos. Para ello, la Comisión Europea ha creado una Plataforma de Expertos que deberán encargarse de aclarar las dudas, resolver conflictos y avanzar en el resto de objetivos taxonómicos (biodiversidad, economía circular, sistemas de agua y control y prevención de la polución). Esta Plataforma que podría considerarse una evolución natural del Grupo de Expertos, tiene, sin embargo un alcance más amplio y una incidencia más directa sobre el aparato legislativo de la Comisión Europea.

Box 1: El debate entre el Sustainable Finance Supporting Factor y el Brown Penalizing Factor

El diseño de incentivos debe jugar un papel crucial al momento de promover la transición de una economía respetuosa con el medio ambiente. Desde una óptica teórica y considerando el estado de emergencia climática que se ha declarado en la Unión Europea, los economistas reclaman que la externalidad negativa que se produce sobre un bien público solo se puede corregir dejando que el mercado incorpore los precios correctamente o bien diseñando un tasa fiscal que no solo penalice el uso de energía fósil *a la Pigou*, con el propósito de incentivar la innovación que facilite la sustitución de viejas tecnologías por otras acordes a las exigencias definidas por la comunidad científica.

Sin embargo, una apuesta tan radical podría ocasionar la desaparición de muchos sectores económicos y una elevada pérdida de empleo durante la fase de transición, por lo que para compensar estas medidas fiscales, desde la Federación Bancaria Europea se está proponiendo un *Sustainable Finance Supporting Factor* con el que se pretende alinear el esfuerzo de las autoridades con una menor exigencia de los requerimientos de capital (sujeto al riesgo de esa actividad o proyecto) de tal manera que la banca pueda multiplicar su grado de influencia en la transición hacia una economía baja en carbono¹.

¹ European Banking Federation (2019): “ENCOURAGING AND REWARDING SUSTAINABILITY Accelerating sustainable finance in the banking sector”. Working Paper, 2019.

METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN: DELIMITANDO EL FUTURO

Cuando en lugar de estar sujeto a decisiones que se tomaron en el pasado se plantea un enfoque *forward-looking* en el que las empresas y entidades financieras se comprometen a actuar en función de un previsible futuro, en línea con las recomendaciones planteadas por el TCFD, emergen otro conjunto de metodologías. Todas ellas tienen la ventaja de que valoran de una forma holística, basada en recomendaciones científicas, sendas y patrones que facilitan la toma de decisiones que deberían facilitar que las entidades financieras se convierten en agentes de cambio.

Sin embargo, todas ellas son herramientas complejas que requieren de un elevado grado de conocimiento y experiencia y que exige un elevado coste en tiempo y recursos. La cantidad de información que se necesita para desarrollar estos modelos es un problema adicional de la misma manera que la dificultad de traducir el impacto climático en indicadores financieros de una manera objetiva es otro problema que complica el uso de estas metodologías.

Por ello, de acuerdo con la encuesta que realizó la EBA durante el año 2019, se pone de manifiesto que solo el 15,4% de los encuestados indicaron que realizan un análisis de escenarios, lo que no deja de ser una paradoja puesto que sin el uso de este tipo de herramientas será difícil plantear una adecuada gestión del riesgo derivado del cambio climático.

Aunque las metodologías de valoración prospectiva son adaptables y pueden utilizarse para diferentes sectores, riesgos, escenarios y plazos, en general, el análisis de escenarios se enfrenta a dos problemas consustanciales al cambio climático: primero, las pruebas de sensibilidad exigen un horizonte de tiempo extendido que va más allá de los planes estratégicos habituales en las empresas (normalmente, entre tres y cinco años) y, segundo, esta metodología no es fácil de replicar ni puede ser sistemática por su complejidad.

Metodologías de impacto financiero: análisis de escenarios

Los modelos cuantitativos de predicción económica o los modelos econométricos comienzan a perder su enorme poder predictivo cuando el grado de incertidumbre es muy elevado o los patrones históricos se enfrentan a un amplio conjunto de discontinuidades¹³. En algunos casos, se puede plantear el uso de modelos no lineales o modelos macroeconómicos de equilibrio general, pero lo más razonable es emplear escenarios para identificar eventos imprevistos. El análisis de escenarios es un método que nos permite gestionar la incertidumbre apoyando la toma de decisiones con impacto a largo plazo. No predice qué va a ocurrir, pero construye “futuros paralelos”, los cuales se van confirmando o descartando en función de la información que se va acumulando. El punto central de los escenarios consiste en identificar elementos de cambio en nuestro entorno –*change drivers*– que afecten al problema que se desea abordar o dependan de una decisión crítica en el largo plazo. El análisis de escenarios está basado en la metodología que diseñó Shell en los años 70’s para anticipar los shocks de oferta o de demanda de petróleo¹⁴.

El objetivo final de los ejercicios de *Scenario Planning* es delimitar un futuro incierto y repleto de discontinuidades con el propósito de poder tomar decisiones con independencia del grado de incertidumbre que nos envuelva. Tradicionalmente, este tipo de herramientas se han usado con frecuencia en las industrias de energía y recursos naturales porque es bastante normal lidiar con proyectos de inversión con largos períodos de maduración. Más recientemente, su uso se ha extendido a otras industrias, como la tecnológica, en las que el horizonte temporal es más corto, pero con un entorno de mayor riesgo provocado por las discontinuidades y la innovación. En cierta medida, la planificación de escenarios está conectado a otra área importante: la evaluación de riesgos. En este sentido, la construcción de escenarios permite a las instituciones financieras realizar análisis

¹³ Delrieu, J.C. (2002): “The Value of Business Forecasting at a Corporate Level in Non-Financial Companies: Consistency, Anticipation and Monitoring”, Boletín Inflación y Análisis Macroeconómico, n 100, Universidad Carlos III.

¹⁴ Peter Schwartz. “The art of long view: Planning for the future in an uncertain world (1998)”. England: Wiley. First edition published 1991 in the USA by Doubleday.

“qué pasaría si” en función de cómo las diferentes vías de transición pudieran afectar a sus activos y/o carteras, y explorar la robustez y las vulnerabilidades del modelo de negocio de una empresa a una serie de resultados inciertos.

La adaptación de esta metodología al impacto del cambio climático se ha desarrollado por Oliver Wyman dentro de la iniciativa marco de UNEP-FI en sectores que, normalmente, son relevantes en el portafolio de un banco y que están asociados a posibles riesgos climáticos de transición¹⁵. Con este enfoque se apoya la evaluación del análisis del potencial de pérdida (ya sea en una cartera de inversiones o para una cartera de préstamos), así como las necesidades potenciales de capital y está bien alineado con la perspectiva regulatoria que es tradicional en las pruebas de estrés de supervisión.

Esta metodología pretende acotar las múltiples variables que están ligadas con el cambio climático, así como valorar el impacto que el cambio climático puede tener sobre nuestro entorno. Para ello, se propone abordar la metodología a través de cuatro etapas:

- 1) Se delimita el propósito del análisis tomando como referencia las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía, bajo diferentes escenarios de aumento de temperatura previsto para 2100, para evaluar el impacto de estos escenarios sobre el mercado y sus agentes.
- 2) Para valorar el impacto de estos cambios sobre los indicadores financieros se ha de consensuar entre los expertos en cambio climático y los analistas financieros unas sendas determinadas por ciertos itinerarios o *change drivers*.
- 3) Para evaluar cada una de las sendas definidas es conveniente precisar con cierto detalle algunos eventos que pueden afectar a cada uno de los itinerarios. Cada evento se analiza por separado y se pondera por la probabilidad de que estos eventos se materialicen en el largo plazo. El resultado es un dato de impacto medio para cada senda.
- 4) El modelo se calibra, finalmente, mediante el estudio de una selección de clientes. La calibración se puede realizar estimando cómo variará el *rating* del cliente en función de su desempeño medioambiental o, alternativamente, evaluando cómo se modificará la probabilidad de impago.

El modelo de Oliver Wyman analiza los cambios en las probabilidades de impago para cada subsector a partir de modelos medioambientales planteados para los próximos años. El resultado de este análisis servirá para entender cómo se deben reconducir, si fuera necesario, las decisiones de inversión y de financiación de clientes.

La metodología tiene el beneficio de estar alineada con el análisis tradicional de riesgo de crédito. Por el contrario, los principales obstáculos, de nuevo, obedecen a la necesidad de disponer de información, de alcanzar consensos entre las sendas y las hipótesis a con-

¹⁵ UNEP-Fi, Oliver Wyman and Mercer (2018): “EXTENDING OUR HORIZONS. Assessing credit risk and opportunity in a changing climate: Outputs of a working group of 16 banks piloting the TCFD Recommendations. PART I: Transition-related risks & opportunities”.

trastar y, por tanto, de la complejidad del análisis y de su interpretación, pues es difícil de replicar.

En paralelo, para evaluar el impacto del riesgo físico, las Naciones Unidas han trabajado con Acclimatise¹⁶ y, de momento, se han centrado en los sectores agrícola e inmobiliario. La metodología desarrollada vincula escenarios con medidas de riesgo tradicionalmente utilizadas y específicas para cada sector (por ejemplo, productividad e ingresos / costos de bienes vendidos para la agricultura; valor de la propiedad y relación préstamo / valor para bienes inmuebles).

Box 2: Una aplicación práctica de esta metodología - BBVA¹

Sobre las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía, el BBVA comenzó a elaborar en 2018 junto con otros grandes bancos internacionales un análisis de escenarios con el objetivo de reconducir, si fuera necesario, las decisiones de inversión y de financiación de sus clientes.

Una vez valorados los cambios en el mercado que se derivan de los distintos escenarios planteados por la Agencia Internacional de la Energía, el BBVA identificó cuatro sendas que podrían moldear la evolución de estos escenarios. Los cuatro itinerarios son:

- Incremento en el coste de las emisiones directas.
- Incremento en el coste de las emisiones indirectas.
- Incremento en los costes de capital asociados una transición a una economía baja en carbono.
- Variaciones en los beneficios.

Cada senda debería responder al previsible impacto causado por los siguientes eventos que, para el BBVA, eran circunstancias que con una elevada probabilidad podrían afectar los resultados. Estos eran:

- Caída de demanda combustibles y subida del precio del carburante.
- Incremento costes emisiones de CO₂.
- Subida de impuestos a diésel.

¹ BBVA (2018): “Finanzas Sostenibles. Financiación sostenible. gestión de impactos ambientales y sociales e implicación en iniciativas globales”.

¹⁶ UNEP-Fi and Acclimatise (2018): “NAVIGATING A NEW CLIMATE. Assessing credit risk and opportunity in a changing climate: Outputs of a working group of 16 banks piloting the TCFD Recommendations PART 2: Physical risks and opportunities”.

- Cambio en preferencias del mercado.
- Sustitución de tecnologías.

El resultado de este análisis, adecuadamente ponderado, proporciona un dato de impacto medio para cada senda de análisis en el largo plazo, el cual se calibraba en la cartera del BBVA mediante la selección de una cartera de clientes y una estimación de una probabilidad de impago.

Metodologías de alineamiento para evaluar carteras de crédito (PACTA)

Otra forma en que se analizan las carteras de fondos de inversión y préstamos bancarios es la “alineación” a los objetivos del Acuerdo de París con las acciones que serán necesarias para lograr que la temperatura global no supere los 2°C respecto a los niveles preindustriales.

Este enfoque se comenzó a desarrollar por *2 Degree Investing Initiative*¹⁷ para los gestores de activos y ahora se está extendiendo tanto a entidades bancarias como para rastrear la alineación prospectiva de las “actividades económicas” financiadas. Esta metodología consiste en conocer mejor la estrategia de cambio climático de los clientes en estos sectores (por ejemplo, combustibles fósiles, energía, transporte, cemento, acero), los cambios tecnológicos necesarios y los planes para reducir sus emisiones de dióxido de carbono a través de los planes de inversión previstos (CAPEX) y publicados por las propias empresas.

El análisis de la cartera se basa en datos de actividad económica / nivel de activos, proporcionando una visión granular y específica de la tecnología sobre las actividades actuales y futuras de las empresas, tomando como base un horizonte temporal de cinco años, en línea con el CAPEX previsto y publicado por las empresas, con lo que puede ser incorporado en el análisis con relativa facilidad.

Las ventajas de este enfoque es que tiene un carácter eminentemente prospectivo que utiliza datos precisos a nivel de sector y clientes y se puede adaptar a las necesidades de cada sector. En ausencia de información precisa sobre la huella de carbono a nivel del cliente y un precio de carbono adecuado, este método es la forma más rápida de interactuar con los clientes en reducción del cambio climático. Además, es relativamente fácil de comunicar porque es más fácil valorar las inversiones previstas por las compañías que valorar una huella de carbono.

Los bancos que firmaron el Acuerdo de Katowice dan un paso adelante y además de utilizar PACTA en sentido estricto (mix tecnológicos), tratan de fijar métricas para medir la intensidad de emisiones a través de un enfoque de descarbonización sectorial

¹⁷ <https://2degrees-investing.org/>

(Sectoral Decarbonization Approach, SDA). Este enfoque combinado se centra en la mitigación y orienta el análisis en aquellas partes de la cadena de valor donde se concentra los elementos más críticos de la transición. Es aplicable a cualquier instrumento financiero.

Sin embargo, se enfrenta a un amplio conjunto de desafíos, muchos de ellos por resolver:

- No cubre todos los sectores, solo aquellos que globalmente, representan un volumen aproximado del 75% de emisiones directas. Debe incluir a un mayor conjunto de actividades económicas para que pueda ser una herramienta efectiva y accesible.
- En muchos de los sectores intensivos en el uso de carbono, el peso de los CAPEX destinados a energías renovables seguirá siendo inferior al de las inversiones tradicionales para poder seguir operando durante la transición, lo que puede llegar a mostrar una cierta asimetría.
- Además, la intensidad de capital asignada para mejorar la eficiencia de un proceso productivo puede cambiar en el tiempo y no depende solo de la determinación de una empresa por contribuir a una economía descarbonizada, sino que es sensible a otros muchos factores.
- Todavía podría requerir algún trabajo manual para vincular clientes o activos físicos financiados por un banco a bases de datos externas.

Science Based Target Initiative (SBTi)

Como en todas las metodologías de escenarios, éstos han de estar asentados sobre una sólida base científica, pues solo así el análisis se dota de credibilidad y cobra un valor extraordinario. En este sentido, convendría destacar, por último, la propuesta realizada por la iniciativa basada en la ciencia (*Science Based Target Initiative –SBTi–*). Este proyecto se centra en la determinación de objetivos intermedios durante el proceso de transición que, avalados por la ciencia, faciliten la descarbonización de la cartera si son entidades financieras o alcancen la neutralidad climática si son actividades productivas. La ventaja más importante de este enfoque es la complementariedad con otras metodologías enfocadas en los riesgos de transición, aunque a veces puede llegar a ser un enfoque demasiado rígido e inflexible por su entendimiento de que la única métrica relevante es el nivel de emisiones, con lo que solo la ciencia podría contribuir a la descarbonización de un sector.

Los objetivos basados en la ciencia tratan de mostrarle a las empresas cuánto y con qué rapidez necesitan reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero para prevenir los peores efectos del cambio climático. Los objetivos se consideran “basados en la ciencia” si están en consonancia con lo que la ciencia climática más reciente considera necesario para cumplir los objetivos del Acuerdo de París: limitar el calentamiento global muy por debajo de 2°C respecto de los niveles preindustriales y realizar esfuerzos para limitar calentamiento a 1,5°C.

En concreto, el SBTi utiliza cinco criterios básicos para evaluar los objetivos de la empresa:

- 1) **Alcance:** Debe cubrir el alcance 1 de toda la empresa y las emisiones del alcance 2 de acuerdo con el Protocolo que define los estándares corporativos para la emisión de gases de efecto invernadero (GEI) –véase tabla 1–.
- 2) El **período de compromiso** en plazos debe abarcar un mínimo de 5 años y un máximo de 15 años a partir de la fecha en que se presente el objetivo para un control oficial de calidad.
- 3) **Nivel de ambición:** Como mínimo, el objetivo será coherente con el nivel de descarbonización requerido para mantener el aumento de la temperatura global por debajo de 2°C en comparación con las temperaturas preindustriales, aunque alientan a las empresas a realizar mayores esfuerzos hacia una trayectoria de 1,5°C. Los objetivos de intensidad sólo son elegibles cuando conducen a reducciones absolutas de las emisiones en consonancia con la ciencia climática o cuando se modelan utilizando una vía o método sectorial estandarizado (por ejemplo, el Enfoque de Descarbonización Sectorial).
- 4) **Alcance 3:** Las empresas deben completar un examen del alcance 3 para todas las categorías de activos relevantes a fin de determinar su importancia según el Estándar de Contabilidad e Informes de la Cadena de Valor Corporativa del Protocolo de GEI (Alcance 3). Se requiere un objetivo ambicioso y medible en el ámbito 3 con un plazo claro cuando las emisiones del ámbito 3 cubran una parte significativa (más del 40% del alcance total de las emisiones 1, 2 y 3) de las emisiones globales de una empresa.
- 5) **Informes y divulgación:** Existe un compromiso por divulgar el inventario de emisiones de gases de efecto invernadero anualmente.

DESAFÍOS POR RESOLVER

La carencia de una adecuada clasificación de los criterios ESG y del riesgo que pueden generar, la ausencia de datos, la complejidad metodológica, el desajuste en el horizonte temporal de nuestras decisiones de hoy y su impacto en el futuro y la multitud de proveedores de datos y agencia de *rating* son algunos obstáculos comunes entre las diferentes metodologías mencionadas lo que, sin duda, entorpece un avance adecuado en la integración de los criterios ESG en la gestión de riesgos de las empresas y de las entidades financieras.

Sin embargo, mientras se trabaja en esta dirección existen otro tipo de desafíos que en el futuro tendrán que abordarse para que el cambio climático y los riesgos de transición, puedan integrarse con la misma facilidad que en la actualidad se gestionan los riesgos financieros u operativos. Estos desafíos tienen mucho que ver con la injerencia humana, la formación y el uso de la tecnología, con la conducta y, finalmente, con la información y las publicaciones. El reconocimiento y la superación de este conjunto de obstáculos es

un paso imprescindible para poder acelerar la integración de los criterios ESG en la gestión de riesgos y promover una adecuada transformación productiva y social.

El primer grupo, relacionado con el conocimiento y la formación pasa por admitir que los analistas de riesgos y los ejecutivos deben comenzar a mejorar su conocimiento sobre estos temas para poder interpretar adecuadamente las restricciones de los modelos empleados y su interpretación. La formación y la capacitación de temas básicos relacionados con las finanzas sostenibles es una prioridad a corto plazo, pero no puede descansar únicamente en lecturas, conferencias y artículos de investigación. Es fundamental avanzar con cursos y talleres estructurados que no solo pongan de manifiesto que las finanzas sostenibles van más allá de una nueva oferta de productos y servicios, sino que debe interpretarse como una nueva forma de entender las finanzas. Un enfoque fundamental si se considera que actualmente, los equipos encargados de valorar el cambio climático además de los riesgos sociales y de gobernanza, suelen proceder de áreas adyacentes con una formación más generalista, por lo que a medida que se avanza en la descarbonización de la economía será cada vez más importante disponer del talento adecuado. De hecho, es probable que si el nivel de conocimiento y experiencia que se tiene en la actualidad se mantuviera en los próximos años, la falta de talento podría ocasionar un impacto negativo sobre el sistema financiero, pues las decisiones serán cada vez más complejas y apremiantes.

El segundo grupo, relacionado con la conducta y los sesgos que nos alejan de planteamientos racionales apunta, a su vez, en tres direcciones. La primera tiene que ver con la complacencia de pensar que, al acomodarnos a nuestra propia manera de abordar el problema, éste ha quedado resuelto. Se está comenzando a percibir que muchas entidades, frente a la complejidad de estos temas deciden construir sus propias metodologías para acabar tomando decisiones que, sin pretenderlo, adolecen de la suficiente transparencia. La segunda está relacionada con el concepto de endogeneidad, el cual está implícito en el concepto de cambio climático (por ejemplo, existe una relación inversamente proporcional entre los riesgos físicos y los de transición), lo que puede llegar a propiciar que las decisiones de inversión o financiación entren en un bucle que diluya la respuesta y paralice la acción. Por último, la tercera y quizá la más relevante, tiene que ver con la habitual confusión entre estrategia y las métricas; existe una abundante evidencia en la que se le acaba dando más relevancia a las métricas y a los indicadores que a la propia estrategia de una compañía (*surrogation effect*), lo que diluye el impacto y debilita la gestión del riesgo.

El tercer grupo de desafíos tiene que ver con la información y el *reporting*. Un reto formidable que también se puede desgranar a través de tres consideraciones. En primer lugar, es fundamental contar con el apoyo de las autoridades para asegurar que la información que debe nutrir el análisis de riesgos no se protege con la excusa de la confidencialidad. En España es obligatorio para las empresas de más de 500 empleados publicar y compartir información no financiera, pero todavía se necesita refinar y auditar el alcance y la calidad de las respuestas para asegurar que responden a unos mismos criterios y son, por tanto, comparables. Un segundo tema tiene que ver con el sentimiento de competencia entre empresas y entidades, por lo que a medida que la información no financiera sea pública y de calidad se perderá el temor por compartir información. Por último, a pe-

sar de la dificultad de ampliar el perímetro de análisis, es fundamental dejar de ceñirnos a los efectos directos e indirectos de una compañía y comenzar, como se insiste desde la propuesta basada en la ciencia, a valorar el *scope 3*, es decir, el perímetro que se extiende a lo largo de la cadena de valor de una actividad económica.

Finalmente, aunque no sea una condición esencial vale la pena reflexionar sobre la injerencia humana y el análisis cualitativo frente a la objetividad que puede llegar a lograrse con el uso de la tecnología sin procesos manuales ni juicios subjetivos. Una consideración que, en general, tiende a ser defendida por las empresas para poder reinterpretar los resultados de un modelo en función de sus propios intereses, el *timing* de sus decisiones y el impacto que los resultados pudieran provocar. Por el contrario, muchos analistas piensan que cuánto más objetiva sea la captura de los datos que se vayan a utilizar y menos manipulables sean los modelos más sólidos serán los resultados y más consistente la toma de decisiones.

CONCLUSIONES

En este capítulo se ha transitado por diferentes enfoques metodológicos, todos ellos de gran valor y con un objetivo en común: tratar de medir la emisión de gases de efecto invernadero para poder tomar decisiones de adaptación y mitigación durante la fase de transición. Es decir, diferentes métricas apropiadas para diferentes clases de activos y/o actividades económicas. El enfoque más útil para evaluar el progreso climático de una entidad financiera variará, dependiendo del tipo de actividad financiera (banco, seguros o inversores) y de la gama de servicios que proporciona.

El enfoque de las entidades financieras al cambio climático tiende a estructurarse alrededor de tres ejes, todos ellos igual de relevantes: la financiación sostenible, el compromiso por reducir las emisiones directas o indirectas de gases de efectos invernadero, y la gestión de los riesgos financieros y no financieros inducidos por el cambio climático. Con las finanzas sostenibles, una entidad se convierte en un catalizador al definir en qué momento y con qué alcance está dispuesta a contribuir a una transición baja en carbono mediante acciones de mitigación o de adaptación (como, por ejemplo, financiando proyectos de energía renovable). El compromiso por reducir las emisiones está sujeto al cumplimiento de los objetivos pactados en el Acuerdo de París para limitar el aumento de la temperatura global por debajo de los 2°C. Finalmente, la gestión de riesgos tiene que ver con el desarrollo de habilidades que faciliten la identificación y evaluación de riesgos climáticos para la toma de decisiones.

Los dos últimos ejes de este trinomio implican el uso de modelos y metodologías que si bien muestran alguna semejanza a los modelos macroeconómicos de equilibrio general o al análisis de escenarios, se han de ajustar para adaptarse a tres peculiaridades implícitas en el cambio climático: no puede utilizarse el pasado para predecir el futuro, los horizontes temporales se extienden por décadas reduciendo al mínimo el margen de confianza de los modelos tradicionales y han de ser suficientemente flexibles para poder incorporar información externa derivada de la opinión de expertos o del conocimiento científico.

Dicho en otras palabras, además de esta complejidad inherente a la incertidumbre generada por el cambio climático, es necesario considerar que los modelos climáticos han de responder con trazabilidad y con un cierto grado de consistencia a dos objetivos fundamentales: primero, ha de ayudar a construir una senda que marque la transición desde el presente hasta la ambición reflejada en el Acuerdo de París y, segundo, debe ser de utilidad para la gestión de los riesgos derivados del cambio climático.

Para ello, es inevitable que se propongan diferentes metodologías, con diferentes alcances y objetivos. Si la modelización climática no fuera tan costosa, lo ideal sería el uso combinado de varios modelos que al conjugarse pudieran dar una respuesta más clara y definida sobre el objetivo que se ha marcado. De la misma manera que debiera evitarse que la diversidad de métodos y métricas no armonizadas propicien resultados inconsistentes, como actualmente está ocurriendo al evaluar los riesgos ESG estimados por diferentes agencias de calificación.

En cualquier caso, los modelos no son un fin en sí mismos. En realidad, los modelos solo son una simplificación de la realidad que se construyen y estiman para facilitar la toma de decisiones en entornos inciertos. Unas decisiones que, en relación con el cambio climático, pueden llegar a tener unas repercusiones estratégicas trascendentes ya que pueden acabar suponiendo una reasignación del portafolio de activos, así como un ajuste en los precios de los activos si se incorporan los riesgos climáticos, o un impacto en el endeudamiento de las empresas.

BLOQUE 4:

ATLAS DE PRODUCTOS SOSTENIBLES

4.1. DE INVERSIÓN Y EMISIÓN

JAVIER SANTOS

Head of Corporate Debt Capital Markets, Natixis

El desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable (SRI) y las emisiones de deuda con formato sostenible, refleja el nivel de concienciación de la sociedad en la necesidad de encontrar un modelo más sostenible para el crecimiento económico, a fin de asegurar el progreso y la prosperidad para todos sin destruir nuestro ecosistema. Como “banquero” de la economía, el sector financiero desempeña un papel central en la financiación y aceleración del proceso de transición sostenible. A finales de 2018, los activos gestionados por los fondos SRI en Europa ascendieron a 11 billones de euros¹. Si bien esta cifra puede ser sustancial, abarca una gama dispar de actividades y presenta grandes dificultades para que los inversores dirijan un rumbo entre las numerosas opciones: fondos éticos, exclusiones normativas, “best in class”, inversión de impacto, integración ESG... se requiere un esfuerzo significativo en términos de educación y transparencia para ayudar al inversor a trazar su propio curso.

PRODUCTOS DE INVERSIÓN SOSTENIBLE

¿QUÉ ES ESG?

¿Qué son los criterios ESG?

Los criterios ESG (Medio Ambiente, Social y Gobernanza) son criterios analíticos no financieros utilizados para evaluar cómo las empresas tienen en cuenta el desarrollo sostenible en relación con sus operaciones y la estrategia a medio y largo plazo.

¹ European SRI Study 2018, <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>

Se dividen en tres elementos:

- Medioambiental: Evalúa la gestión del impacto y riesgos medioambientales, como por ejemplo emisiones de CO₂, consumo energético, tratamiento de residuos, etc.
- Social: Tiene en cuenta la gestión de los recursos humanos y de manera mas general, como interactúa con terceras partes como comunidades locales, proveedores, etc.
- Gobernanza: Se centra en la gestión del negocio, la calidad y diversidad de los cuerpos de gobierno, compensación salariales, calidad de las comunicaciones financieras, etc.

¿De dónde viene el ESG?

Los emisores proporcionan en la actualidad un gran volumen de información con un grado elevado de estandarización sobre la responsabilidad social y su contribución al desarrollo sostenible. Más de 3.000 empresas de todo el mundo publican un informe de RSC, incluyendo muchas pequeñas empresas. Las empresas también están publicando con mayor frecuencia un “informe integrado” que combina datos financieros y no financieros. Muchas agencias de calificación no financieras, en particular MSCI, Sustainalytics y Vigeo Eiris, también ofrecen análisis ESG en todo el mundo de emisores, cubriendo hasta 8.000 empresas. Toda esta información permite a las empresas de gestión de activos crear sus propias puntuaciones ESG las cuales se tomarán en cuenta en sus procesos de inversión SRI.

¿Cómo se utilizan los criterios?

La evaluación del rendimiento de la empresa con respecto a los criterios E, S y G se lleva a cabo mediante un análisis detallado de numerosos criterios e indicadores adicionales, produciendo una puntuación global. La puntuación ESG informa al gestor de activos sobre el nivel de responsabilidad de la empresa frente a todas las partes interesadas (entorno, empleados, subcontratistas, clientes, accionistas, autoridades públicas). Determina si la empresa es o no elegible para el universo de inversión SRI.

SRI y ESG, dos conceptos que no deben confundirse:

- La integración ESG, tiene en cuenta factores ambientales, sociales y de gobernanza en el análisis financiero de las empresas, sin restricciones en el universo de inversión o la gestión. Los datos ESG recopilados proporcionan información adicional para construir el caso de inversión.
- Inversión Socialmente Responsable (SRI) se refiere a una estrategia de gestión que utiliza criterios ESG y, en general, calificaciones ESG, para construir el universo de inversión, excluyendo ciertos sectores o empresas debido a las malas prácticas ESG.

Una estrategia SRI incorpora necesariamente criterios ESG, pero la integración de los criterios ESG no significa necesariamente que un fondo sea “SRI”.

FONDOS SRI

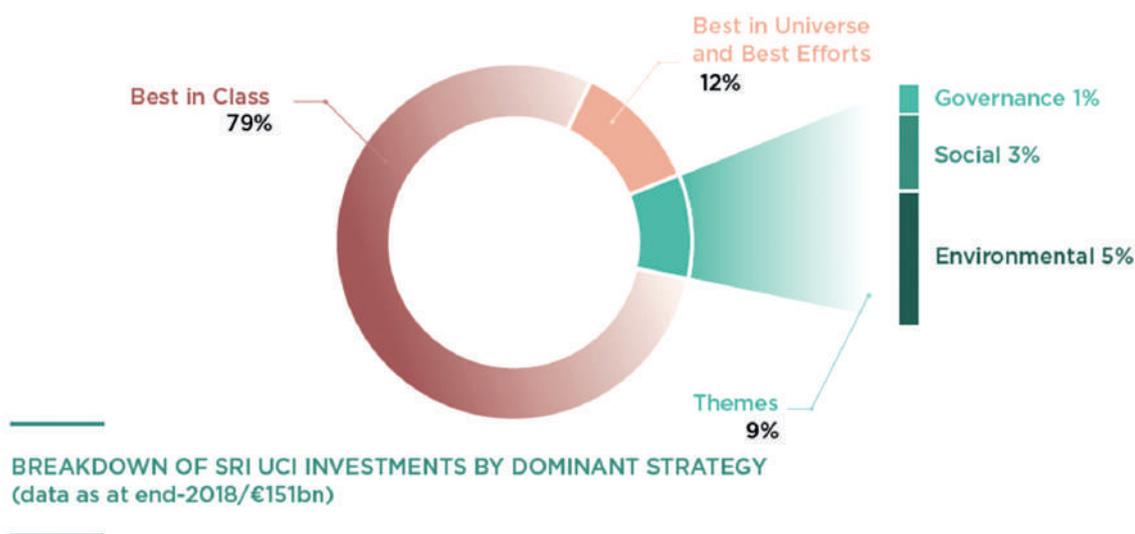
SRI, un Mercado diverso

Tras un rápido desarrollo en la última década, el mercado SRI ha sufrido muchos cambios que explican la diversidad del mercado actual. Inicialmente desarrollado en torno a consideraciones éticas, la SRI volvió su atención a la gestión de riesgos ESG con el fin de limitar la ocurrencia de incidentes o escándalos importantes. Esto en última instancia condujo a la búsqueda de impactos ambientales y sociales positivos.

Los primeros fondos SRI fueron fondos éticos basados en la exclusión de sectores controvertidos (armamento, tabaco, pornografía, alcohol, etc.) contrarios a ciertos valores morales. Hoy en día, los fondos éticos se están abriendo a las cuestiones de la responsabilidad corporativa y el desarrollo sostenible excluyendo sectores como los combustibles fósiles, la energía nuclear y las empresas que contravienen los principios de responsabilidad (“exclusiones normativas”).

La selección SRI combina diferentes estrategias

Best in Class: El gestor de activos sólo puede invertir en los mejores emisores desde una perspectiva ESG dentro de cada sector de negocio, sin excluir ni favorecer a ningún sector. Por lo tanto, el análisis ESG tiende a evaluar a las empresas de manera comparativa dentro de su sector. El ratio de selección puede variar, lo que por supuesto tiene un impacto directo en la calidad ESG del universo elegible. Este tipo de estrategia representa la mayor parte del mercado francés, por ejemplo.



Fuente: AFG.

Best in Universe: El gestor puede invertir en las empresas mejor valoradas desde una perspectiva ESG con independencia de su sector. En general, el análisis ESG se lleva a cabo de manera independiente y absoluta para cada empresa, lo que significa que todo un sector puede estar mal clasificado y, por lo tanto, excluido del universo elegible. Este enfoque generalmente conduce a la exclusión parcial o total de ciertos sectores mal alineados con el desarrollo sostenible (tabaco, armamento y actividades contaminantes) o tiende a favorecer a otros que contribuyen fuertemente al desarrollo sostenible.

Best Efforts: El gerente favorece a los emisores que demuestran una mejora en sus prácticas de ESG a lo largo del tiempo. En general, esta estrategia se combina con el mejor enfoque de su clase o el mejor en el universo con el fin de excluir a los emisores que parten de una base demasiado baja y pueden entrañar ciertos riesgos de ESG y/o reputacionales.

EXCLUSIONES: UNA CUESTIÓN ÉTICA Y REPUTACIONAL

Exclusiones sectoriales y normativas

La exclusión de sectores o empresas controvertidas es ahora una parte integral de la mayoría de las estrategias de SRI. La idea es sencilla: excluir a las empresas sobre la base de su actividad empresarial o prácticas que contradigan los conceptos de responsabilidad corporativa y desarrollo sostenible. Estas exclusiones se basan no sólo en consideraciones éticas, sino también en el deseo de evitar el riesgo reputacional para el inversor.

Exclusiones sectoriales: excluyen empresas que obtengan una parte significativa de su volumen de negocios de las actividades consideradas perjudiciales para la sociedad. Por lo general, se trata de exclusiones éticas (tabaco, armamento, juegos de azar y pornografía) o exclusiones por razones medioambientales, como es el caso de los GMOs, la energía nuclear y la explotación de combustibles fósiles. En Europa, los fondos que practican la exclusión sectorial representaron alrededor de 10 billones de euros en activos bajo gestión en 2018, lo que convierte a la exclusión sectorial en el criterio más utilizado en las estrategias de SRI.

Exclusiones normativas: excluyen empresas que hayan cometido infracciones graves de los principios generales de RSC y desarrollo sostenible establecidos en los convenios internacionales o que no cumplan los mismos. Esto se aplica en particular a los principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas y de las Directrices de la OCDE.



El “Global Compact”, compuesto por 9.913 empresas y 161 países, es una iniciativa de las Naciones Unidas lanzada en el año 2000 con el objetivo de alentar a las empresas de todo el mundo a adoptar una actitud socialmente responsable. Las empresas firmantes se comprometen a respetar ciertos principios.

Sin embargo, una sucesión de casos aislados puede, por ejemplo, indicar un problema generalizado en toda la empresa. Por lo tanto, el nivel de la controversia debe tenerse en cuenta durante la puntuación de ESG.

La importancia de analizar controversias

Las potenciales violaciones graves de las normas internacionales se evalúan mediante un análisis detallado de las controversias a las que se enfrenta la empresa. El análisis de la controversia también es un componente clave del análisis ESG, ya que permite contrastar o medir la coherencia entre las palabras y hechos de la compañía. Las controversias más graves pueden tener un impacto significativo en el precio de las acciones de la compañía, como por ejemplo lo experimentado por BP después de la explosión de la plataforma Deepwater y por Volkswagen durante el “dieseltgate”.

Ejemplo: En mayo de 2018, Glencore se encontró en el radar de la Oficina de Fraude Grave del Reino Unido (SFO) debido a las sospechas de corrupción en la República Democrática del Congo. El precio de las acciones cayó inmediatamente un 6,5%. En abril de 2019, el Departamento de Justicia de los Estados Unidos (DoJ) abrió investigaciones sobre el grupo por presunta corrupción, ahora extendido a Venezuela y Nigeria. Las acciones se desplomaron de nuevo, un 23,4%.

VOTACIÓN Y PARTICIPACIÓN: EN EL CORAZÓN DE LA GESTIÓN SRI ACTIVA

Accionistas influyendo sobre las prácticas corporativas

El ejercicio activo del derecho a voto como accionista en el ejercicio de la responsabilidad fiduciaria, es un concepto básico para una empresa de gestión de activos. Los gestores de activos pueden explotar su posición como accionista para influenciar sobre la mejora en las prácticas ESG de las empresas en las que invierten. Con este fin, los gestores de SRI tienen dos herramientas principales a su disposición: la votación en las Juntas Generales y la participación activa o compromiso, a través de los cuales pueden hacer una contribución genuina al alentar a las empresas a elevar el perfil del desarrollo sostenible.

Votando en las Juntas Generales de accionistas: Para los accionistas, el voto en la Junta General representa la posibilidad de ejercer una presión significativa capaz de influir en las decisiones de las empresas. Por lo tanto, los administradores de SRI disfrutan de un apalancamiento considerable para alentar a las empresas a tener una mayor consideración sobre las cuestiones de desarrollo sostenible.

Ejemplo: En abril de 2019, los accionistas de Bayer emitieron el 55,5% de sus votos contra la dirección en la primera Junta General celebrada después de la adquisición de Monsanto. Se opusieron a la compensación que debía atribuirse al Consejo de Administración. Aunque este voto no es vinculante, dice mucho la desaprobación de los accionistas tras la toma de control de Monsanto por parte del grupo químico alemán.

Participación activa: Los gestores SRI explotan su influencia para alentar a las empresas a mejorar sus prácticas ESG, como accionistas a través de un proceso de diálogo con la alta dirección. Inicialmente limitado a cuestiones de gobernanza, la participación ahora también abarca cuestiones ambientales y sociales.

Ejemplo: La industria petrolera fue uno de los primeros objetivos de los inversores

en temas climáticos, siendo Shell una de las primeras empresas en verse afectada por iniciativas de participación colaborativa. Después de una batalla que abarca varios años, la coalición de inversores Climate Action 100+, que reunió a más de 300 inversores que representan más de 33 billones de dólares en activos bajo gestión, obtuvo varios compromisos tangibles del grupo petrolero.

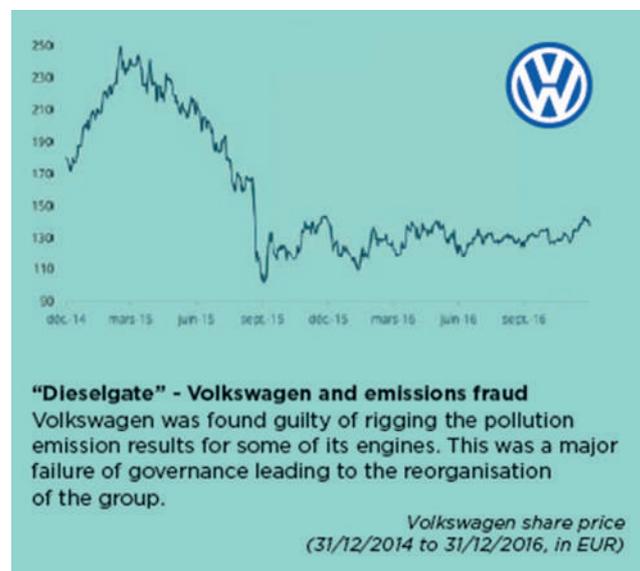
Shell fue la primera empresa del sector en comprometerse a reducir su huella global de carbono para 2050. Esto requiere un cambio drástico en su modelo de desarrollo de negocio. La compensación de los ejecutivos de la empresa está ahora vinculada al proceso de transición energética. Esta es una gran victoria para los inversores de SRI, y ya se puede percibir el impacto en toda la industria petrolera.

SRI Y RENTABILIDAD FINANCIERA

ESG para una mejor comprensión de los riesgos

La Inversión Socialmente Responsable (SRI) se ha topado con la desconfianza de muchos inversores, creyendo que tener en cuenta los criterios ESG puede socavar la rentabilidad financiera. Durante la última década, numerosos estudios han demostrado que no existe una diferencia significativa en el desempeño financiero entre los fondos SRI y los fondos convencionales.

Por el contrario, la integración de los criterios ESG produce una mejor comprensión de las empresas y sus actividades y, por lo tanto, es un medio eficaz para identificar factores de riesgo no tomados en cuenta por el análisis financiero tradicional. Por ejemplo, un aumento anormal de accidentes industriales o ausentismo puede presagiar un deterioro en las relaciones laborales que tendrá un impacto en la competitividad y el desempeño económico de la empresa.



RENTABILIDAD E IMPACTO POSITIVO: ¿VERDADERAMENTE VAN DE LA MANO?

Buscando beneficios para la sociedad: “Impact Investing”

La inversión de impacto es una tendencia de inversión que surgió por primera vez en el “private equity” y ahora está abriendo su propio camino en los mercados de capitales. La inversión de impacto se basa en el deseo de generar un impacto ambiental y social positivo junto con un retorno financiero. En este sentido, es distinto de la filantropía, que no busca rentabilidad financiera. Esta creciente tendencia de inversión busca demostrar que, al explotar el capital privado para servir a las principales causas sociales, las finanzas pueden ser parte de las soluciones a los desafíos ambientales y sociales dentro de la sociedad.

Además del análisis tradicional de ESG, al seleccionar empresas para un fondo de impacto se debe prestar atención a cómo la empresa genera un impacto positivo, y en particular preguntándose:

- ¿Es tal impacto adicional al negocio tradicional de la empresa?
¿La empresa ofrece algo adicional y crea un cambio positivo?
- ¿El impacto generado por la compañía es intencionado? es decir, ¿se ha implementado una estrategia y recursos para maximizar el impacto positivo generado al mismo tiempo que el desempeño financiero?
- ¿Mide la empresa el impacto positivo que genera? ¿Se puede confiar en tal medición?
¿El impacto generado es significativo?

La medición del impacto como piedra angular

Todos los fondos de impacto producen un informe de impacto diseñado para otorgar credibilidad a su enfoque y para demostrar a los inversores qué impacto positivo tangible han generado sus inversiones. Los indicadores de impacto se seleccionan de acuerdo con las actividades y el modelo de negocio de cada empresa. Por ejemplo, podemos medir las reducciones en las emisiones de CO₂ para las energías renovables o la proporción de tierra cultivada de manera sostenible en el sector de la agricultura sostenible. También podemos medir la cantidad de personas que han podido acceder a tratamientos médicos para empresas del sector de la salud.

Todavía hay pocos indicadores estandarizados para medir el impacto positivo, pero es una tendencia que se encuentra en la mayoría de los informes de SRI de empresas cada vez más ansiosas por demostrar el impacto positivo de sus actividades. Muchas empresas buscan demostrar su contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS, ver más abajo). La hoja de ruta de la ONU emerge como el principal medio para estandarizar la medición del impacto positivo.

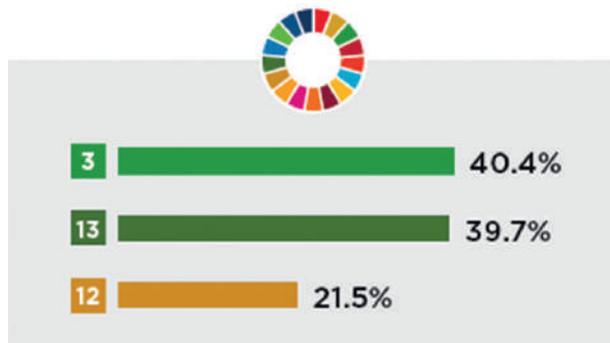
Ejemplos de indicadores

Los fondos de impacto varían desde la lógica de los fondos temáticos simples porque,

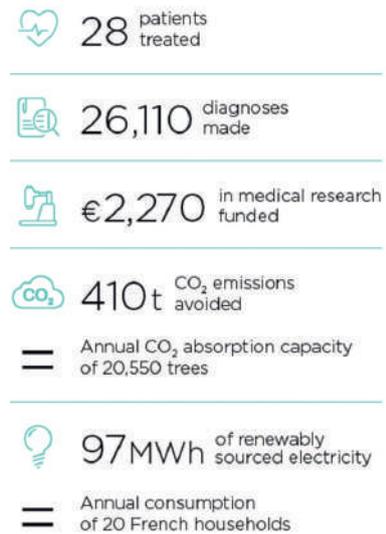
cuando se trata de seleccionar los valores en la cartera, ponen el énfasis en el deseo de maximizar el impacto positivo creado.

Por el contrario, un fondo temático solo buscará invertir en sectores o actividades particulares, sin buscar sistemáticamente medir y maximizar el impacto positivo creado. Cabe señalar que cada vez más fondos temáticos proporcionan un informe de impacto, lo que puede generar confusión.

Exposure of the portfolio
to the main Sustainable Development
Goals



Impact indicators
for every €1,000,000 invested
in a portfolio



Source: DNCA

“GREENWASHING” O “LAVADO VERDE”

Víctimas de su propio éxito, los ODS también se han convertido en un vehículo para el “lavado verde” o “Greenwashing”. Algunas compañías explican que, dado que emplean trabajadores, también contribuyen al ODS 8 para promover el trabajo decente, sin detenerse a pensar en lo que realmente significa “trabajo decente”.

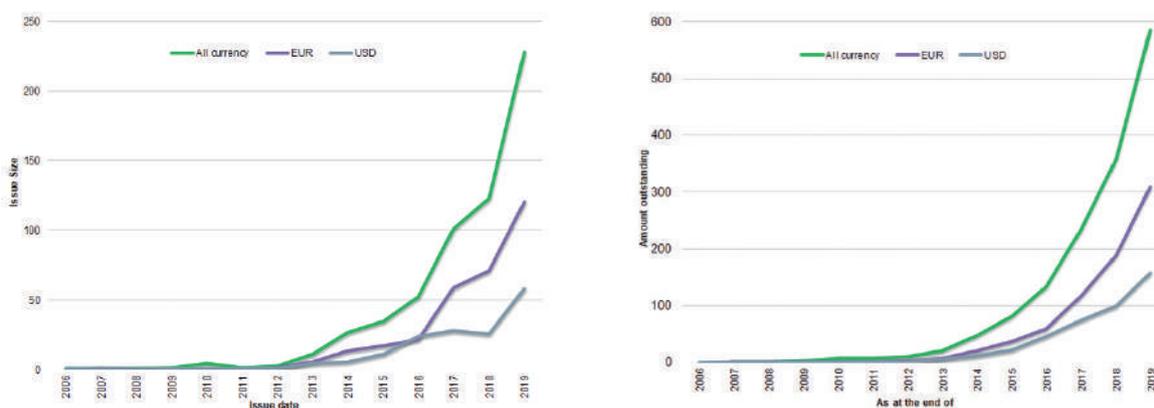
Otros creen que contribuyen a la paz y la justicia en el mundo (ODS 16) porque han establecido sistemas para prevenir la corrupción, que es simplemente una obligación legal. Otros afirman que contribuyen a la lucha contra el cambio climático, destacando algunas pequeñas iniciativas de ahorro de energía sin abordar el impacto ambiental general de sus actividades.

Los ODS son, por lo tanto, un mecanismo de información que debe manejarse con cuidado, ya que los inversores son muy sensibles a la correcta utilización de los mismos.

PRODUCTOS DE EMISIÓN

DESARROLLO Y ESTRUCTURA DEL MERCADO DE BONOS SOSTENIBLES

El mercado de emisiones sostenibles nace en 2007 con las emisiones de bonos verdes del Banco Europeo de Inversiones y el Banco Mundial, y fueron creados para financiar proyectos con un impacto medioambiental positivo y/o beneficios climáticos. Desde entonces su crecimiento ha sido imparable, contando en la actualidad con más de Eur 600,000 millones de emisiones vivas.



Fuentes: Bloomberg, Natixis.

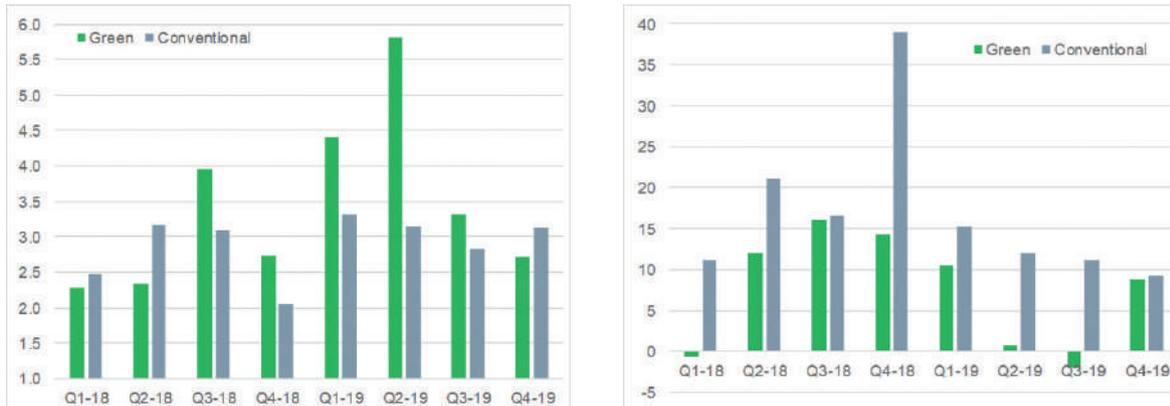
El desarrollo del mercado de Bonos Sostenibles pivotaba inicialmente sobre la idea de “flat pricing”, es decir, que el Bono Sostenible tendría exactamente las mismas condiciones que un bono estándar (precio, recurso contra el emisor, etc) con la única diferencia entre ambos de que el Bono Sostenible garantiza la aplicación de los recursos obtenidos a fines medioambientales y/o sociales. En la actualidad, la mayor parte de Bonos Sostenibles, a mismas condiciones que el bono estándar, ofrecen una ligera mejora en el precio debido a la mayor demanda por parte de los inversores por este formato.

Las tablas siguientes reflejan la demanda y prima final pagada por bonos verdes vs bonos estándar emitidos por corporaciones no-financieras desde el primer trimestre de 2018.

Atendiendo a criterios geográficos, Estados Unidos, China y la Unión Europea son responsables del 73% de las emisiones globales de bonos verdes. Siendo el mercado único europeo el más desarrollado con €ur 115,000 millones de emisiones anuales.

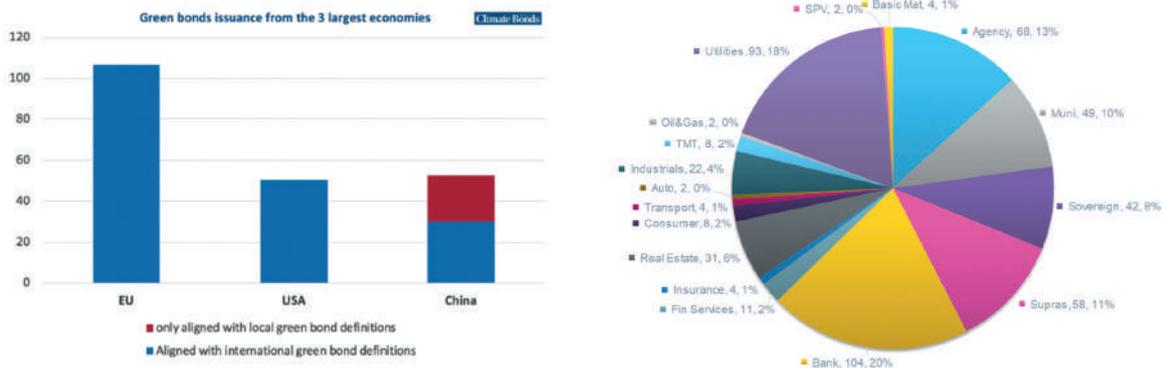
En cuanto al tipo de emisor, las corporaciones no financieras con el sector utilities a la cabeza (18%) son responsables del 35% de las emisiones, seguidas por el sector Bancario (20%), Agencias (13%) y Entidades Supranacionales (11%).

Ración de sobresuscripción Bonos verdes vs convencionales Prima de nueva emisión (NIP): Bonos verdes vs convencionales



Fuentes: Bloomberg, Natixis.

Bonos verdes en circulación por sector (todas las divisas, equivalente en miles de millones de euros)



Fuentes: Bloomberg, Natixis.

TIPOS DE EMISIONES SOSTENIBLES:

Es importante en primer lugar, resaltar que los bonos sostenibles tienen las mismas características crediticias que los bonos estándar. La diferencia viene marcada por el uso de los fondos de la emisión, o la vinculación del cupón de la misma a ciertos criterios alineados con los ODS. En función de lo anteriormente mencionado, podemos clasificar los bonos sostenibles de la siguiente manera:

- **Bonos Verdes:** Los bonos verdes son cualquier tipología de bono cuyo importe se

aplique exclusivamente a financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, Proyectos Verdes elegibles nuevos y/o existentes y que están alineados con los cuatro componentes de los “Green Bond Principles”.

Dentro de las “categorías elegibles” encontramos proyectos relacionados con las energías renovables, eficiencia energética, prevención y control de la contaminación, tratamiento del agua y residuos, etc.

Ejemplo: En febrero del 2019 la compañía Iberdrola emitía un bono híbrido verde con un cupón del 3.25%, el destino de los fondos de la emisión fue la financiación y/o refinanciación de dos de sus parques eólicos off-shore en Reino Unido y Alemania. Vigeo Eiris confirmó la alineación del bono con los GBP y su contribución a los ODS 7 (Energía asequible y limpia) y ODS 13 (Acción por el clima). El importe de la emisión fue de €800m y obtuvo una demanda de inversores de €4.8bn.

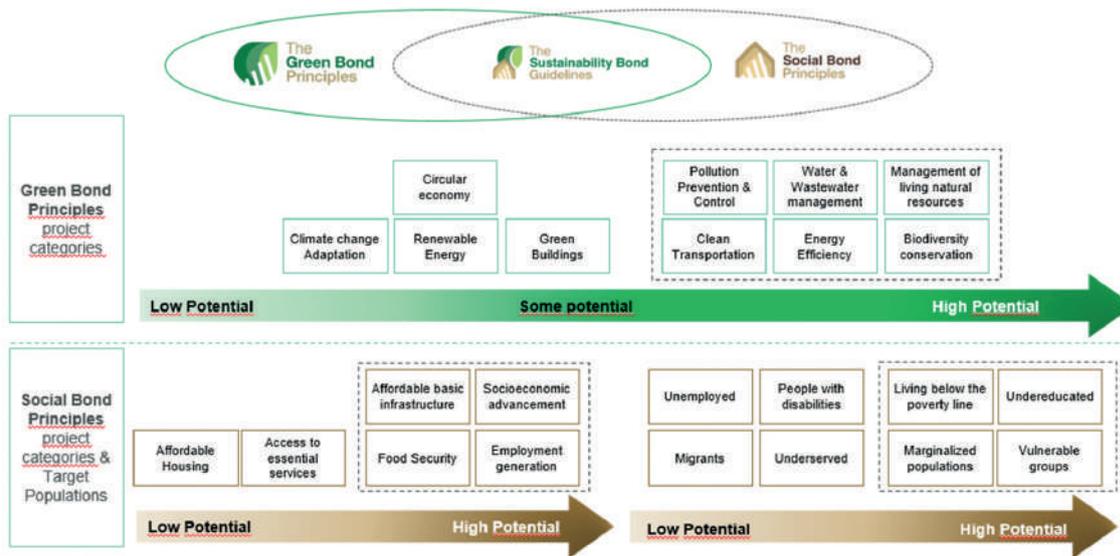
- **Bonos Sociales:** En este caso aplica la misma definición que la del Bono Verde con la salvedad que los proyectos elegibles deben ser considerados proyectos sociales elegibles. Por proyectos sociales se entienden aquellas actividades e inversiones que ayudan a solucionar o mitigar directamente un problema social específico y/o buscan alcanzar resultados sociales positivos, especialmente pero no exclusivamente, para la población o poblaciones objetivo.

Dentro de las categorías sociales elegibles encontramos por ejemplo: acceso a servicios esenciales (educación, salud, etc), vivienda asequible, infraestructuras básicas asequibles y creación de empleo.

Ejemplo: En septiembre de 2019, CaixaBank se convertía en el primer Banco Español en emitir un bono social. La emisión con formato senior no preferente de 5yr y con un importe de €1,000 millones de importe, fue destinada a la financiación de proyectos cuya contribución estuviese destinada a la lucha contra la pobreza y la creación de empleo en las zonas más desfavorecidas económicamente en España, por tanto, alineada con los ODS 1 y 8 y verificada por la agencia Sustainalytics.

- **Bonos Sostenibles:** Los bonos sostenibles son una combinación de los dos formatos anteriores (Verde y Social). Por tanto, nos referimos a emisiones cuyo nominal estará dedicado en exclusiva a financiar o refinanciar una combinación de proyectos verdes y sociales.

Ejemplo: En febrero del 2020 la Comunidad de Madrid emitía un Bono Social de €1,250 millones a un plazo de 10 años. El portfolio de proyectos sostenibles incluidos en el framework de la Comunidad, incluye por ejemplo la financiación de proyectos de inclusión social, sanidad, educación, cambio climático y gestión medioambiental. De acuerdo con Sustainalytics, el Framework de financiación sostenible de la Comunidad de Madrid es creíble, de impacto y alineado con los Sustainability Bond Guidelines de 2018. La emisión obtuvo una demanda de inversores superior a los €7,000 millones.



Fuente: Natixis.

- **Sustainability-Linked Bonds:** Por último, nos encontramos ante una categoría nueva que se está desarrollando en la actualidad. ICMA ha creado dos grupos de trabajo que están trabajando con el fin de establecer una guía o principios formales equiparables a los “Green y Social Bond Principles” aunque no se espera ninguna conclusión hasta finales de 2020.

Los Sustainability-Linked bonds, a diferencia de los formatos anteriores, no se basan en la aplicación de los fondos obtenidos a proyectos elegibles, sino que vinculan el cupón de la emisión al cumplimiento de unos KPIs o indicadores de sostenibilidad predeterminados. En caso de existir un incumplimiento de estos KPIs, se activaría un mecanismo de “step up” o incremento de cupón del bono por una cantidad de puntos básicos previamente determinada en la fecha de emisión. Por tanto, con carácter general podríamos decir que el objetivo fundamental de este formato es el de vincular el coste financiero del emisor a su estrategia de sostenibilidad.

Ejemplo: La compañía italiana Enel, emitía en octubre de 2019 €ur 2,500 millones en 3 tramos (4,5 – 7,5 y 15 años) los cuales vinculaban el nivel de los cupones al ODS 7 – Energía limpia y asequible y al ODS 13 – Acción climática. El compromiso adquirido por la compañía consiste en el incremento de la capacidad de generación de energía renovable en un 55% para finales de 2021 (ODS 7) y la reducción de la intensidad del carbón en su “mix energético”, debiendo ser igual o menor a 125g/kWheq2 para diciembre de 2030. En caso de incumplimiento, el cupón se verá aumentado en 25bps (0.25%) desde la fecha de revisión y hasta su vencimiento, salvo que el objetivo sea alcanzado con anterioridad tras el incumplimiento.

LOS “GREEN Y SOCIAL BOND PRINCIPLES”

Los GBP y SBP son un conjunto de pautas voluntarias aceptadas por los participantes

del mercado para la emisión de bonos verdes, sociales y sostenibles. Estos principios fueron establecidos conjuntamente por emisores, inversores y grupos ambientales / sociales con el fin de establecer un marco estandarizado que facilitase el desarrollo ordenado del mercado de bonos sostenibles. Los objetivos principales de los GBP/SBP se pueden resumir en:

- Servir a los emisores como guía con los componentes claves involucrados a la hora de estructurar y emitir un bono verde y/o social “creíble”.
- Garantizar a los inversores el acceso a la información relevante con la finalidad de facilitar al análisis del impacto medioambiental y/o social de sus inversiones.
- Guiar al mercado hacia una divulgación de información estandarizada que permita el desarrollo del mercado de emisiones sostenibles.

Los GBP y SBP se fundamentan sobre los mismos 4 pilares:

- 1) Aplicación directa de los recursos de la emisión
- 2) Proceso para la evaluación y selección de proyectos
- 3) Gestión de los recursos obtenidos con la emisión
- 4) Reporte de los emisores

Lista indicativa de categorías elegibles:



Examples of project types	
Renewable Energy	Including production, transmission, appliances and products
Energy Efficiency	Such as in new and refurbished buildings, energy storage, district heating, smart grids, appliances and products
Pollution prevention and control	Including waste water treatment, reduction of air emissions, greenhouse gas control, soil remediation, waste prevention, waste reduction, waste recycling and energy/emission-efficient waste to energy, value added products from waste and remanufacturing, and associated environmental monitoring
Environmentally sustainable management of living natural resources and land use	Including environmentally sustainable agriculture, environmentally sustainable animal husbandry, climate smart farm inputs such as biological crop protection or drip-irrigation, environmentally sustainable fishery and aquaculture, environmentally-sustainable forestry, including afforestation or reforestation, and preservation or restoration of natural landscapes
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation	Including the protection of coastal, marine and watershed environments
Clean transportation	Such as electric, hybrid, public, rail, non-motorised, multi-modal transportation, infrastructure for clean energy vehicles and reduction of harmful emissions
Sustainable water and wastewater management	Including sustainable infrastructure for clean and/or drinking water, wastewater treatment, sustainable urban drainage systems and river training and other forms of flooding mitigation
Climate change adaptation	Including information support systems, such as climate observation and early warning systems
Eco-efficient and/or circular economy adapted products, production technologies and processes	Such as development and introduction of environmentally friendlier products, with an eco-label or environmental certification, resource-efficient packaging and distribution
Green buildings	Which meet regional, national or internationally recognised standards or certifications.



Project Categories	Examples of project types	Examples of target Populations
Affordable basic infrastructure	clean drinking water, sewers, sanitation, transport	
Access to essential services	health, education and vocational training, healthcare, financing and financial services	<ul style="list-style-type: none"> • Living below the poverty line • Excluded and/or marginalized populations and/or communities
Affordable housing		<ul style="list-style-type: none"> • Vulnerable groups, including as a result of natural disasters
Employment generation	including through the potential effect of SME financing and microfinance	<ul style="list-style-type: none"> • People with disabilities • Migrants and/or displaced persons
Food security		<ul style="list-style-type: none"> • Undereducated • Underserved
Socioeconomic advancement and empowerment		<ul style="list-style-type: none"> • Unemployed

Fuente: Natixis.

RASGOS GENERALES Y ESTRUCTURA DE LAS EMISIONES SOSTENIBLES

Es habitual que los emisores confíen en los GBP o SBP como piedra angular en la elaboración del marco de sus emisiones sostenibles, el cual debe incluir:

- Estrategia ESG: los emisores deben comunicar sus objetivos y estrategia de sostenibilidad, procesos de gestión del riesgo ESG, descripción general del enfoque del emisor a los ODS y política financiera verde/social.
- Green y/o Social Bond Principles comentados anteriormente.
- Verificación externa: es práctica habitual de mercado que las emisiones sostenibles incorporen una verificación externa de una agencia de rating sobre su alineación con los GBP/SBP. También suele incorporarse una revisión auditada de la asignación efectiva de los fondos.

4.2. SEGURO Y FINANZAS SOSTENIBLES EN ESPAÑA

MARÍA ARÁNZAZU DEL VALLE SCHAAN

Secretaria General de Unespa

PANORAMA GENERAL DEL SEGURO

El seguro español es una actividad financiera y actuarial que está sólidamente instalada en la sociedad y en la economía española. Aunque todavía tiene un importante caudal de desarrollo, no cabe duda de que la situación alcanzada por el seguro español acusa una capilaridad y una capacidad difícilmente comparables con la de la mayoría de los sectores económicos.

Estadísticas oficiales como la Encuesta de Presupuestos Familiares sugieren que apenas existe en España un 4% de hogares que no tenga ningún tipo de seguro de los más frecuentes (autos, hogar, salud, decesos o asistencia). La capilaridad del seguro en el ámbito empresarial alcanza a unos dos millones y medio de empresas, la inmensa mayoría de las mismas, pymes.

El seguro español protege el valor de 4 billones de euros de viviendas y comunidades de vecinos; 105.000 millones en oficinas; 570.000 millones en comercios; 980.000 millones en industrias; 7.000 millones en obra civil; 314.000 millones de ingresos de actores económicos; y 11,3 billones de euros en riesgos de personas. A todo este volumen de riqueza le ofrece como principal prestación la conservación de ese mismo patrimonio en caso de ocurrir alguno de los percances contemplados en los contratos.

El seguro es una actividad primariamente actuarial, pero también es una actividad financiera, sobre todo como consecuencia de su capacidad de adquirir compromisos en el largo plazo. Ejemplo claro de compromiso a largo plazo lo ofrece el negocio de seguro de vida, gestor de 193.000 millones de euros en favor de 9,4 millones de ahorradores. Esta realidad, además, convierte al sector asegurador en un inversor con un especial apetito

por el largo plazo: uno de cada tres euros invertidos para soportar compromisos del seguro de vida en España vencerá dentro de más de diez años.

En suma, la existencia y operativa del seguro generan dos realidades distintas, pero íntimamente ligadas en la operativa de las aseguradoras, susceptibles de impactar en el terreno de la sostenibilidad:

En primer lugar, se encuentra *la labor del seguro como protector*, algo que también se suele conocer como “vertiente de producto”. Hablamos de esa dimensión en la que el seguro, en su labor esencial de buscar riesgos que proteger, los estudia, segmenta y tarifica promoviendo también en el asegurado una actividad de prevención y una gestión más eficiente.

En segundo lugar, se encuentra *la labor del seguro como inversor institucional*. La institución aseguradora muestra un apetito especialmente intenso por las inversiones finalistas y a largo plazo, ligadas a objetivos cuanto más libre de riesgos, mejor. Se trata, pues, de un actor mayor de los mercados financieros, ahora mismo veremos en qué magnitud, tendente a operar en segmentos del mercado no especulativos ni a corto plazo, y proveyendo, por lo tanto, a los emisores elegidos de una fuente sólida de financiación enfocada en plazos dilatados.

En este análisis abordaremos estas dos dimensiones: la dimensión inversora y la dimensión de producto, desde el punto de vista de su aportación a la sostenibilidad.

El seguro como inversor institucional

A 30 de junio de 2020, la actividad inversora del seguro español acopiaba 317.000 millones de euros, de los cuales 306.000 se corresponden con inversiones de naturaleza financiera, mientras que el resto comportan las inversiones inmobiliarias. El sector asegurador español, además, forma parte de un gran mercado europeo que, a 30 de junio de 2020, mantenía una cartera de inversiones total de 11,2 billones de euros, la inmensa mayoría de la misma, inversiones financieras, ya que la cartera inmobiliaria suponía sólo 190.000 millones.

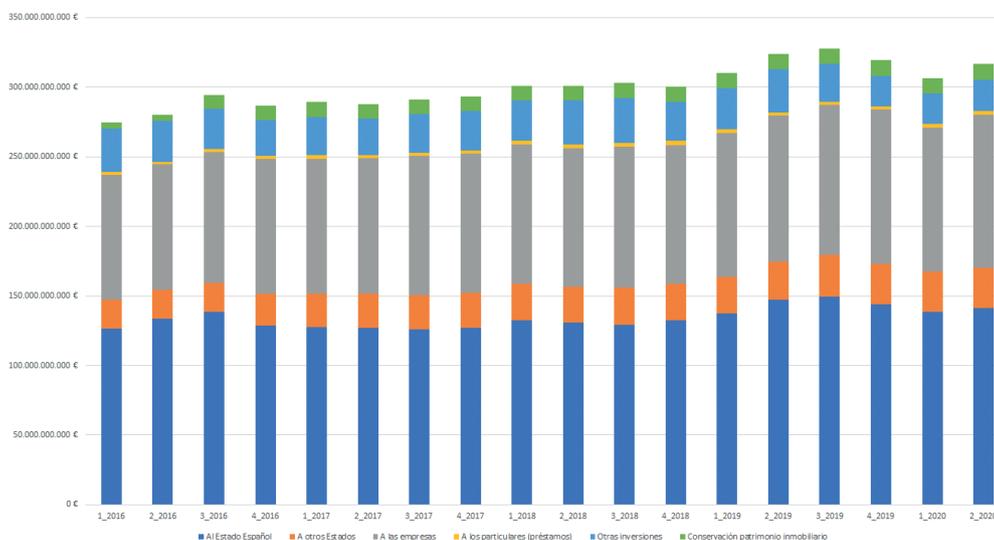
El principal beneficiario del apetito de activos del sector asegurador español es el Estado español, que recibe una parte muy significativa de los recursos de financiación que las entidades aseguradoras ponen en el mercado. El segundo gran beneficio de las inversiones aseguradoras son las empresas. Ambos, además, disfrutan del aliciente de que el propio modelo de negocio del sector asegurador, sobre todo en lo tocante a los productos del seguro de vida, está ligado al largo plazo, puesto que, en muchas ocasiones, lo que busca el asegurador es casar compromisos a largo plazo con inversiones que tengan también el mismo horizonte temporal. Como consecuencia, el sector asegurador no sólo es proveedor de financiación, sino que dicha financiación es, también, a largo plazo, es decir, estable.

Estos datos han de servir para sustentar la idea de que el sector asegurador ° español es un inversor institucional con una muy elevada capacidad de liderazgo en el ámbito de las inversiones sostenibles.

A estas alturas del desarrollo de las inversiones ASG, cabe afirmar categóricamente que el seguro español es consciente de su posible labor en este terreno y, de hecho, tiene una actividad activa frente a ello. Una encuesta realizada entre entidades aseguradoras del

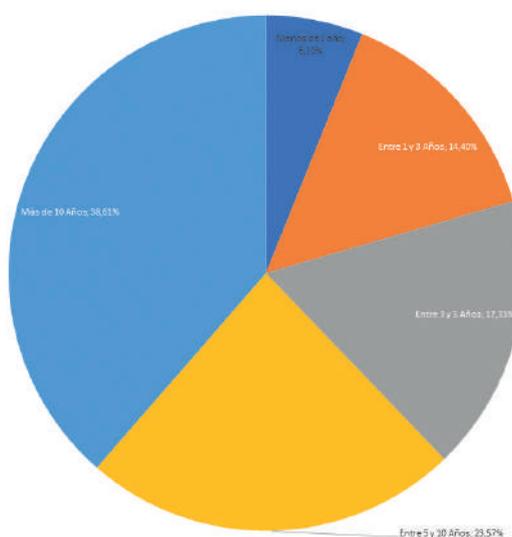
mercado español, y que fue respondida por una muestra muy importante de unas tres cuartas partes de dicho mercado, revela, en este sentido, que un 43% de las entidades tienen ya implantadas estrategias específicas de inversión ASG.

Ilustración 1: Evolución de la cartera de inversiones del sector asegurador, según el receptor de la financiación



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Ilustración 2: Inversiones del sector asegurador, según su duración. Año 2019.



Fuente: ICEA.

Entre las diferentes estrategias que se pueden plantear en el marco de un programa de inversiones ASG, la más comúnmente adoptada por las entidades aseguradoras es la integración de los criterios ASG dentro del análisis de riesgos y oportunidades de la política de inversiones. Esto es así porque una de las líneas evolutivas más claras en la relación entre seguro y sostenibilidad, línea que está siendo sólidamente fomentada por las autoridades de supervisión, es la integración de los criterios ASG dentro de la política de análisis y gestión de riesgos que, tras la implantación del entorno Solvencia II, se ha convertido en el principal elemento de la gestión aseguradora, y también el principal elemento por el cual el comportamiento de la entidad es juzgado por su supervisor.

Las Cuentas Financieras del Banco de España apuntan a que la capacidad del sector asegurador de adquisición neta anual de activos financieros suele estar entre los 5.000 y los 15.000 millones de euros; ritmo que, en todo caso, puede verse notablemente incrementado si la producción aseguradora se alinea en su densidad con la de las principales economías de nuestro entorno.

El sector asegurador, por lo tanto, está en condiciones de ser un actor muy importante en la difusión de las inversiones ASG, en su potenciación, en la normalización y profesionalización de su mercado. En tal sentido, el sector asegurador tiene la ambición de, por así decirlo, convertirse en financiador de la Agenda 2030.

PRODUCTOS DE SEGURO Y SOSTENIBILIDAD

La sostenibilidad está en el ADN del seguro. La sostenibilidad trabaja para evitar y eliminar los grandes riesgos ambientales, sociales y de desigualdad a los que se enfrenta la sociedad, y estos objetivos son los mismos a los que el seguro se encomienda cada día. Proveer sostenibilidad, vertebrar entornos en los que la actividad, sea cuál sea, se desarrolla en adecuada comunión con su entorno y en condiciones cada vez más seguras, ha sido siempre el primer objetivo del seguro.

El seguro, por definición, tiene como objetivo proteger el patrimonio ya constituido por el cliente frente a una diversidad de riesgos a los que dicho cliente, o su patrimonio, están expuestos. Formulado así, la sostenibilidad puede aparecer como un elemento irrelevante; pero no es así. Los elementos ASG condicionan el perfil de un cliente, notablemente si hablamos de clientes no personales y por lo tanto activos en el tejido económico con funciones distintas de la de consumidor; y es por esto que la inclusión de los factores ASG, cada vez más demandada en las legislaciones, es fundamental para que un asegurador pueda tener una imagen fiel de su perfil de riesgo, y gestionarlo.

Precisamente por esta razón, si los factores ASG forman parte integrante del análisis de riesgo de un asegurador, es obvio que, en la medida que dicho asegurador encamine sus políticas de suscripción o de asesoramiento al cliente sintonizándolas con el objetivo de perseguir el cumplimiento de estándares de sostenibilidad, estará, indirectamente, trabajando en pro de una economía sostenible, aunque quienes “ejecuten” dicha economía sostenible sean, en primera instancia, sus clientes.

Esta labor indirecta se puede ver en varios ejemplos, sin ser una lista exhaustiva, entre los que cabe destacar:

El sistema español de **cobertura de riesgos extraordinarios o catastróficos**. El seguro siempre ha procurado la sostenibilidad, y buena prueba de ello es su papel en uno de los entornos en los que la emergencia climática se muestra con más claridad: las catástrofes naturales. En este punto en el que, desde hace décadas, gobernantes y aseguradores tienen en marcha un mecanismo de colaboración público-privada gestionado por una institución, el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS), cuyo funcionamiento es envidiado fuera de nuestras fronteras y cuya eficiencia está fuera de toda duda. Mediante este sistema, el CCS se hace cargo de las indemnizaciones cuando la causa del percance es catastrófica. La definición de catástrofe incluye todos los sucesos climáticos asociados al calentamiento global como inundaciones y tempestades ciclónicas. El seguro no puede evitar que los sucesos climáticos ocurran, pero sí puede evitar que su producción deje a quienes lo sufren sin recursos para afrontar el futuro. Y es cierto que en los últimos años se constata que el número de eventos naturales es cada vez mayor, que sus consecuencias son más virulentas y que afectan a zonas geográficas cada vez más extensas.

Es éste un sistema que trabaja en pro de la sostenibilidad, si bien no en la etapa de la prevención. Su valor añadido proviene del hecho de que, al garantizar una cobertura global de todos los bienes y personas asegurados, está garantizando una indemnidad global de los daños causados por los eventos catastróficos; esto hace que la capacidad de los actores económicos a la hora de luchar en contra del cambio climático no se deteriore por efecto de los eventos catastróficos. Garantiza, pues, la continuidad de las políticas de sostenibilidad.

El mismo beneficio puede apreciarse en el **Sistema Nacional de Seguros Agrarios**, un entorno, de nuevo, de colaboración público-privada que es notablemente exitoso en el objetivo fundamental que se marcó hace varias décadas, como es extender el aseguramiento en los entornos agrario, ganadero y pesquero. El sector primario español es hoy uno de los más asegurados del mundo, y esto quiere decir que, ante eventos como inundaciones o sequías, que suponen pérdidas notables de cosechas o explotaciones, la reparación de dichas pérdidas previene una eventual respuesta basada en la sobreexplotación, una respuesta “anti-sostenible”, pues.

En el ámbito puramente privado, cabe destacar iniciativas como el **Pool Español de Riesgos Medioambientales**, que lleva ya muchos años trabajando para garantizar la capacidad aseguradora a la hora de garantizar las responsabilidades por daños al medio ambiente. La labor del Pool no se centra sólo en la suscripción, sino también en el asesoramiento y ayuda a sus clientes, pues en el proceso de suscripción del seguro se produce una auditoría de las condiciones en las que los riesgos medioambientales están siendo prevenidos; revisión que, no pocas veces, resulta en recomendaciones sobre una mejor praxis, que suelen estar acompañadas por el incentivo objetivo de un precio más asequible.

En el campo de otros seguros, cabe citar que la puesta en marcha, ya masiva en el mercado español, de seguros del automóvil perfectamente adaptados a las unidades eléctricas o híbridas, trabaja para ofrecer un ámbito de protección suficiente que sirva como incentivo para la posesión de este tipo de vehículos. En el caso del seguro del hogar, o de

comunidades, de nuevo las políticas de suscripción, en las que muy a menudo cumple un papel fundamental el correcto mantenimiento del edificio y muy particularmente de sus conducciones de agua, opera como incentivo indirecto para realizar una gestión racional de los recursos.

A MODO DE CONCLUSIÓN

El sector asegurador está llamado a cumplir un papel en todos los retos de la sostenibilidad. Tanto como inversor institucional como en su función nuclear de protector de sus asegurados frente a los riesgos que les afectan. El seguro tiene la potencialidad de trabajar en pro de los objetivos de sostenibilidad, cumpliéndolos y ayudando a los relacionados a cumplirlos por su parte.

Todo esto confluye en la idea de que una política de sostenibilidad equilibrada y estable debería incluir entre sus objetivos el diálogo permanente y leal con los sectores, y entre ellos, con el sector asegurador.

4.3. EL MERCADO DE BONOS VERDES

RICARDO GIMENO

Jefe de División Análisis e Inteligencia de Mercados, Banco de España¹

INTRODUCCIÓN

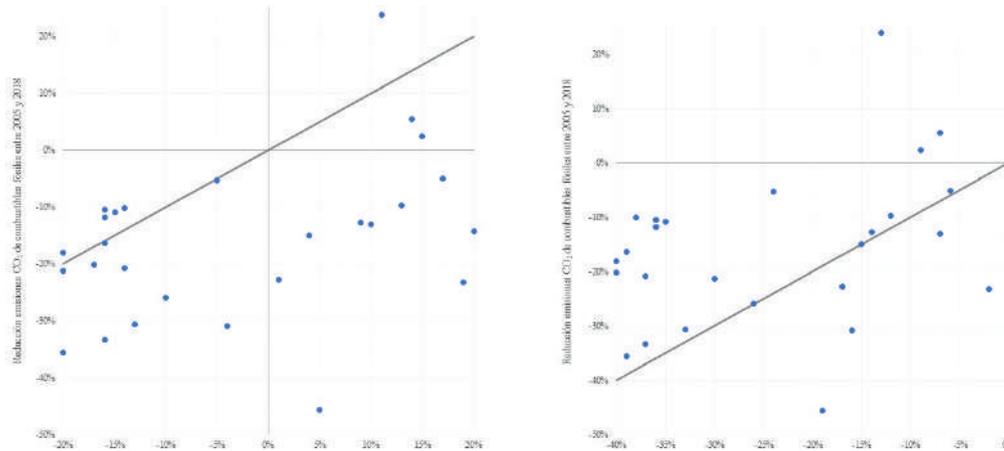
Los compromisos de reducción de huella de carbono que se alcanzaron en los acuerdos de Tokio, de acuerdo al reparto del esfuerzo entre los países de la UE de cara a 2020, parece que se van a cumplir, aunque todavía requerirían esfuerzos adicionales en algunos países (e.g., Austria, Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Holanda y Estonia). Sin embargo, el reparto entre los países de la UE del compromiso de la Unión en el acuerdo de París es más exigente para el año 2030, y va a requerir acciones significativas para la mayoría de países (Véase Figura 1). Para el cumplimiento de estos objetivos serán necesarias inversiones considerables, y la obtención de la financiación adecuada para ello, como reconoce el propio texto de los acuerdos de París (Marqués y Romo, 2018).

Para dirigir fondos a estas iniciativas, la solución que han creado los mercados son los bonos verdes. Un bono verde es aquel cuyos fondos se destinan a financiar proyectos que guarden una relación directa con la sostenibilidad, la preservación de los medios naturales y la transición hacia una economía de bajo carbono (González y Núñez, 2019). Los principios que debe seguir un bono para ser considerado verde incluyen la identificación de la actividad a financiar, cuantificación del impacto medioambiental, información periódica del uso de los fondos, y un evaluador externo que certifique el cumplimiento de los objetivos marcados con la emisión.

¹ Las opiniones expresadas en este capítulo son en exclusiva las de su autor y no necesariamente se corresponden con las de la institución en la que trabaja.

² DECISIÓN No 406/2009/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO de 23 de abril de 2009.
eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32009D0406&from=EN#n-tr2-L_2009140ES.01013601-E0002

Figura 1: Reducción observada de emisiones CO₂ frente a los objetivos comprometidos



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat y Parlamento Europeo.

Los tesoros nacionales no han sido ajenos a la emisión de bonos verdes, desde la primera del gobierno Polaco. El principal emisor de bonos verdes soberanos hasta la fecha ha sido Francia, abriendo 8 veces en los tres últimos años su programa de Green OAT con vencimiento en junio de 2039, con un saldo vivo superior a los 20 mil millones de euros al cierre de 2019. Otros países europeos que han emitido hasta 2019 este tipo de activos de renta fija son Holanda, Bélgica, Irlanda, Estonia o Lituania. Otros países que todavía no lo han hecho, están anunciando emisiones para antes del cierre de 2020, como son los casos de España o Alemania.

A modo de ejemplo, el bono verde soberano emitido por el Tesoro francés replica la definición anterior de un bono verde. Tiene por objeto declarado la financiación de inversiones (7%), gastos operativos (33%), intervenciones (27%), desgravaciones fiscales (33%) y cualquier otro gasto que permita el desarrollo de la política medioambiental del Gobierno Francés (République Française, 2017). Más de la mitad de los fondos obtenidos mediante este bono verde debe dedicarse a proyectos actuales o futuros (es admisible la financiación de proyectos ya realizados recientemente). El gobierno también se compromete a reportar todos los años la asignación de recursos, y al final del proyecto, los logros obtenidos en términos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, la reducción de la contaminación, reciclado y biodiversidad. El destino comprometido para los fondos son la mejora de la eficiencia energética de edificios (32%), la biodiversidad (22%), transportes (19%), energía (13%), adaptación (7%), y control de la contaminación (2%) (Véase la figura 2). Los resultados reportados contarán con una certificación (auditoría) independiente proporcionada por Vigeo-Eiris.

Como muestra el ejemplo francés, la emisión de un bono verde soberano implica una serie de compromisos plurianuales de gastos por parte del país emisor. Esto supone que la emisión, con vencimientos superiores a los 20 años en muchos casos, no solo obligará al gobierno que emite, sino a gobiernos posteriores. Estos gobiernos siguientes pueden te-

ner prioridades distintas, y sentirse tentados a incumplir los compromisos adquiridos con la emisión del bono verde. Esto podría llegar a desencadenar un “default verde”, incluso cuando se mantenga el pago de los cupones o la amortización del principal (evento de crédito). Si bien no sería un evento de crédito en el sentido habitual del término, sí que sería un incumplimiento de uno de los compromisos adquiridos durante la emisión, y en ese sentido, un riesgo reputacional para el país. Aunque no hay registrado ningún caso de incumplimiento de esos compromisos en un bono verde (soberano o no), resulta difícil pensar que, en caso de este *default verde*, el emisor pudiera apelar en el futuro al mercado con otro bono verde. Por otra parte, no se puede descartar que los tenedores de dichos bonos demandaran al estado incumplidor, si bien no está claro qué tipo de reclamación podrían hacer en esas circunstancias.

Figura 2: Proyectos comprometidos por las emisiones de bonos verdes de la República Francesa



Fuente: République Française (2017) Framework for the Green OAT. <https://www.aft.gouv.fr/files/archives7attachments/25562.pdf>

Imágenes obtenidas con licencia CC BY de Lokas Software; Stavros I; Secretlondon; Dimitri Makeev; NOAA-2 Satellite; Tony Webster.

La demanda de bonos verdes es especialmente significativa entre fondos de inversión temáticos, y sobre todo (por volumen), entre fondos de pensiones. Dado que, en muchos casos, los fondos de pensiones tienen mandatos que constriñen el universo de activos elegibles a aquellos que tienen un nivel mínimo de riesgo, los bonos verdes soberanos son una opción especialmente interesante para ellos que amplían sus posibilidades de inversión. Para los emisores, la presencia de fondos de pensiones es también muy positiva, pues tienden a ser unos inversores muy estables, tendiendo a hacer inversiones hasta vencimiento. En este sentido, la expansión, diversificación y mejora en el tipo de inversores a los que llegar por parte de los tesoros es un atractivo adicional al de la financiación de proyectos verdes.

No obstante, hay que tener en cuenta que la Comisión Europea estima que para cubrir las necesidades de inversiones sostenibles que la Unión Europea tendría que hacer para cubrir el Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo haría falta la movilización de un billón de euros. Es difícil imaginar que esta oferta de bonos verdes vaya a poder cubrirse simplemente con la preferencia de fondos de pensiones o la existencia de fondos de inversión temáticos por este tipo de activos. Para lograr estos volúmenes, es necesario que las inversiones medioambientales deje de ser el nicho del mercado de bonos verdes, en el que predominan las estrategias temáticas (especialización en bonos verdes), para pasar a estrategias generales para todo tipo de carteras de activos como son las de *best-in-class* o las de integración de criterios medioambientales en la optimización de carteras (NGFS, 2019).

El criterio *best-in-class* implica que, una vez que el inversor ha decidido que parte de su cartera se invertiría en activos de una tipología completa (por ejemplo, bonos soberanos con una calificación crediticia superior a A-, y una duración de entre 5 y 10 años), de entre ellos se escogería aquellos que tuvieran una mejor valoración en términos medioambientales. Por su parte, la integración de criterios medioambientales en la optimización de carteras implica que la selección de la cartera no solo debe maximizar la rentabilidad para un nivel de riesgo dado, como es habitual, sino que debe ser una decisión multicriterio que tenga en cuenta el riesgo, la rentabilidad y algún tipo de evaluación medioambiental del activo. Hay que tener en cuenta que la huella de carbono de un país tiene una relación positiva con su rating de crédito: a mayor huella de carbono, mejor rating (Gimeno y Sols, 2020).

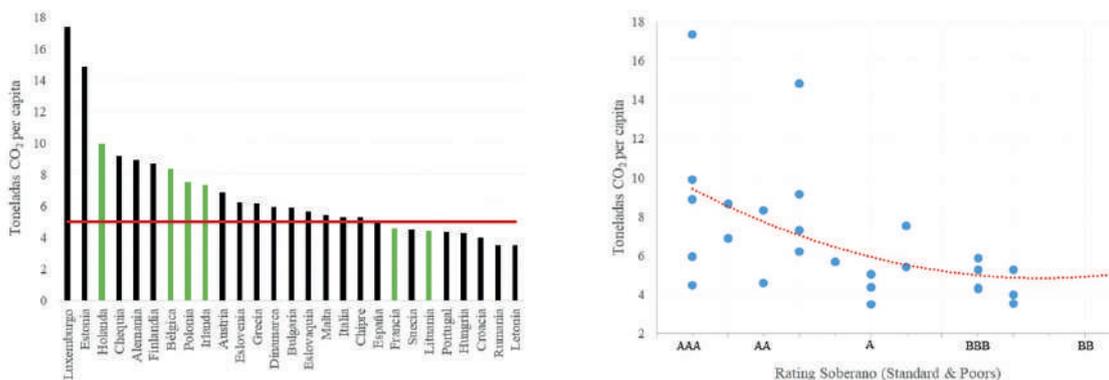
Por tanto, para lograr la ampliación desde un nicho de mercado al conjunto de este, el primer paso es la identificación de una métrica mediambiental adecuada, igual que existe una métrica para el riesgo de crédito (las calificaciones de las agencias de rating). En el caso de bonos corporativos, o de acciones, la métrica medioambiental es relativamente sencilla, pudiéndose calcular la huella de carbono de la empresa. Existen múltiples proveedores de datos (tipo 2 degrees investment initiative, Carbon Delta, ISS, y otras, además de las tradicionales como Bloomberg o Reuters) que proporcionan esa información (Alonso y Marqués, 2019). Sin embargo, en el caso de los bonos soberanos, a pesar de que existen fuentes públicas de emisiones de gases de efecto invernadero por países (como por ejemplo Eurostat o el Banco Mundial), la integración de estas métricas nacionales con el resto de activos de renta fija no es directa. Así por ejemplo, ¿debería tenerse en cuenta todas las emisiones del país o solo las del sector público? Si quisiéramos comparar los activos públicos y privados, podría pensarse que lo razonable sería restringirse a las del sector público. No obstante, también podría pensarse que las políticas públicas son las que favorecen que la economía de un país en su conjunto produzca más o menos emisiones, por lo que las emisiones a contabilizar deberían ser las del conjunto del país. Por otro lado, algo parecido podría decirse de las emisiones de una empresa: ¿puede una empresa tener una reducida huella de carbono si está afincada en un país con una elevada huella de carbono y se beneficia de las estructuras creadas por su gobierno? ¿Cómo imputamos la huella de carbono del país a una empresa?

Mientras no existan respuestas a estas preguntas, no será fácil que estrategias de inver-

sión más inclusivas (*best-in-class*, integración criterios medioambientales) sean adoptadas de forma generalizadas, y los bonos verdes seguirán siendo fundamentales para la financiación de la lucha contra el cambio climático. No obstante, ya empiezan a darse algunas emisiones de bonos privados (caso de Enel), que no encajan en la definición de bonos verdes, pues no implican inversiones verdes concretas, sino que van ligados a un compromiso de reducción de la huella de carbono para el conjunto de la empresa. Este mismo objetivo podría plantearse para los bonos soberanos, de tal forma que el cupón pagado por el bono estuviera ligado al cumplimiento de los objetivos marcados por el acuerdo de París.

De hecho, un problema adicional de los bonos (soberanos) verdes se haya en la misma fungibilidad del dinero. Así, un emisor, a la vez que tiene un bono verde que se compromete a invertir en energías renovables, puede usar el resto de los presupuestos del estado para subvencionar la minería local del carbón o elaborar una estructura impositiva que no favorezca la eficiencia energética. Esto es una forma de *ecopostureo (Greenwashing)* en el que pueden caer los Estados, y que suponen un riesgo reputacional adicional de los bonos verdes. De hecho los países emisores de bonos verdes, son por ahora mayoritariamente los que tienen huellas de carbono más altas (Véase Figura 3)³. Por el contrario, la consideración conjunta a nivel emisor, en vez de a nivel emisión evita este posible problema.

Figura 3: Emisiones CO2 por países en 2014, bonos verdes emitidos y riesgo soberano.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banco Mundial, Climate Bond Initiative y Standard & Poors.

REFERENCIAS

Andrés, A. y Marqués, J. M. (2019). Innovación financiera para una economía sostenible. Documento Ocasional del Banco de España, n. 1916.

³ No podemos hacer, sin embargo, equivalencia entre greenwashing y bonos verdes con alta huella de carbono nacional. Hay que tener en cuenta que cuanto mayor sea la huella de carbono, mayores serán las necesidades de inversiones sostenibles.

- Gimeno, R. y Sols, F. (2020) . La incorporación de factores de sostenibilidad en la gestión de carteras. *Revista de estabilidad financiera*, 39. 183-203.
- González, C. I. y Núñez, S. (2019). Mercados, entidades financieras y bancos centrales ante el cambio climático: retos y oportunidades. Documento de trabajo de FEDEA n. 2019/06.
- Marqués, J. M. y Romo, L. (2018). El riesgo de cambio climático en los mercados y las entidades financieras: retos, medidas e iniciativas internacionales. *Revista de Estabilidad Financiera* 34, 117-140.
- NGFS (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*. Network for Greening the Financial System. París.
- République Française (2017) Framework for the green OAT. www.aft.gouv.fr/files/archives/attachments/25560.pdf

BLOQUE 5:

TENDENCIAS Y RETOS



IEAF | FEF
INSTITUTO ESPAÑOL DE
ANALISTAS FINANCIEROS
FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

5.1. LA HOJA DE RUTA EUROPEA SOBRE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

HELENA VIÑES

Rapporteur de la Plataforma Europea sobre finanzas sostenibles y miembro del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

JOSÉ LUIS BLASCO

Rapporteur del anterior Grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles

INTRODUCCIÓN

El 20 de marzo de 2018 la Comisión Europea (CE) publicó el paquete de medidas más ambicioso y cabal hasta hoy conocido sobre la sostenibilidad en las finanzas y con este una de las grandes transformaciones que tendrán lugar en sistema financiero europeo. Una transformación que aspira, no sólo a que el sector financiero internalice sus externalidades negativas sociales y medioambientales de las actividades productivas, y realinee sus intereses con los de la economía real, de por sí un reto nada desdeñable; sino que convierta a la industria de servicios financieros en un vector de cambio del tejido industrial europeo y el precursor de un nuevo modelo económico más sostenible.

La hoja de ruta europea o plan de acción sobre finanzas sostenibles¹ supone para el sector financiero, lo que el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático² para el modelo económico vigente. En París los dirigentes de prácticamente todos los países del mundo, decidieron dejar atrás un modelo económico basado en energías fósiles, para dar entrada a un modelo económico basado en energías de bajo contenido en carbono.

Ese mismo año, tan solo tres meses antes, esos mismos dirigentes adoptaron en Nueva York los Objetivos de Desarrollo Sostenible (SDGs)³ o Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas que incluyen al objetivo climático, toda una serie de objetivos ecológicos y sociales.

¹ Plan de finanzas sostenibles de las UE https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/IP_18_1404

² ¿Qué es el Acuerdo de París? <https://unfccc.int/es/process-and-meetings/the-paris-agreement/que-es-el-acuerdo-de-paris>

³ Naciones Unidas explica los Objetivos de Desarrollo Sostenible <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

Ante la necesaria transformación dictada por el gran reto que supone el calentamiento global, y evaluado el esfuerzo que dicha transformación conlleva, no son pocas las voces que reclaman la creación de un modelo económico bajo en carbono, pero también mucho más eficiente e inocuo a la hora de utilizar los escasos y degradados recursos naturales, y mucho más equitativo al distribuir la riqueza que genera.

Se trata en definitiva de impulsar el cambio del sistema actual basado en la optimización del beneficio económico, tal y como lo conocemos, apoyado en la transformación del sistema nervioso que los sustenta: el sistema financiero.

Apenas un año más tarde, la Comisión Europea estableció un Grupo de Expertos de Alto Nivel (HLEG) sobre Finanzas Sostenibles con el propósito de establecer una primera lista de medidas encaminada a sentar las bases de esta necesaria metamorfosis del sector financiero. Ocho recomendaciones⁴ que formaron parte de la actualización de la Unión de Mercados de Capitales del 2017.

EL PLAN DE ACCIÓN SOBRE FINANZAS SOSTENIBLES

El plan de acción está diseñado para servir de respuesta combinada de la Unión Europea a una doble crisis: la financiera y la ecológica. Describe los pasos iniciales para el alineamiento de los flujos financieros mundiales con los objetivos climáticos y de desarrollo sostenible globales⁵.

Para ello se requiere aumentar significativamente la financiación de los servicios, productos y tecnologías que nos van a permitir realizar la transición hacia un sistema económico de bajo carbono, ecológicamente sostenible y más equitativo.

Los ambiciosos objetivos de reducción de emisiones propuestos por la UE se han visto refrendados y aumentados tras la publicación del Pacto Verde Europeo que incrementa la ambición climática hasta una reducción mínima del 50% para 2030, y la neutralidad climática para 2050. Este cambio en los pilares fundamentales del sistema productivo europeo requerirá significativas cantidades de capital.

⁴ Las 8 recomendaciones iniciales del HLEG fueron:

- (1) Desarrollar de un sistema de clasificación de activos sostenibles;
- (2) Establecer de estándares y etiquetas para bonos verdes y fondos sostenibles;
- (3) Clarificar las responsabilidades fiduciarias que engloban la sostenibilidad;
- (4) Fortalecer los requisitos de reporte ambiental, social y de gobernanza (ESG);
- (5) Introducir un “test de sostenibilidad” de la legislación financiera de la UE;
- (6) Crear “Europa Infraestructura sostenible” para canalizar finanzas a los proyectos sostenibles; <https://ec.europa.eu/environment/nature/ecosystems/docs/GI-Brochure-210x210-ES-web.pdf>

⁵ El paquete de medidas necesario para hacer realidad este plan de acción, y lograr financiar su implementación incluye: (i) un Plan de Inversiones Sostenibles de la Comisión; (ii) el destino del 25% del presupuesto anual de la UE a inversiones sostenibles; (iii) el destino del 30% de los recursos del Fondo Europeo para el Desarrollo Sostenible “INvest EU”, para la lucha contra el cambio climático; (iv) el incremento del objetivo de financiación a actuaciones climáticas del Banco Europeo de Inversiones (BEI) al 50% de su cartera para el 2025; (v) la constitución de un Mecanismo de Transición Justa; y (vi) la Estrategia de Financiación Sostenible a finales de 2020 para orientar la inversión del sector privado.

La estrategia de descarbonización a largo plazo de la UE estima la necesidad de un aumento de la inversión en el sistema energético y de infraestructura europea del 2% al 2,8% del PIB anual para llegar a la neutralidad carbono (un rango de 175.000 a 290.000 millones de Euros anuales). Solo para alcanzar los objetivos de clima y energía de 2030, se requieren aproximadamente 180 000 millones de euros de inversión adicional por año⁶. Cifra que el Banco Europeo de Inversiones (BEI, en adelante) aumentó a 270 000 millones de euros tras añadir las inversiones necesarias en gestión de recursos e infraestructura de aguas, desechos y residuos⁷.

El principal objetivo del plan –organizado en 10 medidas– es por tanto la reorientación de los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo que pretende lograrse:

- 1) Estableciendo un lenguaje común para las finanzas sostenibles mediante un sistema de clasificación unificado de la UE que defina qué es sostenible y bajo qué circunstancias.
- 2) Creando normas y etiquetas para los productos financieros sostenibles que facilite la inversión con criterios de sostenibilidad.
- 3) Facilitando la inversión en proyectos de infraestructura sostenibles.
- 4) Elaborando referencias para la inversión en sostenibilidad. Índices que desempeñen su papel en la formación de precios de los instrumentos financieros y otros activos pertinentes del sistema financiero. Instrumentos útiles para los inversores, ya que permiten seguir y medir el rendimiento y asignar los activos en consecuencia.

Sin embargo, el aumento, por significativo que éste sea, de las inversiones sostenibles debe ir acompañado de la descarbonización progresiva del sector financiero. Debemos cerciorarnos de que el resto de las finanzas, incluidas las inversiones actuales, no obstaculicen la consecución de los objetivos climáticos y de desarrollo sostenible. Su huella ecológica y social debe ser, en la medida de lo viable, neutral.

A través de la inclusión de los objetivos ambientales y sociales en la toma de decisiones financieras el plan de acción pretende limitar el impacto financiero de los riesgos ambientales y sociales. En la actualidad el sector financiero dista mucho de tomar en consideración los riesgos climáticos y ambientales. Es por ello, que el plan propone la gestión de los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales en las distintas actividades financieras por parte de los diferentes actores, proponiendo:

- 1) Integrar la sostenibilidad (criterios ASG) en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.

⁶ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/ES/COM-2018-97-F1-ES-MAIN-PART-1.PDF>

⁷ <https://www.eea.europa.eu/signals/signals-2015/articles/climate-change-and-investments>

- 2) Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos al incorporar los criterios ambientales y sociales en el deber fiduciario de los gestores de activos y los inversores institucionales; y reforzar los requisitos en materia de divulgación de información y sostenibilidad en el proceso de inversión de los gestores activos y los inversores institucionales.
- 3) Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales de bancos y compañías de seguros, con el objetivo de examinar la viabilidad de recalibrar los requisitos de capital aplicables para las inversiones sostenibles, desde el punto de vista del riesgo y velando al mismo tiempo por la estabilidad financiera de la entidad.
- 4) Consideraciones relativas a la sostenibilidad en el asesoramiento financiero. Requerir a las compañías aseguradoras y las firmas de inversión que asesoren a sus clientes sobre la base de sus preferencias sobre sostenibilidad.

Asimismo, se requiere fortalecer la resiliencia del sector frente a los riesgos financieros que el cambio climático, el agotamiento y degradación ambiental, y los problemas sociales puedan conllevar.

La alarma sobre los efectos devastadores que para la estabilidad financiera global supone un aumento de 2°C o más grados en la temperatura del planeta viene dada de antaño, pero fue probablemente el discurso y trabajo de Marc Carney, por entonces presidente del Consejo de Estabilidad Financiera⁸ (FSB, en adelante) y gobernador del Banco de Inglaterra, el que elevó el cambio climático al grado superior de riesgos que amenazan la estabilidad financiera global. El informe que presentó en su día considera imprescindible avanzar en tres direcciones: reducir la vulnerabilidad por exposición excesiva a una alta intensidad en carbono (descarbonización de carteras de valores y de préstamos); promover instrumentos para financiar la transición a una economía baja en carbono y, por último, invertir en mayor resistencia a shocks climáticos.

La hoja de ruta, como también se conoce al plan de acción, anhela dotar al sector financiero de mayor transparencia, mejor gobernanza y de una visión largoplacista. Trazos indispensables para alinear los intereses del sector financieros a los de la economía real y la sociedad. Su ausencia en el pasado se encuentra en el origen mismo de la devastadora crisis financiera del 2008. La Comisión pretende a través de las siguientes dos medidas, ambas en curso, saldar en parte una deuda pendiente:

- 1) Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.
- 2) Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el excesivo cortoplacismo en los mercados de capitales.

La Comisión Europea acompañó la presentación del Plan de Acción con cuatro pro-

⁸ <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/climate-related-risks/>

puestas legislativas iniciales para lograr los objetivos del Plan de Acción⁹. Se prevé que esta reforma legislativa se extienda progresivamente a medida que la Comisión avanza en la concreción de algunas de las medidas propuestas, todavía no perfiladas¹⁰.

Todas estas medidas forman parte de una labor más amplia. En el tercer trimestre de 2020, la Comisión Europea tiene previsto publicar una versión renovada, ampliada de la hoja de ruta que supone la continuación del desarrollo e implementación de políticas y medidas encaminadas a transformar las finanzas en beneficio de la sociedad y del medio ambiente.

Dado el alto contenido técnico de todas estas acciones, la UE estableció el grupo de expertos técnicos (conocido por sus siglas en inglés, TEG, y así utilizado en adelante) para asesorar su desarrollo. De las 10 medidas, la UE priorizó el asesoramiento de los técnicos, en 4 temas clave para la aprobación de un marco regulatorio y sucesiva legislación según criterios técnicos detallados por el TEG, las cuales detallamos a continuación.

LA TAXONOMÍA: LA PIEDRA ANGULAR DEL PLAN DE ACCIÓN

LA TAXONOMÍA ES UNA HERRAMIENTA CON MÚLTIPLES FUNCIONES

Taxonomía significa “clasificación”¹¹. La taxonomía sostenible europea (taxonomía, en adelante) es un listado de actividades económicas que pueden considerarse como contribuyentes significativos a la consecución de los objetivos sostenibles, y en especial en esta primera etapa a los 6 objetivos ambientales de la UE.

La taxonomía hace las veces de un “**diccionario**” gracias al cual los actores en el mercado pueden saber si una actividad económica es o no contribuye a los objetivos y bajo qué criterios. Aporta claridad ya que crea un “lenguaje” común y unificado a lo largo de la UE sobre qué es sostenible y qué no.

La taxonomía es una herramienta clave para los inversores, así como para el resto de actores económicos y partes interesadas, que les ayuda a discernir entre diferentes inversiones, y a identificar aquellas que son realmente sostenibles.

Podríamos decir que la taxonomía, piedra angular del Plan de Acción, marca las pautas para que las actividades elegibles contribuyan a los objetivos ambientales de la UE, ya que los criterios de selección son consistentes con los mismos. La taxonomía establece los objetivos a los que las diferentes actividades de la economía en materia medioambiental deben aspirar; y la trayectoria a seguir en su transición a la neutralidad carbono.

Como herramienta presenta una gran utilidad en la toma de decisiones financieras, ya que ayuda a alinear y conducir las inversiones hacia los objetivos de neutralidad europea.

⁹ Cómo aplicar la normativa de finanzas sostenibles y no morir en el intento: retos y aspectos clave. IEB 2020 <https://www.ieb.es/como-aplicar-la-normativa-de-finanzas-sostenibles-y-no-morir-en-el-intento-retos-y-aspectos-clave/>

¹⁰ Para un seguimiento actualizado les recomendamos consultar asiduamente la página https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en

¹¹ Segunda acepción de la palabra taxonomía según la Real Academia de la lengua española www.rae.es

Inversores y empresas pueden utilizar la taxonomía para planificar su propia transición y para informar sobre los avances logrados.

Los inversores pueden hacer uso de la taxonomía para construir sus carteras de valores, seleccionar los activos, para medir el grado de sostenibilidad de sus inversiones, para comparar dos o más productos financieros y para sus interacciones con las empresas.

Aunque en un primer momento, se creó con vistas al sector privado, la taxonomía puede ser un instrumento de gran utilidad para el sector público y las autoridades tanto como variable de selección de las inversiones públicas, sobre todo en infraestructuras, como para elaborar políticas y medidas públicas en consistencia con los objetivos ambientales europeos.

La taxonomía –como filtro inicial de la canalización de los flujos de capital hacia las actividades económicas sostenibles, en base a criterios de selección, umbrales e indicadores– se integrará progresivamente en la legislación de la UE para dotarla de mayor seguridad jurídica.

QUÉ IMPONE LA REGLAMENTACIÓN

A los inversores

Los gestores de fondos y los inversores institucionales¹² que ofrezcan productos financieros¹³ presentados como inversiones sostenibles desde el punto de vista ambiental (por ejemplo, fondos temáticos verdes), o como inversiones con características similares (por ejemplo, ASG o ISR), deberán revelar:

- de qué modo y en qué medida se utilizan los criterios aplicables a las actividades económicas sostenibles (o taxonomía) para determinar la sostenibilidad ambiental de las inversiones (por ejemplo, un fondo que aspire a contribuir a mejorar el uso y la gestión de aguas y recursos marinos y para ello seleccione exclusivamente a empresas de las que al menos un 20% de su cifra de negocios corresponda a las actividades identificadas en la taxonomía para el objetivo medioambiental 3 sobre aguas y recursos marinos);
- la proporción de la inversión que financia actividades económicas sostenibles desde el punto de vista ambiental en porcentaje del total de actividades económicas y, por ende, el grado de sostenibilidad ambiental de la inversión (siguiendo con el ejemplo expuesto, calcularía el % del fondo tomando en cuenta el % de cifra de negocio de cada empresa en mi cartera ponderado por su peso en cartera).

El RT no exige en ningún momento invertir en actividades alineadas con, o incluidas

¹² La definición del RT “participantes en los mercados financieros” sigue las mismas pautas que el reglamento sobre divulgación e información

¹³ El informe del TEG publicado en marzo 2019 especifica todos los detalles sobre los tres tipos de productos financieros objeto de la legislación y las diferencias exactas al aplicarla. https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/sustainable-finance-teg-final-report-eu-taxonomy_en

en la taxonomía. Ni establece un mínimo de cumplimiento (un % mínimo de alineamiento) ni a empresas ni a productos financieros. Pero crea una herramienta de medición estandarizada.

Hasta ahora, era imposible comparar dos productos financieros verdes o sostenibles. Cada uno se respaldaba en definiciones y métricas dispares. Desde el 31 diciembre 2021, fecha a partir de la cual los inversores deberán divulgar las informaciones referidas, todos los fondos objeto del reglamento revelarán el % de su fondo que está alineado con la taxonomía. Es decir, el % que es efectivamente verde o sostenible.

Los inversores finales, e intermediarios, podrán finalmente comparar manzanas con manzanas ya que todos utilizarán las mismas definiciones, premisas y métricas (la taxonomía) para calcular e informar sobre el grado de sostenibilidad de sus fondos o productos financieros.

La ciudadanía podrá así participar en la toma de decisiones sobre sus acciones financieras, y desempeñar, si así lo desean, un papel en la transición ecológica. La combinación de los reglamentos de divulgación de información para productos financieros y de la taxonomía, junto con la inclusión obligatoria de las preferencias sobre la sostenibilidad en las pruebas de idoneidad y el asesoramiento financiero, y la creación de etiquetados para los productos verdes o sostenibles, dotan a la ciudadanía de los elementos necesarios para ser conscientes de las consecuencias de sus decisiones financieras y les permiten tomar decisiones fundadas sobre sus inversiones.

A las empresas

Todas las empresas que están sujetas a la Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no financiera y diversidad¹⁴ (NFRD, en adelante) deberán incluir a sus actuales obligaciones, una descripción sobre cómo y en qué medida sus actividades están alineadas o asociadas a las actividades elegibles en la Taxonomía europea. Todas las empresas no financieras, deberán divulgar también:

- La proporción (%) de su cifra de negocio que responde o está alineado a la taxonomía; y
- el porcentaje de CapEx, y OpEx si fuera relevante, alineado a la taxonomía.

La información deberá formar parte del *informe de cuentas anuales en la parte correspondiente a la información no financiera y diversidad* que deben incluir las empresas en su informe anual o de sostenibilidad según rige la directiva europea.

Si bien evaluar y calcular el % de cifra de negocio correspondiente a los dictámenes

¹⁴ En España la transposición de la normativa se realizó en un primer momento mediante el Real Decreto-Ley 18/2017 sobre información no financiera y diversidad; para después ser entró en vigor el 24 de noviembre de 2019. España fue de las últimas en transponer dicha normativa mediante el Real Decreto-Ley 18/2017 sobre información no financiera y diversidad, del 24 de noviembre.

de la taxonomía no es un ejercicio fácil, en una primera estancia; realizarlo acarrea beneficios nada desdeñables. La taxonomía proporciona un marco detallado del desempeño medioambiental al que deben aspirar las distintas actividades; y al evaluar el grado de alineamiento, las empresas obtienen una fotografía nítida de su estado y desempeño medioambiental a nivel de activo y de actividad. Más allá de que la taxonomía va a homogeneizar las peticiones y el análisis por parte de los inversores del desempeño ambiental de las empresas; la taxonomía, facilita e incrementa el acceso a la financiación con fines ambientales. Las empresas pueden reivindicar (y contabilizar) la cifra de negocio asociada a las actividades que realicen que ya cumplen los criterios de la taxonomía; así como los gastos incurridos en sus esfuerzos por alinear sus actividades (p.ej. renovación de sus instalaciones o aplicación de una nueva tecnología).

La demanda por parte de los inversores de fondos verdes o sostenibles (tanto de renta fija como variable), ya alta y en aumento, va a acelerarse dadas las exigencias reglamentarias y las facilidades e incentivos de los que se va a ir dotando a los productos financieros verdes, sostenibles y de fuerte componente ASG.

A los estados miembros y la UE

La UE y los estados miembros de la UE también requerirán su uso en la creación de estándares y programas de etiquetado público para productos de inversión y bonos corporativos.

El ejemplo claro es el Ecolabel. El etiquetado verde europeo Ecolabel está siendo desarrollado para productos financieros *retail*, y deberá utilizar la taxonomía como base para definir la proporción verde o sostenible. Si bien la taxonomía no exige mínimo alguno, el Ecolabel y demás etiquetas verdes fijarán un mínimo obligatorio para todos los fondos que aspiren al etiquetado.

LAS CLAVES DE LA TAXONOMÍA

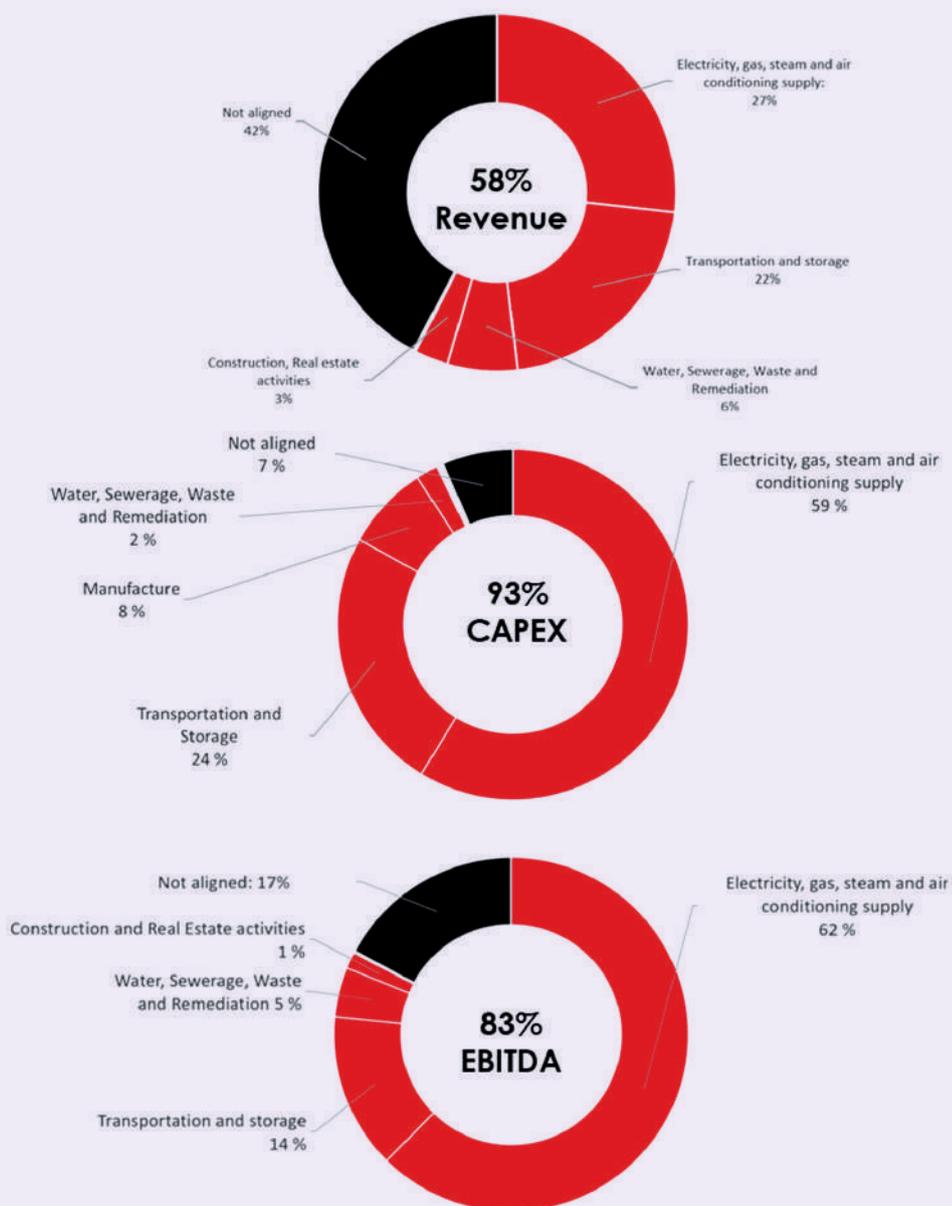
Definición de actividad económica sostenible

El RT estipula que las actividades económicas podrán ser consideradas sostenibles desde el punto de vista ambiental si cumplen con los siguientes requisitos:

- contribuir sustancialmente al menos a uno de los seis objetivos ambientales mencionados anteriormente;
- no causar perjuicio notable a ninguno de los objetivos ambientales;
- llevarse a cabo de conformidad con unas garantías mínimas;
- cumplir «criterios técnicos de selección» específicos.

ACCIONA, una de las primeras compañías en aplicar la taxonomía

La compañía presentó su informe anual de cuentas correspondiente a 2019 incluyendo un desglose de sus actividades de acuerdo al documento elaborado por TEG. Este ejercicio es el primero de los que se tiene noticia.



Los resultados obtenidos del análisis fueron revisados de forma independiente por el auditor de cuentas y está disponible en <https://www.acciona.com/es/sostenibilidad/financiacion-sostenible/>

Según el Reglamento de la Taxonomía¹⁵ (RT, en adelante), una actividad económica puede considerarse sostenible si contribuye sustancialmente a uno de los seis objetivos medioambientales europeos sin causar daño ni perjuicio a ninguno de los cinco restantes. La segunda condición está regida por el principio de “sin perjuicio notable o significativo” al resto de objetivos medioambientales.

Una actividad económica no debe considerarse sostenible desde el punto de vista ambiental si son más los daños que causa al medio ambiente que los beneficios que aporta. Los criterios técnicos de selección deben determinar los requisitos mínimos necesarios para evitar un perjuicio significativo a otros objetivos. Dicho requisito supone un avance importante para la industria financiera que, hasta la fecha, ha encontrado serias dificultades a incorporarlo en sus análisis y toma de decisiones.

Los seis objetivos medioambientales de la UE que abarca la taxonomía son: (1) la mitigación de; y (2) la adaptación al cambio climático; (3) el uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; (4) la transición a una economía circular, prevención y reciclaje de residuos; (5) la prevención y control de contaminación; y (6) la protección de ecosistemas sanos.

La contribución “substantial” de una actividad, así como su carácter anodino o “sin perjuicio significativo” al resto de objetivos, se define en base a una serie de criterios de selección, umbrales e indicadores; en la medida de lo posible, cuantificables. En algunos casos, como en el de la protección de los ecosistemas sanos, objetivo para el cual existen pocas métricas suficientemente desarrolladas, la taxonomía hará recurso a criterios y estándares cualitativos al establecer los criterios de “sin perjuicio notable”.

Las garantías o salvaguardas mínimas en materia social y de buen gobierno se refieren al respeto de los principios y derechos establecidos en:

- los ocho convenios fundamentales a que se refiere la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los derechos fundamentales en el trabajo,
- Los principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos de las Naciones Unidas; y,
- Las líneas directrices de la OCDE para empresas multinacionales.

Las empresas y otros emisores o promotores deberán velar por que se respeten dichos principios y derechos al llevar a cabo una actividad económica como condición *sine qua non* de elegibilidad.

¹⁵ El 18 de diciembre de 2019 la UE alcanzó un acuerdo político sobre la futura reglamentación de la taxonomía. El capítulo se basa en dicho acuerdo y la propuesta inicial de la Comisión Europea teniendo en cuenta en todo momento los cambios acordados. <https://www.consilium.europa.eu/es/press/press-releases/2019/12/18/sustainable-finance-eu-reaches-political-agreement-on-a-unified-eu-classification-system/>

EL ANEXO TÉCNICO O DICCIONARIO

El sistema de clasificación está construido acorde con preceptos científicos, una metodología fiel al marco que el RT dispone, y criterios técnicos que deben ser seguidos de manera consistente. Estos preceptos han sido desarrollados por el TEG en primera instancia para los dos primeros objetivos –mitigación y adaptación al cambio climático– tomando en consideración los dictámenes de carácter y rigor científico, las tecnologías más punteras y las mejores prácticas existentes en el mercado europeo.

El TEG comenzó el estudio identificando aquellas actividades económicas cuya huella de carbono es mayor en la UE. Seleccionó a 70 actividades dentro de los seis macro-sectores que producen más emisiones de gas de efecto invernadero (GEI, en adelante), cubriendo aproximadamente 93.5% de las emisiones en la UE (basados en datos del 2018¹⁶); y, por tanto, con mayor capacidad de contribuir significativamente al cambio climático¹⁷. Los siete macro-sectores son: (1) Agricultura y forestal, (2) Manufactura, (3) Energía (incluyendo el suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado), (4) Agua y Desperdicios, (5) Transporte, y, (6) Edificios. A estos seis sectores, se incluyó los sectores de Tecnologías de la información y Comunicación, así como de servicios de aseguradoras y de consultoría medioambiental e I+D (ingenierías y ciencias naturales) dada su relevancia como sectores “de apoyo” a los otros sectores (por ejemplo, el papel de algunos productos de seguros en la adaptación climática).

La metodología propuesta con respecto a cambio climático identifica tres tipos de actividades de mitigación:

- las “verdes o de bajo carbono”, ya compatibles con una economía de bajo carbono o neutral (p.ej. generación eléctrica solar fotovoltaica).
- Aquellas que se encuentran “en transición”, y contribuyen a la transición de la economía hacia la neutralidad carbono como muy tarde para 2050; pero se encuentran hoy lejos de la neutralidad (p. ej. generación de electricidad con una intensidad carbono de 25 a 100gCO₂ekwh);
- Las “de apoyo”, que facilitan las reducciones de emisiones de alguna de las anteriores o esenciales para su desarrollo (p.ej. una actividad encargada de manufacturar un componente que mejora el rendimiento de otra actividad, por ejemplo, las calderas eficientes o triple vitrina para mejorar la eficiencia energética de los edificios; o manufactura un componente esencial para la actividad, p.ej. turbinas eólicas) sin que por ello perjudique ninguno de los objetivos medioambientales.

En cuanto a contribuciones sustanciales a la adaptación al cambio climático, el en-

¹⁶ Informe Junio 2019 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf

¹⁷ Informe Marzo 2020 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf

foque difiere sustancialmente ya que la adaptación depende del contexto específico de la actividad y de la ubicación del activo. Se distinguen las actividades económicas que pueden rendir incluso en un contexto climático cambiante o que se están “adaptadas” (p. ej. Una empresa hidráulica instala un sistema de alertas para reducir el riesgo de inundación), y aquellas que contribuyen a la adaptación de otras actividades económicas (p.ej. sistemas de alerta para inundaciones).

Para determinar si una actividad está adaptada, y contribuye a la adaptación y a reforzar la resiliencia del sistema desde un punto de vista más amplio, la empresa, emisor o actor económico debe:

- 1) Haber realizado una evaluación sobre todos los posibles riesgos físicos que el cambio climático puede causar a los diferentes activos en los que se ejerce la actividad económica y a la actividad en sí.
- 2) Demostrar cómo se han gestionado, o se gestionarán, mitigarán o evitarán los mismos. La actividad debe reducir todos los riesgos físicos materiales en la medida de lo posible; y no puede atenuar la habilidad ni los esfuerzos de otros para adaptarse al cambio climático.

La inversión incurrida en adaptar la actividad, siempre y cuando formen parte de un plan de adaptación que cumpla con los requisitos estipulados en la taxonomía, podrán considerarse como alineados o en cumplimiento con la taxonomía. Sin embargo, sólo las empresas que realicen actividades “de apoyo” a otras para que se adapten, podrán reclamar la cifra de negocio asociada a la actividad (p.ej. algunos productos de seguro no vida).

EL FUTURO DE LA TAXONOMÍA

La presente propuesta pone en marcha un proceso gradual para el establecimiento de un sistema de clasificación de la UE o Taxonomía, en el que ya ha intervenido e intervendrá un amplio abanico de expertos y representantes de las diferentes partes interesadas de la economía y sociedad europea.

La Comisión lanzó en otoño de 2020 la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles¹⁸. La estructura y las competencias exactas de la plataforma estaban definiendo en el momento de la preparación de este artículo, pero una de sus principales tareas será sin duda terminar de desarrollar la taxonomía. La Plataforma, que toma el relevo del TEG, identificará las actividades que contribuyen sustancialmente a la realización de los otros objetivos medioambientales y ampliará la cobertura de actividades de la taxonomía climática, aprovechando el asesoramiento técnico de una amplia gama de expertos que integrarán la estructura de forma temporal. La Plataforma se encargará de actualizar cada tres años

¹⁸ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en

la Taxonomía y de toda una serie de competencias en torno a la taxonomía, tales como desarrollar herramientas internet para su utilización o de asesoría.

¿Una flexibilización cuantitativa de activos alineados con las taxonomías?

En los últimos meses, el Banco Central Europeo (ECB) está explorando la introducción de “flexibilización cuantitativa” verde (green quantitative easing o QE). Sería una manera adicional para que los bancos centrales puedan inclinar la balanza hacia los productos financieros verdes.

Como parte de su política monetaria el BCE lleva desde 2015 comprando bonos de largo plazo con el objetivo de estimular la economía europea. En un contexto de bajos tipos de interés para bonos a corto plazo, en el que una política monetaria expansiva es inefectiva para evitar la deflación, el QE puede fomentar que los bancos presten más o que los emisores y prestatarios asuman más deuda para incrementar la inversión. Con un enfoque verde alineado a la taxonomía el Green QE tiene el potencial de acelerar la emisión de bonos verdes o inversiones en sostenibilidad alineado al Plan de Acción. Hay críticos de esta medida, que estiman que el ECB terminaría acaparando el mercado de bonos verdes. Sin embargo, en ausencia de green QE, el ECB puede igualmente.

LOS ÍNDICES DE REFERENCIA O BENCHMARKS DE MERCADO PARA LA INVERSIÓN EN MERCADOS DE CAPITALES.

Otra de las piezas prioritarias de la arquitectura financiera sostenible europea es el establecimiento de estándares de referencia o *benchmarks*. Un refuerzo de decisiones que evalúen tanto el rendimiento financiero, como el valor agregado detrás de los criterios de sostenibilidad. Parámetros de referencia y los mecanismos de transparencia asociados refuerzan sin duda la credibilidad del sistema.

Los parámetros o índices de referencia aprobados parten de las modificaciones a la Regulación (UE) 2016/1011, que incorporaron dos tipos de benchmarks climáticos (uno ligado a la Transición Climática de la UE o EU CTB, y otro de la UE alineado al Acuerdo de París o EU PAB). La legislación como parte de estos estándares mínimos también promueve una mayor divulgación de criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza).

Los benchmarks climáticos persiguen objetivos similares. Desde el punto del riesgo, ambos buscan una exposición mínima a sectores altamente expuestos al cambio climático, con emisiones al menos iguales al valor de referencia del mercado de acciones (para las emisiones de Alcance 3, indirectas producidas por el emisor, pero bajo control y propiedad de un agente ajeno al emisor, se establece un plazo de 4 años antes de ser incluidas).

Se excluyen de la línea de base sectores como las armas, así como las compañías denunciadas por violaciones de normas recogidas en los principios del Pacto Global de las Naciones Unidas (UNGC), pautas de la OECD para multinacionales o los 6 objetivos medioambientales de la UE.

Desde el punto de vista de la oportunidad, ambos benchmarks proponen una reducción de emisiones de GEI de al menos 7% en promedio por año, en línea con la trayectoria de descarbonización marcada por el escenario de 1,5°C del IPCC. Sin embargo, los parámetros de referencia se diferencian en que los benchmark PAB están diseñados para estrategias de inversión climáticas ambiciosas, con requisitos mínimos más estrictos que los benchmark CTB.

Los CTB establecen un estándar mínimo de reducción de la intensidad de carbono del 30%, comparado con el universo invertible (con una proporción igual en cartera de inversión verde y no verde), para emisiones de Alcance 1 (directas producidas por la quema de combustibles) y Alcance 2 (emisiones indirectas generadas por la electricidad consumida y comprada). En el caso de los PAB el objetivo es un 50%, con una proporción (como mínimo 4 veces) mayor en cartera de inversión verde comparada con la inversión no verde.

Los parámetros CTB permiten una mayor diversificación a los inversores en su distribución de cartera. Los usuarios de parámetros PAB son típicamente inversores que buscan un impacto significativo en la mitigación del cambio climático, mediante un cambio de su asignación de inversión de las actividades intensivas de GEI (particularmente los combustibles fósiles) hacia las energías renovables y la eficiencia energética. Por ello, los PAB son considerados como herramientas para inversores que quieren estar a la vanguardia. Mientras tanto, los CTB sirven como herramientas de medición o acompañamiento de la transición a una economía baja en carbono. En ambos casos, los inversores pueden alinear su estrategia de inversión, dada la mayor transparencia respecto a cuestiones de cambio climático y la transición energética. En último término, permiten evaluar si los productos, actividades o políticas de una organización son realmente respetuosos con el medio ambiente.

Más allá del cambio climático, los benchmarks ESG tratan de considerar la sostenibilidad en su sentido más amplio. Aquí radica parte del reto para los operadores del mercado, ya que deben comparar índices para elegir los parámetros de referencia más adecuados a su estrategia de inversión.

Dentro de las aspiraciones de la UE está la mejora de la transparencia de estas metodologías, en áreas como: la divulgación estandarizada de temas ESG; la adopción más amplia de los índices ESG; el desplazamiento del capital hacia inversiones más sostenibles; el aumento de la transparencia en todo el universo del índice; la no penalización de requisitos de divulgación adicional en relación con los puntos de referencia tradicionales; y el mejor cumplimiento con las obligaciones de transparencia bajo el Reglamento UE sobre divulgaciones relacionadas con inversiones sostenibles y riesgos de sostenibilidad.

Para aquellos administradores o gestores de índices de referencia que no puedan producir la información ESG solicitada internamente, dependerán de proveedores de datos de terceros. Esta situación preocupa ya que, dependiendo del número de administradores

de referencia en esta situación, habrá mayor o menor impacto en las precios ofrecidos por los proveedores de estos datos a terceros. En cualquier caso, las enmiendas promovidas por la Regulación UE 2016/2011 buscan que al menos se ofrezcan de forma transparente los elementos clave de la metodología reflejan los factores ESG de los benchmarks seleccionados.

Los benchmarks tienen un rol fundamental en los precios de los activos financieros. El TEG ha propuesto unos requisitos técnicos mínimos para su metodología de manera que demuestren si las inversiones que miden resultan en un decrecimiento significativo en intensidad de GEI globales.

Un factor primordial es que las inversiones estén ligadas a actividades dentro de la taxonomía. En lo referente a mayor transparencia ESG, el TEG ha propuesto criterios para la publicación de información e indicadores clave de rendimiento.

El TEG también propone medir el alineamiento relativo con escenarios climáticos concretos, enfocándose en la transparencia relativa al escenario elegido, las fuentes de datos y la metodología utilizada. La Comisión Europea está elaborando legislación que incorporará las recomendaciones del TEG incluyendo la adopción de reglamentos sobre la elaboración de benchmarks y la transparencia en sus métodos, para mejorar su fiabilidad.

La credibilidad parece de las inversiones sostenibles es un talón de Aquiles que se pretende proteger con este desarrollo, dado los altos riesgos de “greenwashing”. Como regla de mínimos, si un índice sobre mitigación del cambio climático no es capaz de medir la compatibilidad de una inversión con las metas del Acuerdo de París, su valor quedará en entredicho. Estos avances también ayudaran a evitar el greenwashing, en la emisión de instrumentos innovadores sostenibles que se esperan en un futuro próximo.

EL ESTÁNDAR DE BONOS VERDES EUROPEO

La explosión de instrumentos financieros sostenibles como los bonos verdes es positiva en la medida que los estándares sobre qué se constituye un bono verde sean consistentes.

Los bonos verdes permiten a las entidades públicas, privadas y otros organismos obtener fondos en préstamo de inversores, para financiar o refinanciar inversiones consideradas «verdes». Estas inversiones deberán por lo tanto estar alineadas con la taxonomía de sostenibilidad de la UE. Sus normas y etiquetas aplicables a los productos financieros sostenibles deben proteger la confianza en los mercados financieros sostenibles y su integridad para que los inversores los demanden. De hecho, aunque el mercado de bonos verdes está en plena expansión, representa menos del 1 % del total de bonos en circulación a nivel mundial.

El desarrollo del estándar de bonos verdes europeo (EU-GBS), a partir de las mejores prácticas mundiales, tiene como objeto canalizar mayor inversión hacia proyectos sostenibles. El estándar también servirá como base para el desarrollo del etiquetado de productos financieros verdes con mayor fiabilidad, los cuales serán más fácil de ser seleccionados por los inversores, en línea con sus preferencias de cartera. Entre las opciones que baraja la UE para éste desarrollo, está la utilización del Reglamento relativo a su etiqueta ecológica,

que derive en un sistema de etiquetado voluntario a nivel de la UE. Para ello tendrán que definirse los criterios aplicables a cada producto financiero, ya sean productos de inversión minorista, productos de inversión basados en seguros, u otros. La otra opción considerada es un sistema de etiquetado para productos socialmente responsables o inversión sostenible, que integran factores ESG en su proceso de toma de decisiones. Como antecedente a estos fondos está la experiencia de los fondos de emprendimiento social europeos.

El TEG está apoyando el desarrollo del estándar de bonos verdes con la preparación de una norma de referencia, elaborada en base a los resultados de una consulta pública realizada en 2019. En segundo lugar, está asesorando en el desarrollo de las especificaciones de la Comisión sobre el contenido del folleto para las emisiones de bonos verdes. El objetivo es facilitar la elaboración de información adicional sobre los bonos a inversores potenciales.

Al mismo tiempo, la Comisión está estudiando la posibilidad de utilizar el marco de la etiqueta ecológica de la UE, que determine si los productos financieros son verdes según su alineamiento con la taxonomía de la UE.

Las recomendaciones del TEG están encaminadas a incrementar el rigor en la emisión de estos instrumentos financieros, en primer lugar, con la creación de un estándar voluntario de bonos verdes de la UE, para mejorar la efectividad, transparencia, responsabilidad, comparabilidad y credibilidad del mercado de bonos verdes.

Así el TEG propone que un Bono Verde de la UE es cualquier tipo de bono cotizado o no cotizado o instrumento de deuda del mercado de capitales emitido por un emisor europeo o internacional, que está alineado con el EU-GBS. Como tal el marco de emisión del bono tiene que estar alineado con el del EU-GBS, sus ingresos deben ser utilizados exclusivamente para financiar o refinanciar en parte o en su totalidad proyectos verdes nuevos y / o existentes que contribuyan sustancialmente a la taxonomía, según verificada por un verificador acreditado bajo el EU-GBS.

Estos proyectos pueden incluir activos físicos y financieros (p.ej. préstamos), pueden ser tangibles o intangibles, y pueden incluir la parte del capital circulante que se puede atribuir razonablemente a su operación. También incluyen cualquier gasto de capital y operativos, tales como costos de mantenimiento relacionados con activos verdes que aumenten la vida útil o el valor de los activos, así como los costos de investigación y desarrollo. Para evitar dudas, los costos operativos, como los costos de compra y los costos de arrendamiento, normalmente no serían elegibles, excepto en casos específicos y / o excepcionales, como pueden identificarse en la Taxonomía de la UE y las orientaciones futuras relacionadas. Los bonos verdes UE también pueden incluir inversiones públicas y subsidios públicos relevantes bajo el EU-GBS. Los proyectos verdes pueden calificar sin un período retrospectivo específico, siempre que en el momento de la emisión sigan los criterios de elegibilidad enumerados anteriormente. Los gastos operativos verdes sólo serán elegibles para refinanciación, con un período de recuperación máximo de tres años antes del año de emisión del bono.

En segundo lugar, el EU-GBS obtendrá su condición en la medida que: (1) los proyectos se encuentren alineados con la taxonomía de la UE, (2) los requisitos del marco de

bonos verdes, (3) requerimientos transparencia, y (4) su verificación por verificadores acreditados. El TEG recomienda requisitos claros relacionados en la alineación de los proyectos verdes a la taxonomía de la UE.

Los bonos verdes deben tener en cuenta que las inversiones realicen una contribución sustancial a los objetivos medioambientales de la taxonomía, daños no significativos a otros objetivos, salvaguardas sociales y criterios de evaluación técnica, según los principios, métricas y umbrales que la taxonomía defina. Esto es relevante para la presentación de informes, donde tanto el producto y sus impactos ambientales deben estar respaldados por métricas cuantitativas.

Para la verificación de conformidad con la norma y la información relacionada sobre el uso de los ingresos por verificadores acreditados, el TEG recomienda a la Autoridad Europea de Valores y Mercado (ESMA) como la más adecuada para diseñar y operar dicho régimen de acreditación. Mientras tanto, el EU-GBS estándar debe definir el alcance y contenido del Marco de Bonos Verdes (GBF), para que el emisor proporcione detalles sobre todos los aspectos clave del uso propuesto de los ingresos, y su estrategia y procesos de bonos verdes en la emisión.

Requerimientos para el emisor de bonos verdes europeos

El GBF del emisor debe confirmar la alineación voluntaria de los bonos verdes emitidos con el EU-GBS, proporcionar los detalles clave del uso propuesto de los ingresos, la estrategia y los procesos del bono verde. El proyecto de norma prevé la inclusión del uso del producto que se especificará en la documentación legal, donde el emisor deberá indicar: (1) los objetivos medioambientales, la estrategia y justificación del emisor alineada con dichos objetivos; (2) el proceso para determinar la alineación de los proyectos con la taxonomía, según criterios de evaluación técnica y el apoyo de un verificador acreditado; (3) una descripción de los proyectos verdes a ser (re)financiados; (4) el proceso de vinculación de las operaciones de préstamo o inversión con el bono; (5) la información sobre la metodología y los supuestos para el cálculo de las métricas de impacto clave; y (6) una descripción de los informes (frecuencia, contenido, métricas).

En tercer lugar, el TEG recomienda la creación de un proceso voluntario de registro provisional para los Verificadores de los Bonos Verdes de la UE. Este proceso tendría un período de transición estimado de hasta tres años, a la espera de que el esquema de acreditación liderado por el ESMA entre en vigor. Para responder a la demanda del mercado a corto plazo, el TEG también sugiere el establecimiento de una iniciativa provisional, para supervisar y operar un régimen de transición. En este esquema el TEG recomienda: (1) definir criterios para los verificadores; (2) operar un proceso de registro para verificado-

res que se comprometan a cumplir con estos criterios de forma voluntaria; (3) mantener un registro público de verificadores registrados; e (4) informar a la Comisión Europea y la ESMA al menos anualmente, las lecciones aprendidas en la implementación del esquema.

El TEG está trabajando con las partes interesadas para desarrollar y preparar en detalle la implementación de dicho esquema durante 2020. Por otro lado, recomienda que los inversores institucionales usen los requisitos de EU-GBS, y la Comisión se acoja al régimen de transparencia sobre bonos verdes.

El TEG considera relevante promover iniciativas como la de los miembros de la red *Network for Greening the Financial System* y que el sistema de bancos centrales europeos ofrezcan incentivos financieros para el uso del EU-GBS, y se utilice el marco de la etiqueta ecológica de la UE para determinados productos financieros, que se aplicaría una vez adoptada la taxonomía de sostenibilidad de la UE.

LA TRANSPARENCIA

El éxito de la estrategia de financiamiento sostenible dependerá de la transparencia y la orientación al largo plazo.

La mejora del gobierno corporativo y la responsabilidad sostenible tienen que pasar por actuar contra el cortoplacismo de los mercados. Aquí el refuerzo de la divulgación de sostenibilidad corporativa y la mejora de la información aportada por las empresas en materia climática es clave. La revisión de las directrices de la información no financiera, impulsadas por el Task Force on Climate-related Financial Disclosures o TCFD (por sus siglas en inglés), han supuesto un paso adelante en esta dirección, teniendo en cuenta los riesgos climáticos del largo plazo. Las memorias de sostenibilidad fomentan que los inversores e interesados evalúan la creación de valor a largo plazo de las empresas.

En 2014, con la Directiva 94 de la UE sobre informes no financieros (o NFRD) se aprobó la modificación de la Directiva contable 2013/34 de informes financieros consolidados. La NFRD requiere que las compañías publiquen anualmente información sobre el medio ambiente, asuntos sociales y de los empleados, derechos humanos y sobornos y corrupción. El NFRD se aplica a grandes compañías cotizadas, bancos y compañías de seguros con más de 500 empleados. Las empresas bajo el alcance del NFRD vienen cumpliendo estos requisitos desde el 2018, sobre el año fiscal 2017¹⁹.

En 2017, como parte de la Directiva, la Comisión publicó directrices no vinculantes para ayudar a las empresas a divulgar información relevante, útil y comparable. Ya desde

¹⁹ En España esta Directiva se ha traspuesto de forma muy exigente a través de Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

el 2018 la UE obliga a divulgar información relevante sobre los principales aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, así como sus riesgos derivados. Sin embargo, la directiva actual permite divulgar flexiblemente la información sobre sostenibilidad.

El rumbo de los esfuerzos actuales requiere mayor normalización de la divulgación, que facilite la toma de decisiones de inversión. Por lo tanto, es clave fortalecer la transparencia de los gestores de activos y los inversores institucionales, y unificar criterios en cómo consideran su exposición a riesgos de sostenibilidad y relacionados con el clima.

En su resolución sobre finanzas sostenibles en mayo de 2018, el Parlamento Europeo pidió un mayor desarrollo de los requisitos de presentación de informes en el marco del NFRD²⁰.

Sobre los trabajos elaborador por el TEG, en junio de 2019, la Comisión publicó pautas adicionales sobre cómo informar información relacionada con el clima, que integran las recomendaciones del Grupo de Trabajo FSB sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima (TCFD).

Las necesidades de información no financiera de la comunidad inversora están aumentando de manera sustancial y rápida. La demanda de una mejor información por parte de las empresas está impulsada en parte porque los inversores necesitan comprender mejor los riesgos financieros resultantes de la emergencia climática actual, y en parte por el crecimiento de los productos financieros que buscan activamente abordar los problemas ambientales y sociales. Según las conclusiones preliminares de un *fitness check* que los servicios de la Comisión están finalizando (test de ajuste del marco general de la UE para la información pública de las empresas), el NFRD no responde adecuadamente a estas necesidades.

Como se anunció en la Comunicación de la Comisión sobre el Acuerdo Verde Europeo, es importante que las empresas y las instituciones financieras mejoren su divulgación de información no financiera para que los inversores estén mejor informados sobre la sostenibilidad de sus inversiones. Con este fin, la Comisión se comprometió a revisar el NFRD en 2020 como parte de la estrategia para fortalecer las bases de una inversión sostenible. Esto también refleja las tendencias globales, con una amplia variedad de organizaciones y partes interesadas diferentes que piden que se considere un nuevo enfoque regulatorio para los informes no financieros. En el Acuerdo Verde Europeo, la Comisión también se comprometió a apoyar a las empresas y otras partes interesadas en el desarrollo de prácticas estandarizadas de contabilidad del capital natural dentro de la UE e internacionalmente.

Los esfuerzos de transparencia deben promover que las normas contables favorezcan decisiones de inversión hacia proyectos alineados con la taxonomía. El propósito es que resulte del interés de los inversores y mitigue el riesgo de exposición de las inversiones a cuestiones de sostenibilidad. En esa comunicación el sector financiero deberá aumentar

²⁰ En diciembre de 2019, en sus conclusiones sobre la Unión de los Mercados de Capitales, el Consejo destacó la importancia de información confiable, comparable y relevante sobre riesgos, oportunidades e impactos de sostenibilidad, y pidió a la Comisión el desarrollo de un estándar europeo de información no financiera.

la transparencia de sus activos e inversiones institucionales. A día de hoy el modo en que se consideran los riesgos de sostenibilidad y su exposición a los riesgos relacionados con el clima varía. Los temas ambientales, sociales y de gobernanza también sufren de diversidad de tratamiento, por lo cual se requerirá mayor coherencia entre el rigor y la flexibilidad.

La Comisión está poniendo en marcha un control de adecuación de la legislación de la UE. La legislación está incluyendo la evaluación de requisitos de información sobre sostenibilidad, así como procesos de consulta pública. El TEG está elaborando indicadores al respecto, que permitan el desarrollo de guías y pautas para las empresas. También se está creando un Laboratorio Europeo de Información Corporativa en el marco del Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG). El EFRAG tratará de fomentar la innovación y el desarrollo de las buenas prácticas, así como la contabilidad ambiental. Las empresas e inversores están invitados a compartir sus experiencias.

LOS INSTRUMENTOS ESTÁN EN MARCHA

La reorientación de los flujos de capital hacia inversiones sostenibles requerirá de una interpretación coherente de que es lo que es “verde” o “sostenible”. La taxonomía de la UE está encaminada a aportar claridad sobre qué actividades económicas son elegibles a ese calificativo. A mi juicio es la medida más relevante del presente Plan de Acción para poder alcanzar los objetivos del Pacto Verde Europeo.

Los *benchmarks* y la transparencia en la divulgación también darán orientación sobre qué actividades podrán considerarse que contribuyen a la mitigación del cambio climático y a la adaptación al mismo, así como a los demás objetivos ambientales y sociales, para ayudar a la toma de decisión de los inversores. En la medida en que la taxonomía de la UE se integre progresivamente en la legislación de la UE, habrá mayor certeza y coherencia en esta materia. La complejidad técnica en el desarrollo de la taxonomía necesitará más tiempo, dada inclusión de aspectos actuales y nuevos climáticos, ambientales y sociales.

5.2. LA TRANSPARENCIA COMO ELEMENTO DE “CONFIANZA”. TRANSPARENCIA Y DATOS

MARÍA JOSÉ GÁLVEZ CARDONA

Directora de Sostenibilidad de Bankia

Vicepresidenta Spainsif

INTRODUCCIÓN

Los cambios que se han producido con el fenómeno de la globalización y la velocidad con la que está cambiando el entorno debido a los impactos que generamos las personas y las organizaciones han creado un escenario muy distinto al del siglo anterior. Una serie de retos completamente novedosos para todos y por supuesto, también para las empresas, independientemente del sector en el que se encuentren, plantean la necesidad de un enfoque integral que a lo largo de estos años se ha formulado como Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y que en la actualidad y focalizándonos en un sector muy concreto como es el financiero empieza a denominarse Finanzas Sostenibles.

Estamos ante una nueva forma de ver el sector de las finanzas, ya no sólo tenemos en cuenta la importancia creciente de la excelencia en la gestión y todos aquellos activos intangibles que la conforman como el capital intelectual, la capacidad de innovación, las relaciones con los grupos de interés, los aspectos éticos, la reputación, la transparencia, o aspectos que hasta hace poco tiempo se consideraban meramente técnicos como los sociales y/o los ambientales.

La presión de los mercados financieros y la cada vez más exigente regulación, unida a la crisis financiera han puesto de manifiesto la necesidad de poner en valor una mayor presencia de valores éticos, productos y servicios más sostenibles, mayor atención a los impactos que genera la actividad en el entorno y una mejor y más amplia gestión del riesgo.

Las demandas de los grupos de interés y en concreto de los analistas ASG (ambiental, social y Gobierno Corporativo) e inversores han hecho que el sector financiero tenga una mayor exposición frente a otros y una exigencia de reporte cada vez más exhaustiva, tanto en su papel de financiador, de inversor como en el de canalizador de capital.

VOLUNTARIEDAD Y REGULACIÓN. LA IMPORTANCIA CRECIENTE DE LA INFORMACIÓN NO FINANCIERA. ASG FACTOR

En los mercados de capitales está creciendo cada vez más el grupo de inversores que se decantan por la Inversión Socialmente Responsable (ISR) que Eurosif¹ define como “un enfoque de inversión orientado al largo plazo, que integra factores ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) en el análisis y la selección de valores de una cartera de inversión, que combina el análisis fundamental con una evaluación de factores ASG para capturar mejor los retornos a largo plazo para los inversores y beneficiar a la sociedad al influir en el comportamiento de las compañías”.

Existen estudios que indican que estos nuevos inversores que se mueven en el medio y largo plazo, no sólo tienen en cuenta valores altruistas pues está demostrada una correlación positiva entre rendimiento social y financiero. Las empresas con una mayor implantación de los criterios ASG tienen menos sanciones, mejor calidad de gestión, mejor reputación y son más atractivas para reclutar y mantener a los mejores empleados, entre otros elementos intangibles a tener en cuenta.

La ISR es una estrategia que ya utilizan muchos grupos de interés² como los analistas, inversores, sociedad (aunque entre el cliente minorista o de a pié, aún está en evolución por la falta de un conocimiento más profundo de este tema) como palanca de cambio que impulsa a las empresas hacia prácticas socialmente responsables, además de servir como un mecanismo de presión por parte de los inversores privados para influir a través del *engagement*³ en las políticas llevadas a cabo por las empresas en las que se invierten.

Este activismo accionarial trata de influir en las políticas y estrategia empresarial para lograr un desarrollo más sostenible y llevar a cabo comportamientos socialmente responsables que respondan al interés de los inversores y en definitiva, de todos los grupos de interés.

Un ejemplo claro de lo anterior es la carta que cada año a principios de enero Larry Fink el CEO de BlackRock, la mayor gestora mundial de activos, envía a los CEO de grandes compañías. La carta se ha convertido en un clásico de las finanzas, que manifiesta la política de inversión de la gestora que administra más de 6 billones de dólares al año. Esta misiva muestra una nueva forma de involucrarse del inversor en las compañías en las que invierte.

Existe una tendencia clara entre los mayores inversores del mundo a incorporar criterios ASG en sus análisis de compañías. Este interés radica en la necesidad de adquirir un mayor conocimiento sobre las compañías para:

¹ Foro Europeo de Inversión Sostenible (Eurosif), foro constituido el año 2001 por los SIFs de Francia, Alemania, Italia, Holanda y Reino Unido a los que posteriormente pasan a incorporarse los SIFs de Bélgica, España y Suiza.

² Grupos de interés se define como “Cualquier grupo o individuo que puede afectar a la consecución de los objetivos de la organización o puede ser afectado por dicha consecución” (Freeman, 1984).

³ *Engagement* según Spainsif se define como “compromiso accionarial”, se trata de establecer un diálogo con las empresas en aras de mejorar el comportamiento corporativo en materia ASG.

- Comparar empresas por sectores, considerando todos los aspectos que puede tener impacto en el negocio, incluida la información extra-financiera.
- Estar mejor informados para ejercer el derecho a voto.
- Fortalecer la toma de decisiones de inversión, reduciendo el riesgo.

¿Quién analiza lo que están haciendo las compañías tanto desde el punto de vista de las políticas que incorporan como de su desempeño? Hay un grupo de interés al alza que las empresas deben tener en cuenta, es la figura del analista ASG, que ya no solo se fija en los criterios económicos en un primer filtro, si no que además pone el foco de su análisis en los criterios llamados también extra financieros.

En realidad, se trata de ver cómo el enfoque de negocio persigue crear valor a largo plazo mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los riesgos inherentes al desarrollo económico, medioambiental y social.

Los analistas ASG buscan una información cada vez más fiable y completa, no solo analizan las políticas implantadas por las empresas y el desempeño si no también los planes a futuro.

Los criterios demandados que evalúan se suelen dividir en tres áreas:

- Económica: código de conducta, gobierno corporativo, gestión de crisis, riesgos extrafinancieros y criterios específicos del sector.
- Relación con el entorno: respeto al medio ambiente –ecoeficiencia–, análisis medioambiental, gestión del cambio climático, entre otros.
- Social: ciudadanía corporativa y filantropía, indicadores laborales, desarrollo de capital humano, análisis social, atracción y detección del talento, diversidad, etc.

DESARROLLO DE NORMATIVAS DE TRANSPARENCIA

Después de lo anterior es evidente que la transparencia en la información se configura como una de las claves fundamentales para generar confianza entre los distintos grupos de interés y en especial entre la comunidad analista e inversora.

Estamos ante un escenario donde el *reporting* corporativo avanza como instrumento de generación de confianza y de respuesta a las inquietudes de reguladores, inversores y otros grupos de interés. Es preferible, por tanto, preparar proactivamente el relato corporativo, dado que lo que la compañía no cuente, alguien lo contará en su lugar.

La obligatoriedad de ofrecer información se remonta al siglo XX, tras estallar la crisis del 29 y destaparse algunos escándalos empresariales, la confianza de la sociedad en el sector financiero resultó muy dañada y algunos gobiernos como el de Estados Unidos decidieron intervenir imponiendo a las empresas la obligación de información pública, creando la SEC (la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos) con el fin de regular la publicación, análisis y difusión de la información y dotándola de la capacidad de

imponer sanciones en los casos de incumplimiento. Obviamente, en aquel momento se centraron en la petición de información económico-financiera.

Desde que lo anterior ocurriera han pasado muchas cosas y la información demandada a las empresas se ha ido ampliando con el tiempo ya que la finalidad no es solo satisfacer las demandas de información de un único grupo de interés en concreto como son los accionistas, si no que el objetivo es que todos aquellos grupos de interés⁴ que tienen una relación con la organización puedan tener una foto lo más completa posible de la situación de la compañía en el presente y conocer sus perspectivas de futuro.

Con el auge de la responsabilidad corporativa y, sobre todo, con la consolidación de la teoría de los *stakeholders*, término con el que se designa el conjunto de grupos e individuos que se ven afectados –positiva o negativamente– por la empresa, surgieron las primeras demandas de información sobre temas medioambientales y sociales a las compañías.

En los años 90, las empresas ofrecían mayoritariamente información financiera, social, laboral y, en muy pocos casos, ambiental y la información social se centraba en aquellas acciones que la compañía hacía desde el punto de vista de la filantropía, en el siglo XXI, se crearon los estándares, donde se puede encontrar una información cada vez más integrada, en un documento único en la que aparecen aspectos económicos, sociales, ambientales. Incluyendo información sobre:

- Modelo de negocio
- Políticas y procesos de diligencia debida
- Resultados
- Riesgos principales y cómo se gestionan
- Indicadores

El *reporting* de información no financiera⁵ siempre se ha visto envuelto en el dilema de si tenía que ser una cuestión voluntaria o legal, las organizaciones han informado mucho más de lo que la propia ley exigía, pero eso no quiere decir que lo hicieran sobre cuestiones realmente relevantes o sobre aquellos aspectos más delicados; cuestiones que finalmente han tenido que ser reguladas por la falta de información suficiente, y que tienen que ver, entre otras, con la igualdad, la diversidad, o los derechos humanos.

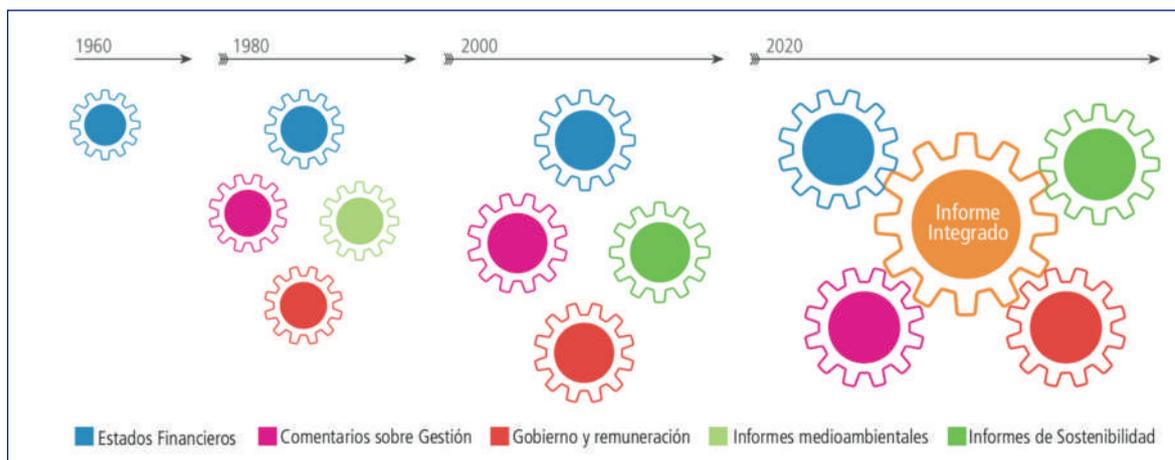
A partir de 1999 surgen distintas iniciativas cuyo objetivo es la creación de estándares que permitan a las empresas tener una referencia sobre qué informar, tanto desde el punto de vista cualitativo como cuantitativo, siempre versando entorno a la estrategia de negocio y los impactos vinculados a cuestiones económicas, sociales y ambientales. Para

⁴ Edward Freeman, “Strategic Management: A Stakeholder Approach”: 1984. En el libro se define la teoría de los *stakeholder*, en castellano grupos de interés. El término designa el conjunto de grupos e individuos que se ven afectados o pueden afectar –positiva o negativamente– a una organización.

⁵ Según el Financial Accounting Standard Board, creado en 1973. Se considera información no financiera aquella que no está reflejada en los estados financieros tradicionales (Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias), pudiendo comprender: información revelada con carácter obligatorio.

poder ofrecer un marco de reporte que dé información clara y permita comparar entre empresas de distintos sectores.

Esquema 1. Evolución del modelo de la información corporativa entre 1960 y 2020



International Integrated Reporting Council. Discussion paper: Towards integrated reporting communicating value in the 21st Century, 2011, p. 6/7.

Lo que aporta valor a la información no financiera en general y a la aplicación de estándares en particular, es la opinión de un tercero independiente que después de una revisión de la información/verificación, emite un informe de conformidad. Dicho informe pone de manifiesto la veracidad del contenido y la trazabilidad de los datos.

DE LA VOLUNTARIEDAD: ESTÁNDARES INTERNACIONALES DE REPORTING

Global Reporting Initiative

Organización sin ánimo de lucro creada en el año 2000, su objetivo era crear un marco de presentación de informes de sostenibilidad, hoy en día es una de las iniciativas más utilizadas a nivel global tanto por organizaciones multinacionales y gobiernos, como por pequeñas y medianas empresas (PYME) y ONG.

Pacto Mundial de Naciones Unidas

Surge en 1999 a propuesta de Kofi Annan⁶, busca vincular empresas, organizaciones de la ONU, sindicatos y organizaciones de la sociedad civil. La idea es que todas estas partes contribuyan a la sostenibilidad del planeta y a una sociedad más justa.

⁶ Kofi Annan, Economista Ghanés, séptimo Secretario General de Naciones Unidas, cargo que ocupó entre el 1 de enero de 1997 y el 31 de diciembre de 2006. En 2001 le fue otorgado el Premio Nobel de la Paz.

El Pacto Mundial promueve diez principios que tienen que ver con los derechos humanos, las condiciones de trabajo, la protección ambiental y la lucha contra la corrupción. En definitiva, busca defender los derechos fundamentales a través de la integración de dichos principios en la estrategia de la entidad, estando obligada además a reportar sobre el grado de avance de los mismos con una periodicidad anual.

Sustainability Accounting Standards Board (SASB)

Organización independiente, que surge en 2011, emisora de estándares de contabilidad sobre sostenibilidad, que actúa bajo el auspicio de SASB Foundation Board of Directors, actualmente presidida por Michael R. Bloomberg.

Su objetivo es ayudar a las compañías que cotizan en el mercado de valores de EE.UU. a informar sobre su desempeño no financiero. Es un estándar más enfocado a inversores y reguladores y se organiza por sectores e industrias, tomando en consideración los aspectos materiales, incluyendo riesgos y oportunidades del sector.

Integrated Report (IR)

El Marco de Reporte Integrado publicado por el International Integrated Reporting Council (IIRC), se crea en 2013 y proporciona a las organizaciones un marco para informar sobre como crean valor de forma integrada, teniendo en cuenta su modelo de negocio, la estrategia el desempeño y sus perspectivas de futuro.

Este modelo agrupa, en lo que se denominan 6 capitales (financiero, industrial, humano, intelectual, social y natural) los aspectos financieros y no financieros.

Los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

Surgen en 2015 como resultado de la Agenda 2030 de Naciones Unidas⁷, un número de 17 objetivos que proporcionan un marco global para que las organizaciones evalúen su impacto local, regional y global. Cada objetivo se compone de metas concretas. Así las organizaciones pueden identificar a cuáles puede contribuir a través de su estrategia de negocio.

Los Principios de Banca Responsable

Se lanzaron en 2019 creados por UNEP-FI, asociación global creada entre el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente y el sector financiero en 1992, después de la Cumbre de la Tierra en Río de Janeiro.

⁷ En septiembre de 2015, al terminar el periodo de cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM), más de 180 estados miembros de las Naciones Unidas acordaron un nuevo plan de acción a partir del balance de los ODM. Así, se estableció la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, mejor conocida como los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Los Principios ofrecen un marco único para el desarrollo de un sector bancario sostenible, alineándose también con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y el Acuerdo de París de 2015.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) estableció en 2017 a petición de los líderes del G20 y liderado por Michael Bloomberg, unas recomendaciones para que haya una información financiera relacionada con el clima que sean consistente, fiable y clara, por el claro impacto que tiene el cambio climático en la economía mundial.

TCFD es ahora tendencia como mejor práctica en la presentación de informes sobre cambio climático.

LA OBLIGATORIEDAD: LEGISLACIÓN SOBRE INFORMACIÓN NO FINANCIERA

Desde El Libro Verde de la Comisión Europea en 2001 y La Comunicación de la Comisión Europea en 2002 “Una contribución empresarial al desarrollo sostenible como estrategia de promoción de la RSE”, ya se empieza a hacer referencia a la transparencia en la información no financiera y se establece una serie de recomendaciones, para que Europa sea un eje de competitividad.

Pero si hay que destacar un documento que empieza a establecer las bases de la información no financiera en Europa, es la directiva europea sobre Divulgación de Información No Financiera(2014/95/EU), que entró en vigor en enero de 2015.

En España, la Directiva se traspuso a través de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre en materia de Información No Financiera y Diversidad, que tuvo efecto inmediato de aplicación en enero de 2019.

La información que debe incorporarse debe ser material, equilibrada y fácil de comprender, completa pero concisa, estratégica y con visión de largo plazo, orientada a diversos grupos de interés, consistente y coherente. Dicha información debe basarse en estándares (algunos son los mencionados anteriormente), metodologías no vinculantes y reconocidas y utilizadas a nivel internacional. El objetivo es que esta información se incorpore en el Informe de Gestión de las compañías, se formule por los administradores de las compañías y sea aprobada en las Juntas Generales de Accionistas como un punto por separado del orden del día.

Los elementos temáticos que debemos tener en cuenta son:

- 1) Medioambiente: uso de energía, gestión de residuos, emisiones, recursos naturales
- 2) Aspectos sociales y de capital humano: diversidad e inclusión, salud y seguridad, clientes vulnerables, gestión de los recursos humanos y relaciones con los consumidores.

- 3) Derechos humanos: en las operaciones de la empresa y a lo largo de su cadena de valor.
- 4) Lucha contra la corrupción y el soborno.
- 5) Cadena de suministro, entre otros.

La información debe recoger los resultados, la evolución y la situación de la compañía, así como el impacto de su actividad. Pero también se solicita la necesidad de que un tercero independiente emita un informe que verifique la información.

EL RETO DE LOS DATOS Y LAS MÉTRICAS

A pesar de la distinta información que han ido publicando las organizaciones de forma voluntaria y, ahora cada vez más de forma obligatoria, hay una dificultad real de encontrar una información concisa y comparable, debido a la dispersión de la información, la falta de homogeneidad y la materialidad.

Las empresas se han acostumbrado a elaborar muchísima información en la que, en algunos casos, se recogen todo tipo de cuestiones irrelevantes y accidentales, dejando de lado algunas más controvertidas y que tienen un interés mayor. No es de extrañar entonces que la labor del analista se vea empañada. Un reto evidente es la necesidad de encontrar datos necesarios para el análisis de las compañías y por ello, el analista ASG, también ha evolucionado en su forma de solicitar la información, hace muchos años la dificultad residía en que la mayoría de los informes y datos no eran públicos y cuando el analista quería contrastarlos tenía que recurrir a un requerimiento de información y/o evidencias internas, no públicas.

En la actualidad, el analista para fomentar una clara transparencia y sobre todo compromiso por parte de las organizaciones, solicita de forma expresa que la información requerida sea pública y esté disponible de una forma clara y sencilla a disposición de todos los grupos de interés. De hecho, ya casi ningún analista acepta evidencias o información que no sea pública.

Si estamos pensando en buscar información clave en alguna base de datos concreta tenemos una serie de analistas ASG que son referentes a nivel internacional y además no solo ofrecen información del desempeño de las compañías respecto a la incorporación de criterios ASG si no también ofrecen una valoración propia, emitiendo una especie de nota o rating. Pero la cuestión es que cada uno utiliza una metodología propia para realizar el análisis y los indicadores se ponderan con pesos específicos, según el sector en el que operan las compañías. Dichos indicadores hacen referencia a: las políticas, los sistemas de gestión y los resultados obtenidos por las empresas en materia social, medioambiental y de gobierno corporativo. Además, muchos de esos analistas incorporan también las controversias de las compañías como un elemento de penalización.

A continuación, se cita un listado de los analistas y bases de datos de referencia en cuestiones de sostenibilidad a nivel internacional:

- Reuters, agencia de noticias con sede en el Reino Unido, conocida por suministrar información a medios de comunicación y mercados financieros. Ofrece una base de datos sobre las compañías que incorporan criterios ASG.
- Actualmente está presente en más de 201 ciudades de 94 países, y suministra información en más de 20 idiomas.
- Bloomberg, base de datos que proporciona información del desempeño de las compañías desde el punto de vista de la sostenibilidad. Además, desde el año 2018 crea el *Gender-Equality Index* que pretende ser un marco estandarizado de información de género para guiar a las empresas en la medición y gestión de la igualdad de género en todas sus operaciones y negocios, y para divulgación de mejores prácticas.
- CDP es una organización independiente, sin ánimo de lucro, creada en el año 2000, que mantiene la mayor base de datos mundial de información corporativa sobre cambio climático. En este caso, el foco de su análisis se centra en la parte ambiental y de cambio climático, otorgando a las compañías un rating.
- FTSE Russell, es un analista internacional inglés, intermediario financiero y proveedor de análisis de Sostenibilidad y servicios de benchmarking. Analiza los criterios ASG de las compañías que forman parte del único índice de sostenibilidad que hace referencia a las compañías del IBEX 35 de la bolsa española, FTSE4Good Ibex.
- ISS- Oekom, Es una de las agencias de rating líderes a nivel mundial en el campo de la ISR. Analiza a más de 3.800 empresas y a países. En su análisis utiliza criterios negativos y/o exclusiones de sectores como el alcohol, la pornografía, la energía nuclear, entre otros.
- Además, ISS es un *Proxy voting*, es decir, ofrece recomendación de voto en las Juntas Generales de Accionistas.
- MSCI ASG Research, Ofrece diversos servicios a los inversores que tienen en cuenta los criterios ASG. Elabora ratings de sostenibilidad y realiza análisis de sostenibilidad a diferentes empresas en todo el mundo.
- MSCI elabora también índices bursátiles sostenibles.
- RobecoSAM, 1995, es una organización centrada exclusivamente en inversiones sostenibles. Presta servicio a propietarios de activos institucionales e intermediarios financieros y ofrece gestión de activos, índices, análisis de impactos e inversiones, evaluaciones de sostenibilidad y servicios de benchmarking. Es el analista del índice de Sostenibilidad más importante a nivel internacional Dow Jones Sustainability Índices (DJSI).
- Sustainalytics: Empresa líder en la investigación y análisis de criterios ASG a nivel global. Entre sus productos y servicios destacan: servicios de alerta, estudios sobre sectores, rating ASG de países, auditorías ASG, etc. Además, participa en la elaboración de la familia de Índices ASG STOXX, conjunto de índices compuesto por tres índices especializados por categoría ambiental, social y de gobierno corporativo y un índice amplio que agrega los índices especializados.
- Vigeo Eiris: Las agencias de investigación europea de alcance global, cuyo objetivo es proveer información ambiental, social y de gobernanza para inversores, empresas públicas y privadas.

La mayor parte de los inversores utilizan información de los analistas como complemento a sus análisis internos. Además, mucho de ellos también tienen en cuenta la presencia de las compañías en índices de sostenibilidad con el fin de crear carteras de inversión que cumplan una serie de criterios específicos.

En resumen, aún queda mucho por hacer tanto en cuanto a la elaboración de la información no financiera como respecto a la creación de fuentes donde se centralice dicha información. En cuanto a la elaboración de la información, no es siempre fácil contar aquello que puede ser realmente lo relevante para todos los grupos de interés, porque no todos consumen el mismo tipo de información, por ello es fundamental contar con canales de diálogo que nos permitan determinar qué es lo material y lo determinante para cada compañía, de esta forma se podrá ofrecer una imagen lo más ajustada a la realidad posible con información y métricas relevantes, explicadas de forma sencilla y concisa. Y respecto a la creación de fuentes de información, se tiene que tender a la homogeneización de los criterios de análisis para que los distintos analistas coincidan en mayor medida en la categorización de las compañías acorde a unos estándares similares, cada vez más concisos y medibles.

5.3. LA TECNOLOGÍA Y LA DIGITALIZACIÓN COMO FUENTE DE PODER MULTIPLICATIVO DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

JOSÉ MANUEL MARQUÉS SEVILLANO

Jefe de la División de Innovación Financiera del Banco de España¹

INTRODUCCIÓN

La digitalización está modificando la sociedad en múltiples facetas, incluyendo las finanzas. En este sentido, se configura como una de las grandes tendencias junto con la preocupación por los criterios sostenibles que están transformando de manera significativa el sector. Por ello, resulta necesario pensar que ambos desarrollos deberían ser compatibles y, por tanto, es relevante plantearse las siguientes preguntas: ¿se están considerando unos criterios que garanticen la sostenibilidad en el proceso de digitalización? y ¿cómo podemos apalancarnos mejor en la digitalización de cara a avanzar en la consecución de objetivos sostenibles?

Dada la importancia de esta relación, desde Naciones Unidas a finales de 2018 se estableció un grupo de trabajo destinado precisamente a identificar esta relación, analizar el avance en cada uno de los países y buscar vías con las que se pueda catalizar una digitalización comprometida con la sostenibilidad. El trabajo de este grupo se está concretando en numerosas publicaciones y el establecimiento de cierto consenso en torno a recomendaciones de alto nivel al tiempo sobre un uso de las finanzas digitales comprometidas con la sostenibilidad. Al mismo tiempo, se promueven distintos estudios nacionales con objeto tanto de identificar distintas propuestas del uso de la digitalización para fomentar las finanzas sostenibles como de revisar si el marco regulatorio o normativo favorecen esta simbiosis. Estos estudios, se vienen realizando a través de la fundación “Sustainable Digital

¹ Las opiniones expresadas en este capítulo son en exclusiva las de su autor y no necesariamente se corresponden con las de la institución en la que trabaja.

Finance” se han realizado los estudios para Holanda y Alemania y se está en proceso de realizar el estudio para España (véase UN 2019).

UN MARCO DE POLÍTICAS DIGITALES COMPROMETIDO CON LA SOSTENIBILIDAD:

La falta de consideración de los criterios de sostenibilidad en las propuestas relacionadas con la digitalización de las finanzas puede acabar siendo un importante impedimento para lograr consolidar algunas de las transformaciones que permiten las nuevas tecnologías, sin olvidar sus potenciales riesgos asociados (véase Recuadro 1). Dado que, en cierto modo, una gran parte del marco en el que se desarrollará el uso de las nuevas tecnologías en el sector financiero está en proceso de revisión o, incluso, en una fase preliminar de discusión parece inevitable pensar que esta agenda se verá finalmente influida por las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad. En este sentido, y sin ánimo de ser exhaustivos, podemos señalar los siguientes ámbitos en los que lo que resulta más probable esperar que los criterios de sostenibilidad influyan en las políticas relacionadas con los temas digitales:

- *Evitar sesgos en el uso de algoritmos de AI&ML:* La utilización de técnicas basadas en AI&ML en servicios financieros como la concesión de crédito, asesoramiento financiero o provisión de seguros puede conllevar importantes ganancias de eficiencia gracias a su mayor precisión y flexibilidad para capturar comportamientos no lineales. Al mismo tiempo, la capacidad para analizar con estas técnicas datos no tradicionales puede proporcionar servicios financieros a colectivos que tradicionalmente no han tenido acceso a los servicios financieros. Ambos elementos, pueden contribuir significativamente a los objetivos de sostenibilidad gracias al avance en la inclusión financiera y a la mayor adecuación de los servicios financieros a las necesidades de los usuarios. Sin embargo, el mayor grado de complejidad que muchos de estos modelos comportan también pueden esconder sesgos hacia determinados colectivos o características como el género no compatibles con los objetivos de desarrollo sostenible (véase Fuster et al 2018 y Bartlett et al 2019). En este sentido, es posible que bien desde las prácticas supervisoras o bien por el desarrollo de buenas prácticas a nivel sectorial se acaben exigiendo mecanismos que detecten y eviten este tipo de sesgos (véase McKinsey 2019).
- *Consumo energético en el desarrollo de soluciones tecnológicas:* A pesar de las ganancias de eficiencia que conllevan aparejadas soluciones como el uso de la nube, algunos desarrollos tecnológicos –como los procesos de entrenamiento de algunos algoritmos o la validación de ciertos procesos de encriptado– implican un elevado consumo de energía que no estaría en línea con los requerimientos medioambientales de los objetivos de desarrollo sostenible. En este caso, no parece previsible que se limite de modo explícito la experimentación con ciertas soluciones tecnológicas intensivas en consumo energético como algunos algoritmos de inteligencia artificial o registros distribuidos basados en complejos sistemas de encriptación, pero si estas propuestas

no consiguen una evolución que minimice este consumo de energía su impacto en la huella de carbono podría ser significativo y hacer inviable su uso generalizado (véase AINow 2019).

- *Promoción de la innovación:* el marco normativo actual resulta rígido y poco dinámico para adaptarse a la velocidad y propuestas de las nuevas tecnologías. Por eso surgen distintas fórmulas desde las autoridades financieras como el sandbox o los innovation hub que suponen la creación de espacios controlados en el que los reguladores y supervisores pueden interactuar con los emprendedores de cara a tener una mejor valoración de las oportunidades y riesgos de sus propuestas. En este sentido, teniendo en cuenta la importancia y urgencia del desarrollo de los criterios de sostenibilidad, en especial en algunos como en la lucha contra el cambio climático en los que el calendario no puede ser fácilmente aplazado, es posible que estos factores acaben siendo un elemento significativo en la selección de los proyectos que participan en estos entornos.
- *Promoción del acceso a las oportunidades digitales:* El acceso a los teléfonos móviles o el desarrollo de políticas educativas para mejorar el uso de las nuevas tecnologías entre ciertos segmentos de la población son elementos esenciales para lograr que estas herramientas puedan contribuir a mejorar la inclusión financiera (véase Barruetabeña 2020).

Riesgos de la digitalización en finanzas sostenibles

La industria tecnológica es una fuente de aumento de gases de efecto invernadero. La calibración de algoritmos cada vez más complejos de inteligencia artificial conlleva una elevada huella de carbono que puede afectar al impacto de un sector que hasta el momento no era intensivo en emisiones en el desarrollo directo de su actividad (véase Alonso y Marqués, 2019).

Gráfico 1. Emisiones estimadas de CO² por entrenamiento de modelos de NLP

Emisiones estimadas de CO ₂ por entrenamiento de modelos de NLP, comparadas con consumos familiares	
Consumo	CO _{2e} (lbs)
Viaje en avión, 1 pasajero NY - SF	1,984
Vida humana, promedio, 1 año	11,023
Vida americana, promedio, 1 año	36,156
Coche, promedio incluyendo combustible, 1 ciclo de vida	126,000
Entrenamiento de un modelo (GPU)	
NLP pipeline (parsing SRL)	39
con calibración y experimentación	78,468
Transformer (grande)	192
con búsqueda en arquitectura neuronal	626,155

Fuente: Energy and Policy consideration for Deep Learning in NLP. Strubell et al (2019).

Sin embargo, el uso incremental de servicios de almacenaje de datos en la nube y calibración de algoritmos mediante complejas técnicas de optimización puede, además de aumentar los riesgos operativos por la dependencia creciente de recursos tecnológicos avanzados (véase FSB 2019), elevar el potencial impacto medioambiental del sector financiero. A modo de ejemplo Strubell et al (2019) calculan la huella de carbono derivada del consumo eléctrico por el entrenamiento de modelos de aprendizaje profundo de técnicas de procesamiento natural (más conocidos por sus siglas en inglés NLP). Mientras que hace una década los modelos de NLP podían entrenarse con un portátil en casa, hoy muchos requieren hardware especializado debido a las mejoras en el almacenamiento masivo de datos. El entrenamiento de los modelos conlleva un elevado consumo eléctrico necesario para poner en marcha este hardware por semanas o meses de manera continua. Algunas de las técnicas de optimización de parámetros (como el “*grid search*” o búsqueda de rejilla) usadas en estos modelos son computacionalmente muy exigentes. En este estudio los autores estiman que el consumo de energía para el entrenamiento de un modelo complejo puede equivaler hasta a seis veces el consumo de la vida útil de un coche (626.155 lbs de CO2 del algoritmo, contra 126.000 del coche).

LA DIGITALIZACIÓN COMO PALANCA PARA LAS FINANZAS SOSTENIBLES:

La consecución de los objetivos de desarrollo sostenible se enfrenta a numerosas barreras a la hora de lograr financiación que en muchos casos se encuentran relacionadas con asimetrías en la información, problemas de educación y concienciación o confianza a la hora de certificar o garantizar determinados comportamientos. El proceso de digitalización, por su parte, se basa en un mayor almacenamiento de la información, una mayor accesibilidad a la misma y una mejora sustancial en la forma de analizarla y emplearla. En este sentido, no resulta sorprendente que, como muestra el siguiente Recuadro adjunto, existan numerosas iniciativas en las que las nuevas tecnologías pueden contribuir al logro de unas finanzas más comprometidas con el desarrollo sostenible.

En definitiva, el proceso de innovación no sólo trata de explorar en torno a nuevas técnicas y su alcance sino que, para ser exitosas, deben adecuarse a los requerimientos y preferencias de la sociedad. En este sentido, si bien el proceso de innovación financiera vinculado con la digitalización inicialmente se ha centrado en aquellas áreas en las que podían existir ganancias importantes de eficiencia o conveniencia por parte de los usuarios (como por ejemplo los servicios de pago o los de asesoría), gradualmente comienzan a observarse propuestas que persiguen objetivos de sostenibilidad. En este sentido, cabe destacar como organismos como el Banco Mundial o Naciones Unidas, destacan el uso de nuevas técnicas como el acceso en los móviles a los servicios financieros como una de las palancas fundamentales para el logro de una mayor inclusión financiera en países en desarrollo o la lucha contra la desigualdad de género (véase FMI 2018).

Oportunidades de la digitalización en finanzas sostenibles

El potencial de la digitalización en finanzas sostenibles se ha ido desarrollado a través de diferentes estrategias en múltiples ámbitos (WEF, 2020). Así, podemos identificar proyectos nativos que en origen se han creado con vocación sostenible, como por ejemplo es el caso de Green Assets Wallet en Suecia, una solución informática basada en *blockchain* para mejorar la trazabilidad del impacto de emisiones de deuda verde. O el caso de la empresa alemana *fintech* Solactive, líder en la generación de índices financieros de referencia contruidos en base a criterios medioambientales.

En otros casos podemos encontrar negocios que no han partido con una misión sostenible, pero que han comenzado a innovar tecnológicamente para ofrecer un producto o servicio vinculado a los ODS, como es el caso de *robo-advisors* como Liquid en Alemania, que a través de nuevas técnicas de *machine learning* como el procesamiento natural de textos (NLP) permiten la obtención de métricas sostenibles de activos financieros, lo cual ayuda a la selección de fondos de inversión vinculados a criterios medioambientales, sociales o de gobernanza (ESG).

Otra vertiente destacable serían los negocios que nacen con una misión sostenible, pero que se apalancan en tecnologías que no se habían creado específicamente para la sostenibilidad, como es el caso de uso de los gemelos digitales (*digital twins*), una novedosa herramienta tecnológica que permite crear réplicas digitales de activos físicos de cara a simular sus comportamientos (por ejemplo, en ingeniería se usa en la elección de materiales de construcción). En cambio hoy en día empresas como Unilever utilizan *digital twins* para replicar toda su cadena de producción y poder así optimizar su sostenibilidad. O empresas como la americana Zest AI que utiliza técnicas de *big data* y *data analytics* para la evaluación de riesgo de crédito en la concesión de préstamos usando datos alternativos (e.g: huella digital), facilitando así la inclusión financiera.

En España podemos encontrar también ejemplos de innovación tecnológica en finanzas sostenibles, como son Greemko, un software que calcula automáticamente el impacto ambiental de la actividad de las empresas incluyendo las emisiones de gas de efecto invernadero lo cual facilita su acceso a financiación verde, o Clarity AI, una innovadora solución de inteligencia artificial para cuantificar el impacto social de las inversiones, lo cual posibilita la optimización de carteras en función de criterios vinculados a los ODS.

BIBLIOGRAFÍA

AINow (2019). *AI Now Report*. Diciembre 2019.

Alonso y Márqués (2019). *Innovación financiera para una economía sostenible*. Banco de España. DO 1916.

- Barruetabeña (2020). La influencia de las nuevas tecnologías en la inclusión financiera. Banco de España. Artículo analítico Febrero
- Bartlett et al (2019). *Consumer-lending discrimination in the FinTech era*. National Bureau of Economic Research. No w25943.
- FMI (2018). The Bali Fintech Agenda.
- FSB (2019). *Third-party dependencies in cloud services. Considerations on financial stability implications*. Diciembre 2019.
- Fuster et al (2018). *Predictably unequal? The Effects of Machine Learning on Credit Markets*. Noviembre 6, 2018.
- McKinsey (2019). *Derisking machine learning and artificial intelligence*.
- Strubell et al (2019). *Energy and Policy considerations for deep learning in NLP*. University of Massachusetts.
- UN (2019). *Harnessing Digitalization in Financing of the Sustainable Development Goals*. United Nations Environmental Program. Septiembre 2019.
- WEF (2020). *Transforming Paradigms. A Global AI in Financial Services Survey*. EY & Invesco. Febrero 2020.

5.4. INFORMACIÓN Y FORMACIÓN DEL PÚBLICO

TERESA RODRÍGUEZ ARIAS

*Representante de la CNMV en la Sustainable Finance Network y la Sustainability Task Force de IOSCO
y en la Coordination Network on Sustainability de ESMA*

RESUMEN

Este artículo presenta algunas de las actividades desarrolladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como supervisor de los mercados de valores en España. En concreto, describe las actuaciones de la CNMV, en el ámbito nacional y como miembro de diversos grupos internacionales de trabajo, para dar a conocer los cambios legislativos y los nuevos productos que han aparecido como consecuencia de una nueva tendencia que integra consideraciones medioambientales, sociales y de buena gobernanza en la toma de decisiones de inversión, en respuesta a una creciente demanda por parte de los inversores. Se plantea también la necesidad de que el inversor cuente con información clara, veraz, comparable y accesible sobre estos nuevos productos que le ayude a tomar decisiones de inversión acordes con sus preferencias personales, lo cual plantea un reto importante puesto que, hasta el momento, solo contábamos con marcos internacionales de carácter voluntario que establecían criterios mínimos para algunos de estos productos. Si bien es necesario que las empresas y los emisores gocen de cierta flexibilidad en su actuación, en beneficio de la protección del inversor se impone la necesidad de contar con normas vinculantes que ofrezcan ciertas garantías y seguridad jurídica, lo cual se conseguirá con la aprobación del paquete de medidas legislativas que desarrollan el Plan de Acción de la Comisión Europea. En particular, las enmiendas planteadas en MiFID II integrarán los elementos de sostenibilidad en la gestión de riesgos, de conflictos de interés y en los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión y, además, darán respuesta a la necesidad de tener en cuenta las preferencias sobre sostenibilidad de los clientes de estas empresas, así como la adecuación de su perfil inversor a las características de los produc-

tos ofrecidos. Así mismo, se espera que la Estrategia Renovada sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea, sobre la que se abrió un procedimiento de consulta pública en abril de 2020, venga a reforzar y desarrollar un marco normativo apropiado que permita alcanzar los compromisos medioambientales que se ha fijado la Unión Europea.

INFORMACIÓN Y FORMACIÓN AL PÚBLICO

PAPEL DE LA CNMV EN LA INFORMACIÓN AL PÚBLICO

La promoción y el fortalecimiento de las finanzas sostenibles hacen precisa la formación y concienciación de la sociedad. En los últimos años venimos asistiendo a una mayor preocupación por el medio ambiente y los temas sociales por parte de la sociedad civil y este sentimiento ha llegado al mundo de las finanzas; así se ha multiplicado la oferta de productos financieros sostenibles, ejemplo de ello es el creciente número de emisiones de bonos verdes, bonos sociales, bonos sostenibles, fondos ASG (esto es, que toman en consideración factores ambientales, sociales y de gobernanza en sus inversiones), fondos verdes, etc. Esta oferta se ha incrementado, a raíz de la pandemia de la COVID-19, sobre todo en lo referente a productos financieros con objetivos o características sociales, como los *pandemic bonds*.

Esto responde a una demanda creciente de este tipo de productos por parte de **inversores institucionales**. Los datos y el análisis del estudio llevado a cabo por Eurosif en 2018¹, *European SRI Study 2018*, reflejan esta realidad: las estrategias de inversión basadas en la selección de criterios ASG de sociedades gestoras de activos aumentaron un 123% en 13 países de la UE en el periodo 2013-2017.

Sin embargo, en lo que respecta al **inversor minorista**, quizá no pueda afirmarse que sus conocimientos sobre la oferta existente de inversiones sostenibles sean equiparables a los de los inversores institucionales. Es ilustrativo el resultado de un estudio² realizado por el supervisor financiero alemán, *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), en diciembre de 2018, dirigido a una población de 1000 inversores minoristas con el fin de analizar el grado de conocimiento de estos respecto de las finanzas sostenibles, así como sus preferencias por productos financieros sostenibles. En torno al 60% de los encuestados no estaban familiarizados con el concepto de finanzas sostenibles, el 38% apenas habían oído hablar de él y el 2% restante ni tan siquiera tenían conciencia de haber oído hablar de finanzas sostenibles. Los resultados del estudio pusieron de manifiesto además que existe una gran confusión sobre lo que es un producto sostenible, así el 22% de los encuestados consideran sostenibles las acciones de una empresa productora de algodón orgánico, independientemente de que esta utilice mano de obra infantil. En lo referente a las preferencias de los encuestados a la hora de invertir, el 62% manifestaron que podrían invertir en productos financieros sostenibles, el 54% que este tipo de productos es coherente con sus principios y valores personales y solo para uno de

¹ Eurosif, European SRI 2018 Study.

² BaFin, diciembre de 2019, How safe are sustainable investments?

cada seis la sostenibilidad no es importante. Si a las inversiones sostenibles se les añaden incentivos gubernamentales, las cifras cambian y, así, del 25% de los inversores que manifestaron no verse a sí mismos invirtiendo en estos productos se pasa a un 39% que sí lo haría si existiesen beneficios fiscales o subsidios.

Hay que tener presente que el desarrollo de las finanzas sostenibles es relativamente reciente y, por ello, es necesaria una labor de divulgación e información sobre estas nuevas modalidades de inversión al público en general. Ello facilitará el acceso de todos aquellos inversores que manifiesten preferencias de tipo medioambiental o social en el objeto de sus inversiones. Esta labor de difusión del conocimiento corresponde tanto al sector público como al privado y ya han comenzado a desarrollarse iniciativas en ambos ámbitos en forma de talleres, cursos, conferencias, mesas redondas y otros eventos de tipo divulgativo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es consciente de la necesidad de informar a los inversores sobre este nuevo tipo de productos financieros, sus características y las condiciones de su comercialización, así como sobre los fines y objetivos a los que responden. Con este fin, en noviembre de 2019, la CNMV introdujo una nueva **sección en su página web dedicada a las finanzas sostenibles**.

El objetivo de esta sección es dar a conocer los conceptos básicos de la sostenibilidad en el ámbito financiero y el papel que está desarrollando la propia CNMV, tanto en su papel como supervisor del mercado de valores en España como en los distintos organismos internacionales a los que pertenece. En el ámbito internacional, la CNMV preside sendos grupos de trabajo de la *Sustainable Finance Network* y de la *Sustainability Task Force* de la *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* en la cual además detenta una de las vicepresidencias, preside la *Coordination Network on Sustainability* de la *European Securities Markets Authority (ESMA)* y participa activamente, como miembro de ESMA, en un grupo de trabajo sobre factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) del Comité Mixto de las Autoridades Europeas Supervisoras³, que está desarrollando los mandatos legislativos contenidos en el Reglamento 2019/2088 de divulgación de información sobre sostenibilidad en el sector de los servicios financieros⁴ (Reglamento de Divulgación) y en el Reglamento 2020/852 de la Taxonomía⁵ (Reglamento de la Taxonomía).

La página web además facilita el acceso a la normativa europea y española que regula las finanzas sostenibles, así como a otros enlaces de interés como, por ejemplo, el **Plan de Acción de la Comisión Europea para la financiación de un desarrollo sostenible** y los distintos desarrollos normativos que este entraña.

Así mismo, en la sección de su **página web sobre Educación Financiera**, la CNMV publicó una **infografía** en el mes de diciembre de 2019 en la que explica qué son las finanzas sostenibles.

³ El Comité Mixto está integrado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés).

⁴ 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.

⁵ Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088

nibles de una forma clara y sencilla con la intención de llegar a todos los inversores interesados que pueden completar estas nociones básicas en la sección anteriormente mencionada.

La CNMV, además, celebró un **evento de carácter informativo** en octubre de 2020 para dar a conocer la actividad que este organismo desarrolla en el ámbito de las finanzas sostenibles, así como los cambios que la nueva legislación financiera traerá, en particular, el Reglamento de la Taxonomía, el Reglamento de Divulgación, la modificación de varios actos delegados de MiFID II, UCITS y AIFMD, los actos delegados del Reglamento de índices de referencia climáticos, etc. Esta labor de divulgación e información se enmarca dentro de la relación fluida que la CNMV pretende mantener con el sector con el fin de atender a sus necesidades, dentro del mandato legal que cumple, y así mismo, pretende dar a conocer la nueva legislación y obligaciones que las nuevas tendencias en los mercados han traído.

TRANSPARENCIA. OBLIGATORIEDAD Y VOLUNTARIEDAD. PREVENCIÓN DEL GREENWASHING O BLANQUEO ECOLÓGICO

OBLIGATORIEDAD Y VOLUNTARIEDAD

El Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores⁶ establece en su artículo 17 las funciones que le corresponden a la CNMV: velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines. Estas funciones son las que desarrolla la CNMV en todos los ámbitos de su competencia, incluido el de las finanzas sostenibles. En definitiva, el **papel de la CNMV respecto de las finanzas sostenibles** debe ser el de garantizar que la información que llega al público, en general, y al inversor, en particular, sea veraz, clara y accesible. En este sentido, la CNMV ha de velar por que la información que facilitan los gestores de fondos y de carteras, los asesores financieros y las sociedades cotizadas sea clara y veraz.

La CNMV ya está trabajando en la **supervisión de información sobre sostenibilidad** que publican determinadas empresas, en concreto en la supervisión del **estado de información no financiera** que debe incluir una descripción de las políticas de resultados y riesgos vinculados a temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo bien en su informe de gestión, bien en un documento separado que, en todo caso, se considera forma parte del informe de gestión. Más concretamente, el estado de información no financiera incluye información relativa a cuestiones medioambientales y sociales, al personal de la propia empresa, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, aparte de la existencia de políticas internas de diversidad, si la empresa contase con ellas. La CNMV viene realizando esta labor desde la entrada en vigor de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, de información no financiera y diversidad⁷ que, junto con

⁶ AyudaReal Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

⁷ Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20

el Real Decreto-ley 18/2017⁸, vino a trasponer a nuestro ordenamiento la Directiva de información no financiera⁹ y a ampliar algunas de las obligaciones contenidas en esta.

Existe, pues, una obligación para muchas empresas de publicar información sobre sostenibilidad, pero tanto la **Directiva de información no financiera** como la **Ley 11/2018** otorgan una gran **flexibilidad** a las empresas a la hora de escoger el marco de referencia para preparar dicha información. La Directiva ofrece la posibilidad de acogerse a marcos nacionales, a marcos de la Unión, como el Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (EMAS), o a “marcos internacionales, tales como el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, los Principios Rectores sobre las empresas y los derechos humanos que ponen en práctica el marco de las Naciones Unidas para «proteger, respetar y remediar», las Líneas Directrices de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) para Empresas Multinacionales, la norma (ISO) 26000 de la Organización Internacional de Normalización, la Declaración tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social de la Organización Internacional del Trabajo, la Iniciativa Mundial de Presentación de Informes [de Sostenibilidad del GRI¹⁰], u otros marcos internacionales reconocidos”¹¹, marcos a los que la Ley española añade la norma (SA) 8000 de la Responsabilidad Social Internacional.

También de observancia voluntaria son las Directrices que complementan la obligación de publicar información no financiera: Las ***Directrices sobre la presentación de informes no financieros*** publicadas por la Comisión Europea en 2017, modificadas parcialmente por el ***Suplemento sobre la información relacionada con el clima***, publicado en junio de 2019. Ambos textos ofrecen pautas a las empresas obligadas por la Directiva de información no financiera en la preparación de la información no financiera, incluida la referente al clima, sin establecer obligaciones vinculantes.

El **carácter voluntario** de las Directrices, como instrumento de *soft law*, junto con la posibilidad que ofrece la ley española de acogerse a diversos marcos nacionales o internacionales que establecen diversos estándares y normas voluntarias para elaborar la información no financiera tiene la ventaja de ofrecer una gran **flexibilidad** a las personas jurídicas obligadas que, en función de su actividad económica o del sector al que pertenecen o incluso en función de su localización geográfica, pueden escoger los principios nacionales o internacionales que mejor se adapten a ellas. No obstante, a veces, la posibilidad de escoger entre un abanico tan amplio de estándares y principios obstaculiza la **comparabilidad** de la información publicada por las distintas empresas que es uno de los objetivos fundamentales de la normativa europea. Ello, en la práctica, puede dificultar

de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

⁸ Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

⁹ Directiva 2014/95/UE del Parlamento 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 empresas y grupos.

¹⁰ Global Reporting Initiative.

¹¹ Véase el considerando 9 de la Directiva de información no financiera.

la labor de los inversores en su toma de decisiones a la hora de elegir un determinado producto o inversión puesto que quizá los parámetros seguidos por unas y otras empresas no sean los mismos, como tampoco las metodologías e indicadores utilizados en la elaboración de la información. Este problema se ve incrementado si salimos del espacio europeo puesto que existe una gran **fragmentación de los mercados** en lo que se refiere a la obligación de las empresas de informar sobre estas cuestiones, así como sobre conceptos básicos que apuntalan la obligación, como, por ejemplo, el **principio de materialidad**, cuyo significado y alcance puede variar entre jurisdicciones.

A pesar de todo lo anterior y del margen de mejora existente, se puede afirmar que en el ámbito europeo la información sobre sostenibilidad que publican las empresas obligadas por la normativa mencionada sí está a disposición de los mercados y de los inversores. No obstante, en lo que se refiere a los llamados productos financieros sostenibles, la situación es diferente.

PREVENCIÓN DEL BLANQUEO ECOLÓGICO Y DEL ESG-WASHING EN GENERAL

En la actualidad, ni en España ni en ninguno de los países de nuestro entorno contamos con una norma específica que establezca sanciones o defina el fenómeno denominado como **greenwashing** o **blanqueo ecológico**, esto es, la práctica de comercializar un producto calificándolo como verde cuando, en realidad, el destino de la inversión que subyace no es un objetivo que beneficie al medio ambiente o, si lo es, lo es en una cuantía tan mínima que no se debería comercializar como tal porque se está dando información falsa al inversor y, por ende, al mercado. El fenómeno se extiende también a productos sociales, en cuyo caso hablaríamos de *social-washing*, y en términos generales cuando afecta a todos los elementos de la sostenibilidad, es decir, factores ambientales, sociales y de buen gobierno, estaríamos ante casos de *ESG-washing*.

El **Reglamento de divulgación** a pesar de no establecer un régimen sancionador específico para el blanqueo ecológico o más genéricamente el *ESG-washing*, sí arroja cierta luz sobre los productos financieros sostenibles. Este Reglamento, en línea con el Plan de Acción de la Comisión Europea, ayuda a clarificar ciertas obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos en relación con los factores de sostenibilidad.

El Reglamento tiene un *ámbito de aplicación* enormemente amplio ya que abarca actores y productos de los sectores de banca, seguros y pensiones y mercados de valores. En el ámbito de supervisión de la CNMV esta norma afecta, por un lado, a los denominados “**participantes en los mercados financieros**”, esto es, 1) a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios, de fondos de emprendimiento social europeo, de fondos de capital riesgo y de fondos de inversión alternativa y 2) a las empresas de servicios de inversión (incluidas las entidades de crédito) que presten servicios de gestión discrecional de carteras y a los **asesores financieros**, entendiendo por estos las entidades que presten servicios de asesoramiento en materia de inversión.

En lo referido a los mercados de valores, el Reglamento establece dos **categorías de**

productos financieros. En inglés, en términos coloquiales se podría decir que la primera categoría es la de los **productos light green**, esto es, aquellos productos financieros que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 8 del Reglamento promuevan, entre otras, características medioambientales o sociales, o una combinación de ellas, siempre y cuando las empresas en las que se hace la inversión observen buenas prácticas de gobernanza. La segunda categoría estaría formada por los **productos dark green** que son, según el artículo 9, aquellos cuyo objetivo es una inversión sostenible; el propio Reglamento define en su artículo 2(17) la noción de inversiones sostenibles como las “inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo de materias primas, agua y suelo, producción de residuos y emisiones de gases de efecto invernadero e impacto sobre la biodiversidad y la economía circular o las inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo social y, en particular, toda inversión que contribuya a luchar contra la desigualdad, toda inversión que refuerce la cohesión social, la integración social y las relaciones laborales, o toda inversión en capital humano o en comunidades económica o socialmente desfavorecidas; siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza, en particular en lo que respecta a que sus estructuras de gestión, relaciones con los asalariados y remuneración del personal pertinente sean sanas y cumplan las obligaciones tributarias”.

Los inversores institucionales, gestoras y asesores financieros que ofrezcan o comercialicen estos productos tendrán que cumplir, a partir de la entrada en vigor del Reglamento, con una serie de obligaciones que afectan a la **información precontractual, periódica** y la que se publique en su **página web**. Pero además se imponen otras obligaciones de divulgación de información sobre otros aspectos entre los que cabe destacar, por el aspecto novedoso de la norma: los **riesgos de sostenibilidad**, que han de entenderse como “todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo real o posible sobre el valor de la inversión” (artículo 2.22 del Reglamento) y las “**incidencias adversas a nivel de entidad**”, esto es, las incidencias del asesoramiento y de las decisiones de inversión que tengan efectos negativos sobre los factores de sostenibilidad¹².

El objetivo de este Reglamento de divulgación es proporcionar al inversor información clara, concisa y veraz sobre productos con objetivos sostenibles o que promocionen características ambientales y sociales, evitando así el denominado *ESG-washing*. Esto traerá como consecuencia: una mejora en la competitividad de los productos e inversiones financieras, un mayor grado de comparabilidad entre estos, más información sobre productos sostenibles y riesgos de sostenibilidad y mayor homogeneización y armonización en la Unión Europea en el ámbito de las inversiones sostenibles, lo que repercutirá en una disminución de la fragmentación del mercado que tenemos hoy en día y un incremento de la resiliencia de la economía real y la estabilidad del sistema financiero, según el tenor literal de los considerandos del propio texto.

¹² Véase el considerando 20 del Reglamento de divulgación.

Desde el punto de vista del supervisor, se espera que el Reglamento de divulgación tenga como efecto una mejora de la **transparencia de la información** y una **mayor protección del inversor**, que contará con una información más completa, clara y relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

En la actualidad, el Comité Mixto está redactando el proyecto de **normas técnicas regulatorias** que vienen a desarrollar algunos de los preceptos del Reglamento de acuerdo con los mandatos contenidos en el mismo. La CNMV participa en el grupo de trabajo que elabora este proyecto de reglamentos técnicos y vela para que el contenido de las obligaciones sea proporcional y adecuado conforme a lo ya establecido en el Reglamento.

Es preciso señalar que el **Reglamento de la Taxonomía** modifica de forma parcial el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad y está estrechamente ligado a él, en particular a lo referido a las características medioambientales de los productos *light green* y a las inversiones sostenibles medioambientales de los productos *dark green*. El texto actual del Reglamento de la Taxonomía no desarrolla el elemento social de los productos financieros sostenibles, aunque se espera que lo haga en un futuro ya que se ha concebido como un texto que tendrá que ser revisado de forma periódica para extender su ámbito de aplicación, clarificar el aspecto social de las finanzas sostenibles y dar respuestas a los cambios que puedan darse respecto del elemento medioambiental¹³.

De hecho, el Reglamento de la Taxonomía, aunque no proporciona una lista exhaustiva de actividades económicas que puedan considerarse como sostenibles, sí establece en su artículo 3 los siguientes criterios para considerar una actividad como sostenible desde el punto de vista medioambiental:

- contribuir de forma sustancial a algún objetivo medioambiental de los establecidos en el artículo 9 (mitigación o adaptación al cambio climático, uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición a una economía circular, prevención y control de la contaminación y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas),
- no perjudicar ninguno de dichos objetivos de forma significativa (*do no significant harm*),
- cumplir con las garantías mínimas de respeto a los derechos humanos, laborales y sociales conforme a lo establecido en el artículo 18
- y cumplir con los criterios técnicos de selección (*technical screening criteria*) que defina la Comisión.

En relación con estos criterios técnicos de selección, tal y como se prevé en el Reglamento, la Comisión Europea sometió a consulta pública el 20 de noviembre de 2020 un proyecto de acto delegado cuya principal referencia es el Informe del Grupo de Expertos Técnicos publicado en marzo de 2020; tras la consulta pública, la Comisión Europea elaborará la ver-

¹³ Véase el considerando 35 del Reglamento de la Taxonomía.

sión definitiva del acto delegado que se espera entre en vigor en enero de 2022. El proyecto de acto delegado establece los criterios técnicos de selección que ayudarán a determinar qué actividades económicas contribuyen a la adaptación o mitigación del cambio climático sin causar un daño significativo a los objetivos medioambientales recogidos en el artículo 9 del Reglamento de la Taxonomía. Este acto delegado, junto con las normas técnicas regulatorias que está desarrollando el Comité Mixto, vendrán a complementar el Reglamento de la Taxonomía. Los Estados Miembros también tendrán que participar en el desarrollo de la Taxonomía ya que son ellos quienes, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 22, establecerán un régimen sancionador que deberá ser efectivo, proporcionado y disuasorio.

A pesar de no contar en el momento actual con disposiciones legales específicas en nuestro ordenamiento que sancionen el *ESG-washing* en cualquiera de sus modalidades, en la Ley del Mercado de Valores, así como en otra normativa del mercado de valores específica (por ejemplo, de folletos de instituciones de inversión colectiva) sí que se dispone de distintos preceptos legales que prevén infracciones de distinto tipo para los casos en que se difunda información de carácter falso o engañoso al mercado. De hecho la CNMV examina la información de carácter precontractual que, con motivo de la comercialización de cualquier producto que haya de ser registrado y autorizado por ella, se vaya a facilitar a los inversores con el fin de que responda a las características y objetivos que publicita.

CASO DE ESTUDIO: INCLUSIÓN DE FACTORES AMBIENTALES, SOCIALES Y DE GOBERNANZA EN MIFID II

No solo son necesarias las labores de divulgación y formación para dar a conocer las finanzas sostenibles, también las herramientas legislativas son esenciales para dar paso a las nuevas tendencias que han surgido promovidas por la iniciativa privada.

En este sentido, hay que destacar una vez más el papel primordial del Plan de Acción de la Comisión Europea que plantea varias iniciativas de carácter legislativo, entre otras propuestas, que han de llevar a cabo distintos actores del ámbito financiero para garantizar la consecución de sus objetivos básicos, esto es, la reorientación de los flujos de capital hacia proyectos económicos sostenibles, la integración de la gestión de los riesgos derivados de la sostenibilidad y el fomento de la transparencia y el “largoplacismo” en la toma de decisiones de inversión.

Antecedentes: El mandato de la Comisión Europea respecto de la evaluación de idoneidad, la gobernanza de productos, los requisitos organizativos de las empresas de servicios de inversión, la gestión de riesgos de sostenibilidad y los conflictos de interés.

- 1) La Comisión Europea ha considerado cierta normativa como clave a la hora de integrar los factores de sostenibilidad en los mercados financieros. Así, en su Plan de Acción subrayó la importancia del paquete legislativo de la Directiva sobre

mercados de instrumentos financieros (MiFID II) en la regulación que hace del asesoramiento financiero prestado por las empresas de servicios de inversión. MiFID II obliga a que las empresas de servicios de inversión, antes de prestar este servicio, realicen una **evaluación de idoneidad** de sus clientes en la que se valoran los conocimientos y experiencia inversora previa, los objetivos de inversión y la situación financiera de estos con el fin de recomendarles los productos que mejor se ajusten a su situación personal. La misma obligación recae sobre las empresas que prestan servicios de gestión de carteras pues se entiende que el cliente delega en ellas la selección de productos, la toma de decisiones de inversión y la ejecución de las operaciones.

No obstante, considera la Comisión Europea, no siempre se valoran las preferencias que el cliente pueda tener por productos que financian inversiones que contribuyen a la preservación o mejora del medio ambiente o a objetivos sociales. Por este motivo y porque estas empresas pueden desarrollar un papel crucial en la reorientación de flujos de capital, estima la Comisión Europea que se debe preguntar sobre las preferencias de sus clientes respecto de factores ambientales, sociales y de gobernanza para tenerlas en cuenta a la hora de seleccionar los instrumentos financieros a recomendar.

Así, la Comisión Europea se comprometió a modificar los **actos delegados de MiFID II** (Reglamento Delegado 2017/565 relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y la Directiva Delegada (UE) 2017/593 sobre salvaguarda de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones de gobernanza de productos y las normas sobre la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios) para que se consideren en las evaluaciones de idoneidad las preferencias ASG que los clientes puedan tener. Una vez se hayan publicado dichos actos delegados, ESMA tendrá que modificar de forma acorde sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II e incluir disposiciones sobre las preferencias de los clientes en materia de sostenibilidad, de acuerdo con la recomendación realizada por la Comisión Europea.

Es preciso mencionar que ESMA con carácter previo a este mandato y teniendo en cuenta la publicación del Plan de Acción de la Comisión Europea en marzo de 2018, ya había incluido en sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II como una **buena práctica** por parte de las empresas de servicios de inversión el que se tuvieran en consideración factores no financieros (tales como los medioambientales, sociales y de gobernanza), a la hora de recabar información sobre los objetivos de inversión de sus clientes¹⁴.

- 2) En relación con **la gobernanza de productos**, la Comisión Europea considera que las condiciones que establecen los actos delegados de MIFID II para identi-

¹⁴ Véase el párrafo 28 de las Directrices.

ficar el mercado destinatario por parte de los productores y de las empresas de servicios de inversión que comercializan un producto financiero no tienen en cuenta de forma explícita la integración de los factores de sostenibilidad y, en consecuencia, encomendó también a ESMA la revisión de determinados preceptos del Reglamento Delegado 2017/2358 y de la Directiva Delegada 2017/593, teniendo en cuenta el enfoque seguido por las Directrices de ESMA sobre requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II que ya daba pautas sobre cómo integrar los factores de sostenibilidad en la identificación del mercado destinatario.

- 3) En lo referente a la integración de riesgos y elementos de sostenibilidad, en julio de 2018 ESMA y EIOPA recibieron un mandato de la Comisión Europea para que le asesorasen técnicamente, de forma coherente y concertada, sobre dicha integración en las siguientes normas: Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés), Directiva de Solvencia II, Directiva de Distribución de Seguros, Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés) y Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II, por sus siglas en inglés).

En lo que atañe a MiFID II, el mandato concreto se refería a la integración de factores y riesgos de sostenibilidad en las siguientes áreas: requisitos organizativos de los participantes en los mercados financieros y asesores financieros sujetos a MiFID II, gestión del riesgo, conflictos de interés y gobernanza de productos y proponía la revisión del Reglamento delegado de MiFID II 2017/565, la Directiva Delegada de MiFID II 2017/593 así como de las Directrices de ESMA relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II y las Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

Para dar cumplimiento a los mandatos de la Comisión, ESMA elaboró una serie de propuestas y publicó un documento de consulta en diciembre de 2018¹⁵ con el objeto de recabar información y reacciones de la industria y demás agentes del mercado a las propuestas realizadas. Asimismo, celebró una audiencia pública en febrero de 2019 dirigida a la industria para obtener información adicional.

En el documento de consulta ESMA incluyó varias preguntas y propuestas de modificaciones a los textos legales mencionados, así como otras preguntas relativas a la modificación de sus Directrices para tener en cuenta en las evaluaciones de idoneidad las preferencias de los clientes respecto de inversiones sostenibles y de sus Directrices sobre gobernanza de productos.

En la fecha de finalización del periodo de consulta, ESMA había recibido 69 respuestas (dos de ellas confidenciales), así como el asesoramiento del Grupo de partes interesadas del sector de valores y mercados (Securities and Markets Stakeholders Group, SMSG).

¹⁵ Consultation Paper On integrating sustainability risks and factors in MiFID II.

Del análisis de las respuestas recibidas, cabe destacar los siguientes comentarios de carácter general:

- 1) La mayoría de los participantes en la consulta pública se mostraron partidarios del enfoque de ESMA, en el sentido de no realizar propuestas de tipo prescriptivo y detallado, sino de proponer principios de carácter muy general para evitar impedimentos al desarrollo e innovación.
- 2) Fue generalizada la crítica de introducir modificaciones en la normativa existente sin contar con definiciones clave como la de los “riesgos de sostenibilidad” o “elementos de sostenibilidad”. También el SMSG se manifestó al respecto, lamentando esta ausencia de definiciones y etiquetas comunes en la Unión Europea y advirtiendo de que este hecho puede impedir la aplicación armonizada de un régimen común de finanzas sostenibles, lo cual, según el SMSG, no debe limitar la actividad de las empresas a la hora de integrar elementos de sostenibilidad en su actividad, así como en la gestión de sus riesgos, pero debe ser un elemento a tener en cuenta por reguladores y supervisores.

ESMA, sensible a esta crítica, se abstuvo en su asesoramiento a la Comisión Europea de proponer definiciones de conceptos legales novedosos para no crear diferencias entre distintos marcos normativos y, en su respuesta, hace referencia al Reglamento 2019/2088 sobre la divulgación de información de la sostenibilidad (que todavía estaba en fase de redacción en el momento de la consulta pública) que contiene varias definiciones clave. ESMA ha instado a la Comisión a hacer una revisión con el fin de garantizar la coherencia de conceptos y definiciones en las distintas normas que abordan las finanzas sostenibles.

- 3) Otra reacción común por parte de los participantes en la consulta es poner de manifiesto la necesidad de contar con una taxonomía común y prácticas generalizadas con carácter previo a cualquier reforma normativa. El SMSG también señaló las consecuencias negativas de no contar con una taxonomía común, entre las que cabe destacar el desarrollo de productos incorrectamente denominados “sostenibles” lo cual llevaría a la confusión de los inversores, la falta de claridad, la posibilidad de que se desarrollen enfoques múltiples que creen ambigüedad o una multiplicidad de etiquetas en las diferentes jurisdicciones europeas, así como la imposibilidad del desarrollo de productos paneuropeos con las consiguientes dificultades para su exportación a otros mercados.

ESMA, en su respuesta, considera que aunque este es un punto importante no está comprendido en el mandato que le otorgó la Comisión Europea por lo que proponer una solución al respecto no está a su alcance, pero se comprometió a tenerlo en cuenta en las futuras modificaciones a sus Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

- 4) El SMSG subrayó el hecho de que las finanzas sostenibles constituyen un área que está evolucionando y, por tanto, en cambio constante, por lo que sugirió que, al objeto de alcanzar la convergencia supervisora, se incluyese una cláusula de revisión de la legislación aplicable según sea necesario.

ESMA se mostró de acuerdo con esta propuesta y con la oportunidad de evaluar y revisar las futuras modificaciones que se introduzcan en los actos delegados de MiFID II cuando llegue el momento.

- 5) Un número considerable de partícipes en la consulta señaló la importancia de que el asesoramiento técnico sea coherente con los distintos textos legales analizados y de que se utilice la misma terminología en todos ellos.

ESMA, en su respuesta, manifestó haber tenido en cuenta este punto ya que trabajó en estrecha colaboración con EIOPA durante la redacción del documento de consulta para asegurarse de que exista coherencia entre las normas y conceptos de ambos sectores.

- 6) Los partícipes en el cuestionario manifestaron su preocupación por el calendario de implementación de las obligaciones que implicarán estos cambios legislativos. Algunos sugirieron que se les otorgue un periodo de 18 meses, mientras que otros solicitaron que las nuevas obligaciones no fuesen exigibles hasta la aplicación del Reglamento de Divulgación.

ESMA, sensible a esta demanda, solicitó a la Comisión Europea que la obligatoriedad efectiva de los requisitos referidos a criterios y riesgos de sostenibilidad se aplazara hasta la aplicación efectiva del mencionado Reglamento para dar suficiente tiempo a todos los sujetos afectados por la nueva legislación a adaptar sus procesos y organización interna.

- 7) Por último, es de señalar la advertencia del SMSG de tener en cuenta el principio de proporcionalidad al objeto de evitar que las pequeñas empresas incurran en costes excesivos por una aplicación demasiado rigurosa de la norma.

ESMA, aunque de acuerdo con el SMSG, considera que no es necesario añadir un considerando específico que recuerde el principio de proporcionalidad ya que este principio ya está presente en todas las Directivas revisadas.

El análisis de costes y beneficios realizado por ESMA para valorar las cargas que supondrían las modificaciones a los actos delegados de MiFID II fue, básicamente, de carácter cualitativo puesto que los datos cuantitativos obtenidos no se consideraron suficientemente representativos. ESMA concluyó que el monto de los costes de implementación de las reformas propuestas será de carácter limitado y que las ventajas de la nueva regulación compensarán los costes de forma significativa. La adopción de criterios armonizados respecto de los factores y riesgos de sostenibilidad por las empresas de servicios de inversión garantizará mayor claridad y un enfoque similar en la Unión Europea, lo que se espera redunde en que los inversores finales puedan beneficiarse de una información más veraz y comparable.

Tomando como referencia las respuestas obtenidas en el periodo de consulta, ESMA presentó sus recomendaciones técnicas a la Comisión el 30 de abril de 2019 (***Final Report: ESMA's technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II***). El contenido de dichas recomendaciones se puede resumir en

las siguientes propuestas de modificaciones normativas que afectarían a las empresas de servicios de inversión:

- 1) Con relación a los **requisitos organizativos** generales que deben cumplir las empresas de servicios de inversión (artículo 21.1 del Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565), ESMA propuso la inclusión de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en este artículo de modo que las empresas de servicios de inversión las tengan en cuenta cuando presten servicios de inversión a sus clientes, sea apropiado y tomando en consideración el principio de proporcionalidad que ya estaba incluido en la versión original del Reglamento: “A la hora de cumplir los requisitos establecidos en el presente apartado, las empresas de servicios de inversión tendrán en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de su negocio, así como la naturaleza y la gama de los servicios y actividades de inversión prestados en el curso de esa actividad.” El tenor literal de la modificación propuesta por ESMA era el siguiente: “*Where ESG considerations are relevant for the provision of investment services to clients, firms should take them into account when complying with the above requirements*”.

Se considera que la fórmula sugerida por ESMA otorga a las empresas obligadas cierto margen a la hora de decidir cómo integrar los factores ASG en su organización.

- 2) En lo referente a la **gestión del riesgo** (artículo 23 del Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565), ESMA propuso la inclusión de los riesgos de sostenibilidad en este artículo (“*In doing so, investment firms shall take into account sustainability risks*”) con el fin de que las empresas de servicios de inversión tengan en cuenta los riesgos de sostenibilidad al establecer, aplicar y mantener políticas y procedimientos de gestión de riesgos.

Para clarificar el alcance de esta obligación, ESMA sugería incluir un nuevo considerando en el Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565. El objetivo pretendido era aclarar que tanto la función de cumplimiento como la de auditoría interna de las empresas de servicios de inversión deberán gestionar los riesgos de sostenibilidad en el cumplimiento de sus obligaciones y los órganos de gestión, así como los órganos jerárquicos superiores de la empresa, deberán involucrarse en la gestión del riesgo de sostenibilidad. La propuesta de ESMA era la siguiente:

“*In order for investment firms to comply with their risk management obligations to take into account sustainability risks within their risk management policies and procedures, the investment firms’ compliance function, internal audit function, management body and senior management should also consider aspects related to sustainability risks in their respective duties*”.

- 3) Respecto de los **conflictos de interés**, ESMA propuso incluir un nuevo considerando, 59 bis, en el Reglamento Delegado de MiFID II 2017/565, cuya redacción sería la siguiente:

“*When identifying the types of conflicts of interest whose existence may damage the inte-*

rests of a client, investment firms should include those that may stem from the distribution of sustainable investments.

Firms should have in place appropriate arrangements to ensure that the inclusion of ESG considerations in the advisory process and portfolio management does not lead to mis-selling practices, including as an excuse to sell own-products or more costly ones, or to generate churning of clients' portfolios, or to misrepresent products or strategies as fulfilling ESG preferences where they do not."

Se persigue con esta modificación que las empresas de servicios de inversión cuenten con procedimientos adecuados que garanticen la integración de las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en la prestación de los servicios de asesoramiento financiero y gestión de carteras con el fin de evitar que las malas prácticas puedan menoscabar los intereses de los inversores.

- 4) En lo que concierne a la **gobernanza de productos** (artículos 9.9, 9.11, 9.14, 10.2 y 10.5 de la Directiva Delegada 2017/593), ESMA propuso la inclusión en estos preceptos de las siguientes frases: "*and ESG preferences (where relevant)*" y "*the financial instrument's ESG characteristics (where relevant) are consistent with the target market*", es decir, de las preferencias y características medioambientales, sociales y de gobernanza, cuando sea relevante. De este modo, cuando las empresas de servicios de inversión determinen cuáles son los mercados destinatarios de los instrumentos financieros a comercializar deben tener en cuenta las características mencionadas de estos, así como las preferencias medioambientales, sociales y de gobernanza de los potenciales clientes.

Tras tomar en consideración las recomendaciones efectuadas por ESMA, el 8 junio de 2020, la Comisión Europea sometió a consulta pública sendos proyectos de textos legales que pretenden la toma en consideración de los factores y riesgos de sostenibilidad por aquellas empresas de servicios de inversión que prestan asesoramiento y gestión discrecional de carteras.

El primero de estos textos¹⁶ supone la modificación de la Directiva Delegada 217/593 respecto de determinadas obligaciones que conciernen a la gobernanza de productos. Entre los aspectos más relevantes del texto propuesto, destaca la inclusión de la definición del concepto "preferencias ASG" que está íntimamente ligada al Reglamento de Divulgación ya que se consideran preferencias ASG las elecciones de los clientes o clientes potenciales de integrar en su estrategia de inversión y siempre conforme a las definiciones incluidas en el citado Reglamento: a) productos financieros cuyo objetivo es una inversión sostenible o b) productos financieros que promueven características sociales o medioambientales y que o bien, realicen, entre otras, inversiones sostenibles, o bien consideren, a fecha de 30 de diciembre de 2022, las incidencias adversas sobre los factores de sostenibilidad.

¹⁶ [Draft] Commission Delegated Directive (EU) .../...of XXX amending Delegated Directive (EU) 2017/593 as regards the integration of sustainability factors and preferences into the product governance obligations.

Además, el texto propuesto incluye una serie de obligaciones para los Estados Miembros que habrán de imponer requisitos de distinta naturaleza sobre las empresas de servicios de inversión para que estas definan de forma detallada su mercado objetivo para cada instrumento financiero; para que establezcan con claridad si los productos financieros cumplen con las necesidades, características y objetivos de su mercado objetivo (teniendo en cuenta el perfil de riesgo, los factores de sostenibilidad y el beneficio del cliente); para que revisen de forma periódica los productos financieros que ofrecen y los servicios que prestan, teniendo en cuenta los riesgos potenciales; y para que cuenten con procedimientos que aseguren que los productos financieros cumplen con las necesidades, características y objetivos del mercado objetivo al que se ofrecen.

El segundo, es la propuesta para modificar el Reglamento Delegado (EU) 2017/565 respecto de la integración de factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en los requisitos de organización y condiciones operativas de las empresas de servicios de inversión¹⁷.

Al igual que la propuesta para modificar la Directiva Delegada 217/593, este segundo texto incluye la definición del concepto “preferencias ASG” y respecto de las definiciones de factores y riesgos de sostenibilidad remite al Reglamento de Divulgación. El texto de la Comisión sigue la propuesta de ESMA y establece que las empresas de servicios de inversión tendrán que considerar los riesgos de sostenibilidad, es decir, “todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo real o posible sobre el valor de la inversión” y lo harán de forma proporcional, teniendo en cuenta la naturaleza, tamaño y complejidad de su negocio, así como la naturaleza y gama de los servicios de inversión y actividades llevadas a cabo en el desarrollo de su negocio. Para todo ello deberán establecer, implementar y mantener políticas para la identificación de estos riesgos. En lo relacionado con las políticas de conflictos de intereses, también las empresas de servicios de inversión tendrán que considerar las preferencias de sostenibilidad de los clientes e informar a estos si sus preferencias ASG se pudieran ver perjudicadas por cualquier conflicto de interés.

Una vez se publiquen estos actos delegados por parte de la Comisión Europea (lo cual se espera que tenga lugar en el primer trimestre de 2021), ESMA procederá a incluir las oportunas modificaciones en sus Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II y Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de MiFID II.

Las modificaciones propuestas permitirán, por un lado, una mejor adecuación de la prestación del servicio de asesoramiento al cliente financiero puesto que este tendrá la ocasión de informar sobre sus preferencias sociales, medioambientales y de

¹⁷ [Draft] Commission Delegated Regulation (EU) .../...of XXX amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of Environmental, Social and Governance (ESG) considerations and preferences into the investment advice and portfolio management.

gobernanza, si es que las tiene, a la hora de invertir, y, por otro, facilitará la difusión y comercialización de productos financieros sostenibles entre el público minorista, puesto que las empresas de servicios de inversión tendrán que tener en cuenta en el proceso de selección de productos sobre los que asesoran que estos incorporan factores ASG si esa es la preferencia del mercado destinatario. Se cumplirá así con lo que dispone MiFID II respecto de la obligación de las empresas de servicios de inversión que, cuando prestan servicios de asesoramiento financiero, deben ofrecer productos idóneos, que respondan a las necesidades de sus clientes e informar a estos de ello, prestando atención a las preferencias ASG que dichos clientes hubieran expresado.

Al introducir estas preferencias en la evaluación de idoneidad se generalizará la práctica de tener en consideración estas preferencias y se difundirá el conocimiento de la existencia de los productos financieros que cuentan con estas características de forma generalizada y estandarizada. Se satisfarán así las preferencias de aquellos inversores que deseen invertir en productos e inversiones financieras con un marcado carácter social o ambiental.

CONCLUSIÓN:

La CNMV es consciente de que las modificaciones que introducirán las reformas específicas propuestas en MiFID II y, con carácter general, otras modificaciones legislativas (como las propuestas para las Directivas AIFMD y UCITS, o las ya introducidas por el Reglamento de divulgación de información sobre sostenibilidad, el Reglamento de Taxonomía y el modificado Reglamento de índices de referencia) afectarán de forma importante al sector financiero español.

En algunos casos, como en el de las obligaciones prescritas por el Reglamento de divulgación, los sujetos obligados en el mercado español son, en su gran mayoría, gestoras de fondos de mediano y pequeño tamaño y, por tanto, la CNMV, comprometida con el fomento de la competitividad del sector español (tal cual se establece también en sus Líneas Estratégicas para 2019 y 2020), velará por la aplicación proporcional y adecuada de la norma sin que ello sea óbice para que la información que llegue al inversor final que desea invertir en productos sostenibles sea clara, de calidad, veraz, concisa, y a la vez, suficiente para ayudarle en su toma de decisión de inversiones.

Así mismo, la CNMV seguirá desarrollando esfuerzos para que el inversor cuente con toda la información necesaria en la toma de decisiones de inversión y para dar a conocer la nueva normativa.

Las finanzas sostenibles son ya una realidad; ejemplo de ello es la cifra de fondos registrados a finales de 2020 en la CNMV que presentan características que responden a los principios de inversión responsable que fijaba INVERCO en su Circular de 2014¹⁸: más de

¹⁸ Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC).

70. Esta cifra todavía está lejos de las existentes en otros países europeos. Lo cierto es que queda mucho camino por recorrer y trabajo por hacer. Por un lado, es necesario seguir dando a conocer los esfuerzos que, en el campo de las finanzas sostenibles, están desarrollando tanto la iniciativa privada como el sector público. Por otro, es preciso garantizar que el inversor tenga a su disposición información clara, transparente y veraz que le ayude a tomar decisiones de inversión informadas y productos que satisfagan sus preferencias. La nueva normativa europea desarrollada en el marco del Plan de Acción de la Comisión vendrá a sentar las bases de un sistema financiero en el que la sostenibilidad tendrá un protagonismo acorde con los compromisos internacionales adquiridos por la Unión Europea, como la Agenda 2030 de Naciones Unidas o el Acuerdo de París para la lucha contra el cambio climático.

Artículo redactado en diciembre de 2019 y revisado en febrero y diciembre de 2020.

5.5. PRINCIPALES TRANSFORMACIONES EN LAS ÁREAS FUNCIONALES DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

ANDRÉS ALONSO

Economista Senior del Banco de España

JOSÉ MANUEL MARQUÉS SEVILLANO

Jefe de la División de Innovación Financiera del Banco de España¹

INTRODUCCIÓN

Una vez revisados todos los aspectos relacionados con el impacto del cambio climático en el sector financiero y el calado que este puede tener en la actividad de los distintos agentes del mercado no resulta sorprendente que muchas entidades se planteen qué cambios son necesarios en su organización para acometer estas tareas del modo más eficiente posible. En este sentido, cabe destacar cómo ha crecido la relevancia del cambio climático en las empresas, pasando de discutirse principalmente en los departamentos de responsabilidad social corporativa (RSC) a, en la actualidad, formar parte de la agenda de áreas como recursos humanos, estrategia, negocio, riesgos, tesorería y financiación, cumplimiento normativo, auditoría interna, incluso comunicación, y por supuesto, el equipo directivo. De hecho, este marcado carácter global se evidencia en que el 90% de las 71 entidades financieras internacionales encuestadas por GARP (2020) en su segundo informe sobre sostenibilidad afirman que las decisiones sobre los riesgos y oportunidades relacionados con el cambio climático descansan a nivel de consejo de dirección².

Por ello, la coordinación en torno a este tema resulta cada vez más necesaria y no es extraño que en muchas organizaciones se planteen la creación de una figura central que gestione todas las iniciativas relacionadas con la sostenibilidad y que permita dar coherencia a todos los proyectos además de reportar una visión de conjunto al comité de dirección. No obstante, dado su carácter novedoso y transversalidad, en otras organiza-

¹ Las opiniones expresadas en este capítulo son en exclusiva las de sus autores y no necesariamente se corresponden con las de la institución en la que trabajan.

² Véase GARP (2020) “Second Annual Global Survey of Climate Risk Management at Financial Firms”.

ciones se ha dividido la responsabilidad entre directivos, unidades de negocio, y equipos de finanzas sostenibles de nueva creación (McKinsey, 2020)³.

Desde el punto de vista de las autoridades financieras preocupa lógicamente que desde las entidades se estén considerando los riesgos asociados al cambio climático, buen gobierno e impacto social de un modo comprensivo. El sector bancario y el asegurador es, probablemente, donde más se ha avanzado en identificar un marco común para ver el tratamiento de los riesgos vinculados con la sostenibilidad, dada su repercusión en la estabilidad financiera⁴. Así, por ejemplo, a los pioneros trabajos sobre la incorporación de los riesgos climáticos por parte de las aseguradoras cabe destacar la reciente publicación de las guías con las expectativas supervisoras sobre la gestión del riesgo de cambio climático en las entidades bancarias⁵, entre cuyas recomendaciones existen menciones expresas a su estructura organizativa. En concreto, bajo el artículo 98 (8) de la Directiva Europea 2013/ 36 (modificada por la Directiva Europea 2019/ 878 - “CRD V”), la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) ha sido mandatada para emitir un informe a mediados de 2021 sobre la posible inclusión de los riesgos ESG (“environmental, social and governance”) en el proceso de revisión y evaluación supervisora. Dicho proceso se compone de un conjunto homogéneo de herramientas para examinar la consideración de estos riesgos desde cuatro ángulos: (i) modelo de negocio, (ii) gobierno interno y riesgos, (iii) capital y (iv) liquidez, lo cual conforma un marco que puede ser de utilidad para evaluar la profundidad de las transformaciones que están ocurriendo en la organización de las entidades financieras.

MODELO DE NEGOCIO

La definición del modelo de negocio que quiere desempeñar una entidad es una decisión estratégica por la cual se posiciona frente a los cambios y transformaciones que se anticipa que ocurran en el medio y largo plazo. En este sentido, tal y como hemos visto en distintos capítulos de este libro, los factores de sostenibilidad constituyen uno de los elementos principales de incertidumbre en el futuro. De este modo, será prioritario el establecimiento de una metodología para la medición del compromiso medioambiental por parte de cada una de las unidades de negocio, así como determinar qué indicadores cuantitativos y cualitativos aportarán más información a la jerarquía a la hora de decidir un posicionamiento estratégico u otro. En definitiva, el equipo directivo deberá ser consciente de la influencia que la variable sostenibilidad tendrá en la elección del nivel de rentabilidad y riesgo óptimo⁶. En esta discusión, en el campo del cambio climático será necesario contar con herramientas como el análisis de escenarios, incorporando además

³ Véase [McKinsey](#) (2020) “Banking imperatives for managing climate risk”.

⁴ Véase [BIS](#) (2020) “Turning up the heat: banking and insurance authorities focus on climate risk assessment in the financial sector”.

⁵ Véase el borrador de la Guía de Expectativas Supervisoras del [Banco Central Europeo](#) (BCE 2020), las expectativas de Banco de [Francia](#) (BdF 2020), o la guía en [Alemania](#) de BaFin (2019), a modo de ejemplo.

⁶ Los factores de sostenibilidad no solo pueden afectar al nivel de riesgo sino que también pueden representar nuevas oportunidades de negocio e influir en la rentabilidad esperada.

asesoramiento científico por parte de expertos ajenos al sector financiero cuando fuese necesario. En este sentido, es frecuente recurrir a la creación de un comité técnico especializado que se encargue de la selección de los objetivos e indicadores de sostenibilidad, o a iniciativas colectivas internacionales como Science Based Targets (SBTi).

La experiencia observada en el mercado demuestra que no existe un único modo para realizar la transición de un modelo de negocio convencional, típicamente conducido por el deber fiduciario y maximización del beneficio económico, a uno alineado con factores medioambientales, de buen gobierno y compromiso social, como actualmente comienza a demandar la sociedad (Elcano, 2019)⁷. En la literatura académica se describen tres vías por las que las entidades han ido incorporando en sus modelos de negocio la sostenibilidad (Nosratabadi et al, 2020)⁸. El primero reside en invertir en la función de RSC, apoyándose en los estudios que vinculan la responsabilidad de las organizaciones con el buen comportamiento financiero gracias a su impacto en la reputación. Un segundo enfoque consiste en liderar con el ejemplo propio, dedicando recursos, por ejemplo, a una gestión energética eficiente de los activos fijos e inmuebles de las organizaciones como señal hacia los clientes, la cual se espera que sea recompensada con un aumento del valor de marca de la institución⁹. Una tercera vía consiste en la oferta de productos financieros que contribuyan a un desarrollo sostenible, reduciendo la huella de carbono y mitigando los efectos de la actividad económica sobre el clima. Esta *última* parece ser la alternativa actualmente más seguida por la mayoría de entidades bancarias líderes en el campo de la sostenibilidad, como queda reflejado en que tres cuartas partes de las entidades encuestadas en GARP (2020) afirmen haber introducido ya, o estar en vías de producir, nuevos productos financieros vinculados a sostenibilidad.

Así mismo, la puesta en acción de la estrategia en torno a la sostenibilidad no solo se apoya en una reorientación de las áreas de negocio sino que suele implicar un cambio de cultura en todo el personal de la entidad, siendo necesaria la participación de áreas como la de comunicación para transmitir tanto interna como externamente el cambio en los valores corporativos, así como las funciones de reporting¹⁰, debido a la gran importancia que en la fase inicial tiene la construcción de buenos datos ESG, o la de recursos humanos a la hora de diseñar incentivos y penalizaciones para lograr los compromisos de la organización. Finalmente, será clave el apoyo del consejo de dirección, debido a la perseverancia requerida en una transformación cuyos resultados no se plasmarán de forma lineal y que conllevará cambios que requerirán tiempo para ser implementados.

⁷ Véase Elcano (2019) “Los españoles ante el cambio climático”.

⁸ Véase Nosratabadi et al (2020) “Sustainable Banking: an Evaluation of the European Business Model”.

⁹ A este tipo de políticas internas de sostenibilidad cada vez se les presta más atención y de hecho es común entre los inversores institucionales el uso de referencias como el índice [GRESB](#) para determinar el grado de cumplimiento de las empresas con respecto a la eficiencia energética de sus inmuebles y activos fijos; así como certificaciones tipo ISO 50001 de cara a señalar el alineamiento con unos estándares mínimos de sostenibilidad.

¹⁰ Véanse iniciativas privadas sobre la estandarización de información climática como, por ejemplo, *Global Reporting Initiative (GRI)*.

GOBIERNO INTERNO Y RIESGOS

Una de las áreas que afronta un reto más importante es la dedicada a la gestión de riesgos. En el caso del cambio climático, por ejemplo, la consideración de riesgos físicos y de transición impacta en distintos ámbitos operativos, desde el riesgo de mercado en las carteras de inversión, a aspectos de liquidez o al riesgo de crédito y operacional. De hecho, según GARP (2020) el 93% de las entidades encuestadas no dispone de un equipo de riesgos especializado dada la consideración del cambio climático como un factor de riesgo transversal.

Debido a este carácter global, en muchos casos la orientación suele complementarse con la adhesión a compromisos a nivel de organización de neutralidad en términos de carbono, como puede ser la red Net Zero Alliance a nivel de gestoras de activos o la firma de los Principios de Banca Responsable, que conllevan de hecho un mayor seguimiento, exigencia de información y transparencia en todas las facetas relacionadas con la sostenibilidad, involucrando desde áreas financieras de negocio a unidades administrativas. Es precisamente la creciente importancia que estos compromisos toman desde un punto de vista reputacional y legal lo que está llevando a otra importante transformación, como es el mayor peso que están tomando las áreas de auditoría interna y gobierno interno en su función de responsables del debido cumplimiento en tiempo y forma de dichos acuerdos.

CAPITAL Y LIQUIDEZ

Resultará decisiva igualmente la adaptación de las áreas encargadas de las funciones de financiación e inversión, dado el impacto que materialmente podrá tener sobre el capital y la liquidez la cristalización de algún evento adverso relacionado con factores sostenibles, desde catástrofes naturales hasta crisis de gobierno corporativo¹¹. En el caso del capital, si bien estos sucesos podrían calificarse como de baja frecuencia su impacto sería notablemente elevado, pudiendo afectar significativamente al cálculo del colchón con el que deben contar las entidades para pérdidas no esperadas. En cuanto a la liquidez, las *áreas* vinculadas con la gestión del balance deberán incorporar en sus modelos financieros para el cálculo de las necesidades de captación de fondos variables vinculadas con la sostenibilidad, como por ejemplo la posibilidad de justificar las emisiones de deuda con activo nuevo sostenible en aquel endeudamiento realizado bajo unos principios de sostenibilidad, o la medición del retorno de las inversiones, no sólo financiero, sino social o medioambiental. En este sentido, la operativa diaria deberá adaptarse a estas necesidades de justificación y transparencia, por lo que tomarán

¹¹ Entre los ejemplos reportados en GARP (2020) para manifestar el compromiso de los consejos de dirección en relación al clima se encuentran, entre otros: (i) la presentación por parte de un experto sobre sostenibilidad al consejo general, (ii) la consideración de informes relativos al clima en los procesos de ICAAP e ILAAP, (iii) la medición de huella de carbono para su presentación en la memoria o informes de sostenibilidad, (iv) o la aprobación por parte del consejo en la decisión de apertura o cierre de líneas de contrapartida a empresas altamente contaminantes.

importancia operaciones como, por ejemplo, el descuento de efectos comerciales con clientes comprometidos con estándares y proyectos de sostenibilidad por parte de los equipos de tesorería.

CONCLUSIÓN

Las entidades pioneras en la consideración de factores de sostenibilidad comenzaron esta andadura generalmente basándose en el conocimiento generado desde las áreas de RSC, el cual progresivamente se fue extendiendo con gran capilaridad a otras áreas de negocio mayoritariamente debido a la popularización de la oferta de productos financieros vinculados a sostenibilidad.

Conforme la gestión de la sostenibilidad se ha ido haciendo *más compleja en áreas como el cambio climático*, donde científicamente más se ha avanzado, y han comenzado a surgir requerimientos regulatorios de forma paralela, se ha ido extendiendo la necesidad de desarrollar un conocimiento especializado en áreas como la gestión de riesgos, el diseño estratégico o la financiación. Además, pensando en el futuro cercano, la inclusión de la sostenibilidad en la cultura corporativa exige la involucración de otras áreas como recursos humanos, comunicación o incluso las funciones relacionadas con la digitalización y la tecnología, por ejemplo, para la consecución de una mayor eficiencia energética en la propia organización. En este sentido, ante la importancia de alcanzar resultados reales en el avance hacia un negocio responsable y de garantizar que todas las áreas evolucionan en el mismo sentido, la estrategia más seguida es la de nombrar un responsable común de todas las actuaciones en torno a la sostenibilidad, figura que normalmente reside en el máximo responsable de riesgos financieros o CRO, por sus siglas en inglés (GARP, 2020).

Sea cual sea la estrategia seguida hacia la sostenibilidad, descentralizada en las unidades de negocio o jerarquizada en el consejo de dirección, todos los caminos confluyen en un sistema financiero más robusto y comprometido con el planeta, incorporando el impacto con el medioambiente y la dimensión social en el tradicional proceso de decisión que hasta ahora pivotaba exclusivamente en el binomio rentabilidad y riesgo.

En cualquier caso, dado el extenso horizonte en el que se puede materializar el cambio climático, y a pesar de que la sensibilización es cada vez mayor por esta cuestión, lo cierto es que aún nos queda un largo recorrido en la transformación hacia un modelo de negocio sostenible, como demuestra el hecho de que mientras el 80% de las entidades encuestadas en GARP (2020) se considera resiliente a un plazo de 5 años, únicamente un 10% confía en la robustez de su modelo ante potenciales materializaciones del cambio climático en un escenario a 15 años vista.

BIBLIOGRAFÍA

- BaFin (2019). *Guidance Notice on Dealing with Sustainability Risks*.
BCE (2020). *Guide on climate-related and environmental risks*.

- BdF (2020). *Governance and management of climate related risks by French banking institutions: some good practices.*
- BIS (2020). *Turning up the heat: banking and insurance authorities focus on climate risk assessment in the financial sector.*
- GARP (2020). *Second Annual Global Survey of Climate Risk Management at Financial Firms. Mapping out the Continuing Journey.* Jo Paisley and Maxine Nelson, 2020.
- Elcano (2019). *Los españoles ante el cambio climático.* Lara Lázaro Touza, Carmen González Enríquez y Gonzalo Escribano Francés. 24/9/2019.
- McKinsey (2020). *Banking imperatives for managing climate risk.*
- Nosratabadi et al (2020). *Sustainable Banking: an Evaluation of the European Business Model.* S. Nosratabadi, G. Pinter, A. Mosavi, S. Sempenger. Sustainability, n°12.

5.6. COMPETENCIAS NECESARIAS PARA CAMBIAR LAS FINANZAS Y FINANCIAR EL CAMBIO

CAROLINA YAZMÍN LÓPEZ G.

Representante en Chile y Coordinadora de Capacitaciones a nivel mundial

Iniciativa Financiera de ONU Ambiente (UNEP FI)

RESUMEN

Cada vez hay más conciencia de parte de las instituciones financieras sobre el relevante rol que tienen como intermediarios financieros para catalizar recursos hacia un desarrollo sostenible, bajo en carbono y resiliente al clima, gracias en buena parte a la sensibilización y creación de capacidades que se ha ido creando a lo largo de los últimos treinta años. Aunque existen esfuerzos en instituciones financieras para el fomento y fortalecimiento de conocimientos y capacidades en torno al gobierno corporativo, a la gestión de los riesgos ambientales, climáticos, y sociales, a la financiación de productos y servicios sostenibles, y a la ecoeficiencia corporativa, aún falta mucho camino por recorrer para lograr la inclusión de lineamientos ambientales y sociales en sus operaciones, siendo fundamental que dichas instituciones tengan un mayor foco en la visión y estrategia “forward looking” con un horizonte de análisis para gestionar mejor los riesgos y oportunidades pensando en la sostenibilidad a largo plazo, y en el triple impacto (ambiental, social y económico) de los financiamientos.

INTRODUCCIÓN

Las instituciones financieras, las cuales viabilizan en mayor o menor medida las actividades económicas, se encuentran cada vez más expuestas a los temas ambientales y sociales. Esta exposición se da de forma directa, a través del apoyo a la estructuración de los proyectos, o indirecta, financiándolos.

La **gestión de riesgos ambientales y sociales** ha sido un tema relevante para el sector financiero dado que los problemas de las inversiones debido a estos riesgos pueden tener

impactos graves en la capacidad de quienes financian en compensar sus deudas y realizar un aumento en la inversión, así como riesgos reputacionales debido a la opinión pública negativa sobre el financiamiento de proyectos con alto riesgo en el medio ambiente o en las comunidades.

Dentro de este paraguas de riesgos ambientales y sociales, la **gestión de riesgos climáticos** también es un tema de suma importancia para el sistema financiero, y ha ganado un mayor protagonismo desde 2015 debido a las crecientes evidencias científicas, la presión de la sociedad civil y las iniciativas sectoriales e internacionales en este sentido. El sector financiero ha de identificar, evaluar, gestionar y divulgar los riesgos climáticos, los cuales pueden ser físicos y de transición (hacia una economía baja en carbono y resiliente al clima).

No solo una apropiada gestión del riesgo es importante. El aprovechamiento de las oportunidades es fundamental para instituciones de esta naturaleza con el fin de fomentar la sostenibilidad. El sector financiero es un actor clave en el camino a la sostenibilidad a través de los **productos sostenibles** que ofrece, financiando así energías renovables, eficiencia energética, gestión sostenible de uso de la tierra, Pymes dirigidas por mujeres, entre otros.

Además, las instituciones reconocen también las ventajas de las **operaciones internas** beneficiosas para el medio ambiente (programas de reducción del uso de energía o del uso más eficiente de la misma, gestión de residuos, programas de formación a empleados, clientes y proveedores).

La firma del Acuerdo de París sobre cambio climático, la adopción de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y el acuerdo de Adís Abeba sobre financiación para el desarrollo sostenible, en 2015, subrayan la importancia de integrar criterios de sostenibilidad ambiental y social en el sistema financiero. Estos compromisos adoptados por casi todos los países del mundo han acelerado la toma de medidas de parte del sistema financiero para adaptarse a los desafíos y las nuevas exigencias emergentes de estos acuerdos internacionales.

Cada vez hay más conciencia de parte de las instituciones financieras sobre el relevante rol que tienen como intermediarios financieros para catalizar recursos hacia un desarrollo sostenible, bajo en carbono y resiliente al clima, gracias en buena parte a la sensibilización y creación de capacidades que se ha ido creando a lo largo de los últimos treinta años. La **capacidad** puede entenderse como la potencialidad de hacer una cosa. Implica poder, aptitud, pero es un *concepto estático*. La **competencia** es la plasmación de esa potencialidad en acto, es decir, la **capacidad** llevada a contextos determinados, concretos, ligados a la acción. Se trata de un *concepto dinámico*.

CREACIÓN DE CAPACIDADES EN FINANZAS SOSTENIBLES

Los bancos estadounidenses en los años ochenta fueron los primeros en desarrollar sistemas de evaluación de riesgos ambientales de los créditos. En los noventa comenzaron los bancos europeos con un enfoque más amplio, incorporando la administración

de riesgos, y el desarrollo de nuevos productos como algunos fondos de inversión que tenían en consideración el medio ambiente.

En 1998, *Schmidheiny y Zorraquín* en su libro *Financing Change*¹, ya mencionaban sobre algunos de los cambios estructurales que debían de realizar los bancos para que integraran los aspectos ambientales, entre los cuales se mencionaba la importancia de tener una mirada de largo plazo a favor de ingresos futuros en las inversiones de largo plazo en lugar de buscar retornos en el corto plazo; incluyendo los riesgos y oportunidades ambientales en sus sistemas de gestión y reportes a pesar de la dificultad en su medición y del potencial aumento de los costos reflejados en los balances; y mencionaban también la importancia de realizar altas inversiones en los países en desarrollo en lugar de castigarlos con altas tasas de riesgo-país por considerarlos como riesgosos.

La actividad de los bancos está orientada a prestar servicios financieros al mercado a través de sus productos, con sus requisitos, condiciones y exigencias. Precisamente en esa situación es donde se presenta el mayor impacto de los bancos, pues sus clientes, con sus actividades en el desarrollo de sus proyectos pueden impactar negativamente el medio ambiente. La responsabilidad por cualquier daño o impacto negativo al medio ambiente o a la sociedad no debería de recaer solo en el cliente, si no que debería ser compartida, es decir, las entidades bancarias deberían involucrarse junto a sus clientes, en el análisis de los potenciales impactos negativos y, por lo tanto, en la búsqueda de soluciones para transitar hacia la sostenibilidad. De hecho, en Brasil, el Sistema Judicial entiende que las instituciones financieras poseen “responsabilidad compartida” con sus clientes, y una multa para estos últimos también se convierte en una penalización para los primeros. Además, aunque esto no ocurra en todos los países, la sociedad civil y el propio mercado pueden “penalizar” a dichas instituciones. Entonces, aunque no existan penalizaciones regulatorias formales, existe el impacto reputacional.

La dificultad de medición se agrava por el hecho de que tratar de reducir dichos efectos, significa de alguna forma interferir o imponer algunas medidas en las operaciones internas de sus clientes, lo cual los bancos no siempre están dispuestos a hacer. Sin embargo, se busca que actúen buscando formar conciencia en sus clientes sobre las consecuencias de dichos impactos, mas no que tengan un rol de verificadores. Los riesgos ambientales y sociales deben preverse, y si se consideran adecuadamente pueden convertirse en oportunidades de negocios, que al final beneficiarán no solo al ambiente y la sociedad, sino también a los clientes y a los bancos.

Es necesario que el sector financiero integre la sostenibilidad en la estrategia y política de la institución, siendo una iniciativa de negocio; con una visión, convicción y apoyo del Gobierno Corporativo y la alta gerencia de la institución; y que se asignen recursos logísticos y presupuestarios. Este proceso requerirá tomar responsabilidades y acciones a todos los niveles y transversalmente en todas las funciones claves de la institución financiera. Será importante que la institución financiera no confunda una oferta real con “greenwashing” (lavado de imagen) puesto que el mero ejercicio publicitario y de marke-

¹ S. Schmidheiny y Federico J.L. Zorraquín (1998), *Financing Change: The financial community, eco-efficiency and sustainable development*, World Business Council for Sustainable Development, MIT.

ting puede acabar volviéndose contra la institución que no ofrece una propuesta de valor real integrada en su oferta a sus clientes.

El sector financiero viene avanzando en su abordaje sobre la sostenibilidad. Si antes se tenía una visión de exclusión de clientes (de acuerdo con su sector de mayor impacto potencial negativo o prácticas específicas), o de enfoque en unos pocos sectores con mayor impacto potencial positivo, actualmente las instituciones financieras se involucran más con el cliente e identifican riesgos y oportunidades. O sea, no se trata de excluirlo, sino de trabajar en conjunto para que éste avance hacia las mejores prácticas posibles, independiente de su sector.

Entre los actores internos están los empleados, accionistas, directores, e incluso a los clientes se les consideran de este grupo. Entre los actores externos, están los proveedores, competencia, gobierno, ONG, organismos internacionales, y la sociedad en su conjunto.

Entre los actores, es posiblemente la sociedad, la de mayor impacto, no solo por englobar a los demás, sino por ser la que crea tendencias en torno a formas de vida; es ella la que, a través de sus preferencias, de forma indirecta presiona a las instituciones financieras para que integren la sostenibilidad, revisando así sus sistemas internos. Las instituciones financieras como cualquier otra empresa, se deben a sus clientes, por lo tanto, algunos ya han actuado y otros probablemente lo harán; en cualquier caso, en respuesta a las necesidades de la clientela.

Entre los grupos de presión y como miembros de la sociedad civil, pero con intereses más organizados y menos difusos, se encuentran las ONG, cada una con diferentes preocupaciones o formas de actuar, pero todas con el objetivo de lograr que la sociedad (incluyendo las instituciones financieras), tomen conciencia sobre los riesgos ambientales, climáticos y sociales, y las oportunidades que ello presenta.

Otro sector importante es el Gobierno, en cuanto a su función natural de regular aquellas actividades o sectores que el mercado por sí solo no puede. El medio ambiente está sujeto a la intervención gubernamental en cuanto a fijación de normas o leyes; y esto lleva a los bancos a asumir algunas posiciones previendo las consecuencias de las disposiciones que puedan surgir.

Pensar de manera sostenible implica varias cosas, pero lo más importante es tomar conciencia; y para ello el elemento clave es la información y la comunicación; por lo tanto, el papel de la prensa es muy relevante². En el mismo rol de crear conciencia e influir en el cambio de la manera de trabajar, fundamentalmente en las economías emergentes y en desarrollo, están los organismos multilaterales de desarrollo.

Es importante reconocer que el cambio de actitud y la incorporación de la sostenibilidad en el entorno financiero se debe en buena medida a la influencia de los bancos multilaterales de desarrollo, como la Corporación Financiera Internacional (IFC) del Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la CAF - Banco de De-

² Proyecto Ecobanking / INCAE Business School y UNEP FI. *La Banca Sostenible*. Tomado y adaptado del capítulo 2 escrito por Víctor Centurión, del libro "Ecobanking: Opciones para una banca sostenible". Demetrio Polo-Cheva, Edgar Rojas. 2004.

sarrollo de América Latina, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD), entre muchos otros. Estas instituciones han exigido a sus clientes que son entes financieros que integren los lineamientos ambientales y sociales, y para ello han solicitado que el personal relevante se capacite en temáticas como “Sistema de Administración de Riesgos Ambientales y Sociales (SARAS)” debido a que los riesgos ambientales y sociales pueden afectar la operación financiera y no tener en cuenta estos riesgos puede ocasionar riesgo crediticio, de garantía, reputacional, entre otros. Esto se ha dado en mayor medida en países en desarrollo y emergentes como en América Latina y el Caribe, África y Oriente Medio, y Asia-Pacífico, donde las multilaterales y bilaterales tienen mayor presencia y por ende pueden ejercer mayor influencia en las instituciones a las que otorgan créditos o en las que invierten. Los recursos de asistencia técnica de dichas instituciones, después de enfocarse durante años en la gestión de riesgos y creación de capacidades en este sentido, actualmente tienen el foco también en las oportunidades, a través de la creación de líneas verdes, principalmente.

En 2003, diez bancos internacionales adoptaron inicialmente los Principios de Ecuador³ del IFC del Banco Mundial. Los Principios de Ecuador son un conjunto de directrices ambientales y sociales voluntarias para los préstamos para financiamiento de proyectos. Ofrecen un marco para que las instituciones financieras gestionen las cuestiones ambientales y sociales relacionadas con los proyectos que financian en cualquier parte del mundo y dentro de todos los sectores industriales, como la minería, el petróleo y el gas, y la silvicultura. Los Principios de Ecuador se basan en las Normas de Desempeño del IFC⁴ y se aplican a los proyectos que superan los US\$10 millones. Las instituciones financieras que han adoptado los Principios de Ecuador se comprometen a aplicar políticas y procesos internos congruentes con estos principios. A enero de 2021, 114 instituciones financieras de 37 países han adoptado los Principios de Ecuador.

ACTORES Y GENERACIÓN DE CAPACIDADES

Diversas organizaciones han desarrollado y ofrecen capacitaciones relacionadas con el desarrollo sostenible en el sistema financiero. Los pioneros han sido los Bancos Multilaterales para sus propios clientes sobre diversas temáticas relacionadas con la gestión de los riesgos ambientales y sociales, financiación de productos verdes, entre otros.

La Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI)⁵, alianza estratégica entre ONU Ambiente y el sector financiero a nivel

³ <https://equator-principles.com/>

⁴ https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Sustainability-At-IFC/Policias-Standards/Performance-Standards

⁵ UNEP FI fue establecida en 1992 en la Cumbre de la Tierra de Río con la misión de identificar y promover la adopción de las mejores prácticas ambientales y sociales en las instituciones financieras y en todos los niveles de sus operaciones. Tiene como lema “cambiar las finanzas y financiar el cambio”. El rol inicial de educación e información fue evolucionando, hasta convertirse hoy en un catalizador de experiencias, siendo la premisa que las entidades financieras aprendan por conciencia y propia experiencia, aplicando las buenas prácticas de otras instituciones. Tiene como uno de los enfoques claves la capacitación de profesionales

mundial que incluye a más de 355 instituciones financieras y más de 100 Instituciones de Apoyo, ofrece junto a aliados importantes como Proyecto Ecobanking/INCAE Business School, una amplia gama de capacitaciones virtuales y presenciales sobre diferentes temáticas relevantes para generar el conocimiento con el fin de que el sector financiero pueda desarrollar las competencias necesarias para integrar los aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en sus procesos internos. Hasta la fecha, se han capacitado a más de 10.000 personas de todos los continentes, teniendo cada persona un efecto multiplicador al llevar el mensaje de lo aprendido a sus instituciones, colegas y otros actores que también juegan un rol preponderante.

De UNEP FI han nacido los Principios de Inversión Responsable (en conjunto con Pacto Global de la ONU), los Principios de Seguros Sostenibles, los Principios de Banca Responsable, la Iniciativa de Bolsas de Valores Sostenibles (en conjunto con UNCTAD, PRI y Pacto Global), entre otras muchas más iniciativas. UNEP FI por ende tiene una voluntad y claridad en su mensaje sobre la necesidad de mejorar las prácticas actuales del sector financiero, sumando a los conocimientos técnicos, las herramientas, experiencias, capacidades y el deseo de trabajar en conjunto con los tres sectores fundamentales del sistema financiero internacional como son la banca, las aseguradoras e inversionistas institucionales.

Sistema de Administración de Riesgos Ambientales y Sociales (SARAS)

Es muy importante que los gerentes, jefes y funcionarios vinculados a las áreas de análisis de riesgo de banca corporativa, inversiones, y banca comercial, creen capacidades en torno al SARAS, aprendiendo sobre cómo los riesgos ambientales y sociales pueden tener un impacto sobre las ganancias y el valor de una compañía (incluyendo a los bancos). A través de la implementación de herramientas de análisis y gestión de riesgos ambientales y sociales, que faciliten la identificación, evaluación y administración de riesgos generados por las operaciones de sus clientes, se permite a las compañías sobresalir en el mercado al contar con un sólido manejo de las cuestiones ambientales y sociales, permitiendo incluso la creación de nuevas posibilidades de ganancias.

Los principales beneficios que pueden obtener tanto la empresa como el banco son la minimización de los riesgos, reducción de los costos, apertura de nuevas fuentes de ingresos (como los productos sostenibles y fondeo internacional), mejora de la reputación a través del mercadeo y las comunicaciones, y afinidad con la comunidad.

UNEP FI ofrece el programa de capacitación de “Análisis de Riesgos Ambientales y Sociales (ARAS)” desde 2005, y esta es una de las capacitaciones más respetadas sobre el tema a disposición de los profesionales de todo el mundo, ofrecido en inglés, francés, español, chino, portugués, japonés, entre otros idiomas.

En 2016, UNEP FI mandó una encuesta a los bancos que tomaron el curso, y según casi el 80% de los bancos que rellenaron la encuesta respondieron que los conocimien-

como medio clave para lograr la integración de las mejores prácticas de sostenibilidad en el sector financiero.
<https://www.unepfi.org/>

tos y habilidades ambientales y sociales que adquirieron en el curso virtual de ARAS contribuyeron a fortalecer la capacidad de gestión ambiental y social de sus organizaciones. Los demás afirmaron que sus nuevas habilidades y conocimiento no estaban contribuyendo a fortalecer la capacidad de sus organizaciones debido a falta de personal con conocimiento y experiencia en temas ambientales y sociales para hacer una real diferencia, porque los asuntos ambientales y sociales no eran formalmente una parte de la toma de decisiones de la institución o por falta de compromiso de la alta gerencia.

El Programa de Capacitación de ARAS ha tenido un papel importante para incorporar y catalizar los diálogos nacionales. UNEP FI ha ayudado a catalizar la creación de una serie de marcos nacionales para la banca sostenible y continúa apoyándolos a medida que se desarrollan. Algunos ejemplos incluyen los Principios Nacionales de Banca Sostenible de Nigeria (2012), el Protocolo Verde de Colombia (2012), la Iniciativa de Finanzas Sostenibles de Kenia (2014), entre muchos otros.

En América Latina y el Caribe, el sector financiero ha evolucionado de gestión de riesgos (ambientales y sociales) a aprovechamiento de oportunidades (financiamiento de productos y servicios sostenibles), y por otra parte ha habido una evolución de autorregulación y medidas voluntarias a través de Protocolos Verdes o de Sostenibilidad⁶ hacia regulación (como en el caso de Brasil, Panamá, Paraguay y Perú, con normas específicas sobre riesgos ambientales y sociales al sistema financiero) y podemos ver que la concienciación y capacitación han sido uno de los primeros pasos para gestar los diálogos nacionales para avanzar la agenda de Finanzas Sostenibles.

Ecoeficiencia Corporativa en Instituciones Financieras (ECIF)

Otra competencia relevante a desarrollarse es sobre Ecoeficiencia Corporativa en Instituciones Financieras (ECIF), la cual busca promover el uso eficiente de los recursos que contribuyen a la ejecución de las operaciones internas y externas propias del sector financiero, a través de cinco aspectos claves mediante los cuales las entidades financieras producen un impacto directo sobre el medio ambiente (agua, energía, transportes, edificios y proveedores).

Posiblemente el uso de energía sea el de mayor impacto; y cada impacto tiene sus propias recomendaciones. Sin embargo, puede existir dificultad de medición de dichos impactos, y aun siendo medidos, no se pueden comparar con otras industrias. Existen algunos estándares utilizados por varios bancos como mecanismo de medición de sus procesos de conversión en bancas sostenibles.

Aquí tiene un rol importante todo el personal de la institución financiera, pero sobre todo las personas vinculadas a las áreas de operaciones, costos, compras y adquisición de activos, que, con un prudente manejo de sus operaciones internas, puede ser considera-

⁶ Un Protocolo Verde o de Sostenibilidad es un acuerdo voluntario que surge del sector financiero (junto con el sector gubernamental en muchos países). El Protocolo Verde en general cuenta con las siguientes áreas principales: 1) Sistema de Administración de Riesgos Ambientales y Sociales (SARAS); 2) Ecoeficiencia Corporativa en la Institución Financiera (ECIF); 3) Financiación de productos y servicios sostenibles; y 4) Transparencia y divulgación.

ble el ahorro de costos. Instituciones financieras que tienen presencia en alrededor de 100 países y pueden llegar a tener aproximadamente 200.000 empleados, por ejemplo, o el conjunto de instituciones financieras de una región entera, como Europa o América Latina y el Caribe, pueden llegar a tener un impacto ambiental enorme y cuantioso.

Para las instituciones financieras, los impactos indirectos, a través de sus operaciones crediticias o de estructuración de proyectos, son los más importantes tanto en términos de los efectos para el medio ambiente como a la sociedad, debido al nivel de efectos financieros adversos a los cuales se exponen. Sin embargo, estas iniciativas internas son importantes no solo para minimizar costos internos y reducir la exposición a riesgos climáticos físicos, por ejemplo, así como también para dar ejemplo a sus clientes –y a la sociedad en general. Es decir, si requieren algo en este tema en sus operaciones de crédito, es porque también lo hacen internamente, mostrando así coherencia.

Financiación de productos y servicios sostenibles

Es de gran relevancia la generación de capacidades en cuanto a la financiación de productos y servicios sostenibles, como por ejemplo sobre Financiación de Eficiencia Energética, Energías Renovables, gestión de residuos, economía circular, entre muchos otros.

Es importante señalar la diferencia entre los productos sostenibles y los bonos sostenibles. Los primeros son líneas de crédito que financian clientes/proyectos con impacto ambiental y/o social positivo. Los bonos verdes, sociales y sostenibles u ODS son mecanismos de obtención de fondeo para el financiamiento de clientes/proyectos de instituciones financieras (u otras empresas). Estos bonos pueden materializarse a través de líneas sostenibles (verdes o sociales), proyectos específicos, etc.

La creación de capacidades sobre instrumentos financieros como los Bonos Verdes, Sociales y Sostenibles u ODS, para el financiamiento o re-financiamiento de actividades o proyectos amigables con el medio ambiente y las comunidades, ha emergido en los últimos años para promover el desarrollo de un crecimiento más ecológico y más inclusivo e involucra a inversores de este tipo de bonos, emisores, verificadores/proveedores de segunda opinión, reguladores financieros, entre otros.

El desarrollo de un mercado local de bonos sostenibles tiene como objetivo crear la oportunidad para que los emisores del sector público y privado accedan al capital para financiar sus proyectos “sostenibles” emitiendo y listando bonos ODS (verdes, sociales y sostenibles) en sus Bolsas de Valores nacionales. UNEP FI ha tenido un papel importante en la difusión del conocimiento y creación de capacidades sobre esta temática, junto con aliados relevantes como el Climate Bonds Initiative (CBI).

Inversión Responsable

Organizaciones como Principios de Inversión Responsable (PRI) y UNEP FI proporcionan también conocimiento y generan capacidades sobre Inversiones Responsables para promover la integración de los aspectos Ambientales, Sociales y de Gobierno Cor-

porativo (ASG) en el análisis y toma de decisión de la inversión, con foco en todos los actores relevantes del ecosistema financiero.

Aunque muchas instituciones financieras poseen sus áreas de gestión de activos “asset management” (u “ownership”), hay inversionistas institucionales que no son considerados como instituciones financieras (fondos, por ejemplo) que pueden y deben integrar también los temas ASG en sus decisiones y operaciones.

Identificación, evaluación, gestión y divulgación de los riesgos climáticos

Desde 2015, se ha relevado la importancia de la identificación, evaluación, gestión y divulgación de los riesgos climáticos más allá de los riesgos ambientales y sociales, dado que el riesgo climático es considerado como un riesgo financiero y por ende un riesgo sistémico. El cambio climático es reconocido como una amenaza importante para la estabilidad de los sistemas económicos, sociales y geopolíticos a nivel global.

Existe una creciente demanda hacia las organizaciones para que evalúen, comprendan e informen adecuadamente sobre sus riesgos relacionados con el clima. En esta línea, la Junta de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board-FSB, en inglés) organismo internacional que busca la eficacia y estabilidad del sistema financiero internacional y que está conformado por los países miembros del G-20 con sus Ministerios de Finanzas y Bancos Centrales como miembros principales, creó en 2015 el Grupo de Trabajo sobre las Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima (Task Force on Climate related Financial Disclosures-TCFD en inglés) para desarrollar principios de actuación que permitieran incorporar los impactos del cambio climático en los estados financieros de la compañías.

Mark Carney, ex-Presidente de la Junta de Estabilidad Financiera (FSB) y ex-Gobernador del Banco de Inglaterra, ha advertido en los últimos años al sector financiero sobre las “profundas implicaciones” del cambio climático para la estabilidad financiera y la economía. UNEP FI junto con un grupo piloto de bancos de todo el mundo, elaboraron en una 1ª fase (2018) un par de reportes que se publicaron en 2018, tras haber seguido las recomendaciones de TCFD las cuales se clasifican en cuatro áreas (Gobernanza, Estrategia, Gestión de Riesgos, y Métricas y Objetivos) y las cuales ayudan a entender cómo medir y gestionar los riesgos relacionados con el clima. Un reporte es sobre los riesgos físicos (meteorológicos, hidrológicos) y el otro es sobre los riesgos de transición (de mercado, reputacionales, por cambio en las normativas y regulaciones, cambio en las preferencias de los consumidores, cambio en la tecnología). En base a esta información, UNEP FI desarrolló en 2018 el Curso Virtual sobre “Cambio Climático y TCFD: Riesgos y Oportunidades para el Sector Bancario”, que ha tomado la industria bancaria, así como reguladores financieros como Bancos Centrales, Superintendencias, Ministerios de Hacienda, entre otros.

Dicho curso se actualiza anualmente, habiendo integrado los resultados de los grupos pilotos de bancos de la fase 2 (2020)⁷.

⁷ <https://www.unepfi.org/climate-change/tcf/tcf-for-banks/>

Sostenibilidad en las Cooperativas de Ahorro y Crédito

En los últimos dos años se han realizado numerosas capacitaciones sobre Finanzas Sostenibles de forma transversal para el sector financiero y también para entidades de la economía solidaria como cooperativas de ahorro y crédito debido al creciente interés de estas últimas en la sostenibilidad. Desde el 2019, la Confederación Latinoamericana de Cooperativas de Ahorro y Crédito (COLAC) y la Confederación Alemana de Cooperativas (DGRV) junto con UNEP FI han realizado varias actividades de concienciación y capacitación para dicho sector.

Cabe señalar que todas las iniciativas mencionadas en este capítulo se aplican independientemente del tamaño de la institución financiera. Lo más importante es que estén adaptadas a sus objetivos y capacidades.

Finanzas Sostenibles en las Universidades

A lo largo de los años, se ha ido tejiendo un vínculo entre instituciones financieras, Asociaciones de Instituciones Financieras, ONG (como WWF) e incluso Universidades en torno a las Finanzas y la sostenibilidad. Estas instituciones se han ido dando cuenta de que el desarrollo sostenible no es posible sin la movilización de recursos de dicho sector.

Algunas Universidades ya están integrando las Finanzas Sostenibles como asignatura opcional en sus carreras de pregrado y desarrollando Diplomados Universitarios sobre Finanzas Verdes o Climáticas. El primer Diplomado Universitario sobre Finanzas Sostenibles en habla hispana, transversal a todo el sistema financiero, y cubriendo todas las áreas relevantes de las Finanzas Sostenibles, se realizó por primera vez entre UNEP FI y la Universidad Finis Terrae (Chile) y comenzó en marzo de 2020.

Los estudiantes son los actuales o futuros profesionales y a quienes hay que prepararles para un mercado laboral acorde al siglo 21, a las necesidades presentes y futuras de la sociedad, volviéndoles también más competitivos. Actualmente cada vez más las Universidades de todo el mundo están viendo cómo ir integrando la sostenibilidad y las Finanzas Sostenibles, incluso auditores quieren seguir explotando el tema.

NECESIDADES DE CAPACITACIÓN EXPRESADAS POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En numerosas encuestas que se han realizado al sector financiero sobre el Desarrollo Sostenible en el Sistema Bancario de ciertos países en específico, o a nivel regional, o incluso sobre cómo el sector financiero está gestionando los riesgos y oportunidades del Cambio Climático, vemos que una vasta mayoría dice ser imprescindible el fortalecimiento de capacidades. Por ejemplo, en la encuesta que se realizó en 2016 sobre “El Desarrollo Sostenible en el Sistema Bancario de Chile”⁸, el 100% de los bancos encuestados argumentó que, entre los obstáculos más significativos para promover la integración de

⁸ <https://www.unepfi.org/publications/banking-publications/desarrollo-sostenible-en-el-sistema-bancario-chileno/>

los criterios ambientales y sociales, se encontraba la falta de entrenamiento y/o conocimiento para promover mercados verdes, prácticas ambientales, sociales y/o proyectos de reducción de emisiones de gases efecto invernadero, entre otros.

Una de las grandes necesidades en cuanto a las capacidades requeridas en los bancos de forma general es contar con especialistas ambientales y sociales dentro de la institución. Se ha visto una evolución en que empleados de los bancos se han capacitado en temas a nivel de carrera en medio ambiente y asuntos sociales. Estos profesionales han de interactuar con consultores externos ambientales y sociales, han de verificar la información de los reguladores ambientales y sociales, entre otros. Es una capacidad que no está muy bien desarrollada al interior de la organización. Sin embargo, es una necesidad ineludible el tener a más de una persona que sepa de estos temas, y que lo sepa transcribir al idioma de los banqueros.

En muchos casos, los conocimientos sectoriales son muy relevantes. Se ve que, en muchos casos, los especialistas sectoriales ya analizan los temas ambientales y sociales, pero no ponen esta “etiqueta” en este conocimiento. Por ejemplo, especialistas en agricultura ya hablan del uso intensivo de químicos, impactos físicos de eventos climáticos extremos, etc.

Por lo tanto, no solo la creación de capacidades es importante, sino también la organización y sistematización del conocimiento existente internamente. Así, se vuelve mucho más fácil la diseminación interna de estos temas, pues las instituciones financieras entienden que no están empezando desde cero.

En una encuesta que UNEP FI y la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) realizaron en 2012 sobre “Integración de la sostenibilidad en las instituciones financieras Latinoamericanas”, el 78% de las 85 instituciones encuestadas de 19 países, afirmaba ofrecer a sus empleados programas de capacitación específica en el tema de sostenibilidad.

Actualmente muchas instituciones financieras, en especial las que compiten globalmente, incorporan los riesgos y oportunidades ASG en sus políticas. Con la globalización y el avance de la tecnología de la información, la competencia se encuentra en cualquier parte del mundo. Esa fuerte competencia, sumada a otros elementos como los intereses, opiniones, presiones, y conciencia, entre otros, lleva a las entidades financieras a asumir algunas posturas relacionadas con la sostenibilidad.

A finales de 2019, UNEP FI y la CAF, con el apoyo de FELABAN, realizaron una encuesta sobre “Cómo los bancos de América Latina y el Caribe incorporan el cambio climático en su gestión de riesgos” y entre las recomendaciones tras analizar los resultados, se destaca lo siguiente:

- La necesidad de realizar capacitaciones para sensibilizar respecto a las recomendaciones del TCFD, teniendo como objetivo llegar a niveles estratégicos de la organización y de esta forma integrar la gestión de riesgos a la estrategia de la empresa;
- Promover y apoyar la generación de capacidades internas que faciliten la creación e implementación de equipos responsables de la gestión climática, lo cual se puede dar a través de exigencia por parte de los entes reguladores;
- Debido al desconocimiento y poca claridad respecto a definiciones relacionadas a los riesgos climáticos, es recomendable trabajar en la elaboración de una taxonomía

que permita dar a conocer definiciones comunes en la banca latinoamericana sobre estos temas;

- Es importante fomentar el análisis de riesgos climáticos en los portafolios y de esta forma poder identificar y estimar qué sectores y a qué riesgos climáticos están expuestos. Esto, trabajando con escenarios climáticos, pues permite obtener una estimación de estos riesgos a mediano y largo plazo de una forma más rápida.

Se pueden seguir los ejemplos de lo que se ha hecho o se está haciendo en otros países que van más avanzados en estos temas, como los contenidos en la Hoja de Ruta de los países del G7⁹ para la adopción de las recomendaciones del TCFD, es decir, a través de medidas legislativas que modifiquen y permitan alinear decretos y leyes para la incorporación de estas recomendaciones en el mercado financiero, y establecer mandatos y suministrar recursos para que los entes reguladores supervisen la presentación de informes ASG en este mercado.

Es importante que las recomendaciones indicadas puedan ser llevadas a cabo, y para ello es primordial que las entidades pertinentes apoyen la realización de estas acciones que, además, deben promover las recomendaciones del TCFD y al mismo tiempo alinear sus portafolios a los compromisos del Acuerdo de París.

Estas actividades requieren de la coordinación tanto de instituciones públicas como privadas. Las Asociaciones de Bancos han tenido un rol fundamental en muchos países en impulsar las Finanzas Sostenibles, acompañando a los bancos en la creación de capacidades sobre la temática, y a través de la creación de Comités de Sostenibilidad en muchos casos. La Asobancaria de Colombia, por ejemplo, creó un Comité de Sostenibilidad, tiene un Protocolo Verde (acuerdo voluntario del sector bancario con el Ministerio de Medio Ambiente del país para avanzar la agenda de finanzas sostenibles), realiza capacitaciones in-house para los bancos, creó un Manual de ARAS, entre otros.

También existe un creciente interés de parte de los reguladores financieros quienes están buscando entender mejor el vínculo entre el sector financiero y la sostenibilidad, para así poder prepararse para dar señales claras al mercado. Existen muchas iniciativas en las cuales los formuladores de políticas y reguladores financieros están aprendiendo entre pares, como por ejemplo a través de las iniciativas como la Red de Banca Sostenible (SBN, por sus siglas en inglés)¹⁰ del IFC, la Red de Bancos Centrales y Supervisores para ecologizar el sistema financiero (NGFS, por sus siglas en inglés)¹¹, y la Coalición de Ministros de Finanzas por el Cambio Climático¹², entre otros.

⁹ Países del G7: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

¹⁰ La **Red de Banca Sostenible (SBN)** es una comunidad única y voluntaria de agencias reguladoras del sector financiero y asociaciones bancarias de mercados emergentes comprometidas con el avance de las finanzas sostenibles en línea con las buenas prácticas internacionales. Los 39 países miembros representan 43 billones de dólares (85 por ciento) del total de los activos bancarios en los mercados emergentes.

¹¹ El **NGFS** se lanzó en la Cumbre One Planet en París en diciembre de 2017. Este grupo, de forma voluntaria, comparte las mejores prácticas y contribuye al desarrollo de la gestión de los riesgos ambientales y climáticos en el sector financiero y la movilización de financiamiento para una transición a una economía sostenible.

¹² En 2018, se creó la **Coalición de Ministros de Finanzas por la Acción Climática**, la cual reúne a más de 50 paí-

En el caso de Chile, en 2018 UNEP FI realizó un evento de sensibilización sobre Finanzas Sostenibles y Climáticas a formuladores de políticas y reguladores financieros, y promovió la creación de una Mesa de Finanzas Sostenibles en el país que convocara a todos los actores relevantes, y un Protocolo Verde. En julio de 2019 nació la Mesa Público-Privada de Finanzas Verdes, liderada por el Ministerio de Hacienda, en colaboración con el BID, UNEP FI y la Embajada Británica de Santiago, y que convoca a todo el sector financiero a través de sus Asociaciones, formuladores de políticas y reguladores financieros.

A través de dicha Mesa, se realizó una serie de encuestas sobre Cambio Climático y TCFD para todo el sistema financiero, y se pudo apreciar que la mayoría de quienes respondieron manifestaron la necesidad de la creación de capacidades en esta temática. En diciembre del mismo año, la Mesa hizo público el Acuerdo Verde y la Declaración Conjunta de las Autoridades en torno a la importancia que tiene la gestión del cambio climático desde la perspectiva de los riesgos y oportunidades. En la actualidad, hay una Hoja de Ruta (2020 - 2024) que incluye un programa de capacitación para todo el ecosistema financiero y la exploración de la posibilidad de la creación de una Taxonomía en Finanzas Sostenibles para el país.

La implementación de todas estas prácticas permite elevar la conciencia sobre la sostenibilidad de los empleados de las organizaciones, contribuyendo así a crear una cultura institucional que propicia la integración generalizada de los temas sociales, ambientales y climáticos en las actividades. El involucramiento y capacitación del personal es fundamental para permear la sostenibilidad a toda la institución.

CONCLUSIONES

El mundo entero hoy se encuentra ante el desafío de ser sostenible. La extrema dependencia de los recursos naturales, sobre todo los no renovables, ineludiblemente debe cambiar. Si no, las generaciones futuras no podrán satisfacer sus propias necesidades.

Sin embargo, es importante reconocer el considerable incremento de la conciencia sobre temas ambientales y sociales. Hay una mayor evidencia de que las empresas sostenibles se desempeñan mejor financieramente. De hecho, los índices de sostenibilidad tienen mejor desempeño que los tradicionales en el largo plazo. El aumento de conciencia ambiental y social se ve reflejado en el paulatino cambio en la demanda de bienes y servicios, siendo la tendencia actual los productos o servicios amigables con el ambiente y socialmente responsables. Dichas tendencias se convierten en presiones para las compañías que tengan intenciones de seguir haciendo negocios en el futuro; presiones para mejorar sus ventajas competitivas a través de la sostenibilidad. Las compañías sostenibles necesitan sin lugar a dudas la creación y desarrollo de estrategias de largo plazo que consideren los tres aspectos de la sostenibilidad (ambiental, social y económico).

ses. Los objetivos de la Coalición se establecen en los “Principios de Helsinki” que reflejan el compromiso de los Ministros de Finanzas para actuar sobre el cambio climático al compartir las mejores prácticas y experiencias e iniciar el trabajo analítico para apoyar la acción política con el fin de alcanzar soluciones rentables basadas en evidencia.

Resulta vital comprender que todos los actores o participantes de la economía están enfrentados al desafío de ser sostenibles, desde los ciudadanos que son los consumidores o demandantes, a las empresas (incluyendo a los intermediarios financieros) que son los proveedores, oferentes o demandantes dependiendo del rol que tengan, al Gobierno con un rol primordial a través de la creación de un marco efectivo de políticas y normas que apoyen la inversión sostenible y la competitividad, a las ONG, a los organismos internacionales, y muchos otros. Otros desafíos son los de la necesidad en la mejora de la información en temas ASG de parte de las compañías, para que sea más fiable y transparente, con el fin de que el sector financiero pueda tomar mejores decisiones. La información va poco a poco mejorando gracias al avance de la tecnología y a la presión de las regulaciones.

Aquellas instituciones financieras que no sean sostenibles, perderán competitividad. Cada vez hay más conciencia de parte de las instituciones financieras sobre el relevante rol que tienen como intermediarios financieros para catalizar recursos hacia un desarrollo sostenible, bajo en carbono y resiliente al clima, gracias en buena parte a la sensibilización y creación de capacidades que se ha ido creando a lo largo de los últimos treinta años.

Aunque existen esfuerzos en entidades financieras para el fomento y fortalecimiento de conocimientos y capacidades en torno al gobierno corporativo, a la gestión de los riesgos ambientales, climáticos, y sociales, a la financiación de productos y servicios sostenibles, a la ecoeficiencia corporativa, aún falta mucho camino por recorrer para lograr la inclusión de lineamientos ambientales y sociales en sus operaciones. Es fundamental que dichas instituciones tengan un mayor foco en la visión y estrategia “forward looking” con un horizonte de análisis para gestionar mejor los riesgos y oportunidades pensando en la sostenibilidad a largo plazo, y en el triple impacto (ambiental, social y económico) de los financiamientos.

REFERENCIAS

- Proyecto Ecobanking / INCAE Business School y UNEP FI. *La Banca Sostenible*. Tomado y adaptado del capítulo 2 escrito por Víctor Centurión, del libro “Ecobanking: Opciones para una banca sostenible”. Demetrio Polo-Cheva, Edgar Rojas. 2004.
- UNEP FI y FELABAN. *Integración de la sostenibilidad en las instituciones financieras Latinoamericanas*. 2012. [https://www.unepfi.org/fileadmin/publications/latf/Sostenibilidad en LAM web.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/publications/latf/Sostenibilidad_en_LAM_web.pdf)
- UNEP FI y CAF, con el apoyo de la ABIF. *El Desarrollo Sostenible en el Sistema Bancario de Chile*. 2016. <https://www.unepfi.org/publications/banking-publications/desarrollo-sostenible-en-el-sistema-bancario-chileno/>
- UNEP FI y CAF, con el apoyo de FELABAN. *Cómo los bancos de América Latina y el Caribe incorporan el cambio climático en su gestión de riesgos*. 2019. <https://www.unepfi.org/news/industries/banking/how-are-latin-america-caribbean-banks-incorporating-climate-change-in-their-risk-management/>

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

- N.º 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- N.º 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- N.º 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- N.º 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- N.º 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
- Resumen del estudio en Español.
 - Resumen del estudio en Inglés.
- N.º 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de accionistas de Sociedades Cotizadas.
- N.º 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- N.º 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- N.º 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- N.º 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- N.º 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- N.º 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- N.º 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- N.º 14 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- N.º 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.

- N.º 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- N.º 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2006).
- N.º 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- N.º 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- N.º 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2007).
- N.º 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2007).
- N.º 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- N.º 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- N.º 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- N.º 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).
- N.º 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- N.º 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- N.º 28 El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero.
- N.º 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- N.º 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- N.º 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- N.º 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (2009).
- N.º 33 La Ley Concursal y su aplicación.
- N.º 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- N.º 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- N.º 36 Nuevos Enfoques para Viejos Riesgos Financieros.
- N.º 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- N.º 38 Estudio sobre el Sector Asegurador en España, 2010. Los pilares cualitativos de Solvencia II.
- N.º 39 El Ahorro Familiar en España.
- N.º 40 Observatorio de Gobierno Corporativo (2010).
- N.º 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- N.º 42 Mecanismos de prevención y Gestión de futuras crisis bancarias.
- N.º 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- N.º 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- N.º 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- N.º 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- N.º 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.

- N.º 48 El Sector Asegurador ante las transformaciones del Estado de bienestar.
- N.º 49 La arquitectura Institucional de la refundación del euro.
- N.º 50 España: crecer en la nueva economía global.
- N.º 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- N.º 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- N.º 53 La regulación Financiera: ¿Solución o problema?
- N.º 54 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2015).
- N.º 55 Acabar con el paro, ¿queremos?, ¿podemos? Una propuesta analítica sobre la ocupación y el empleo en España.
- N.º 56 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2016).
- N.º 57 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2017).
- N.º 58 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2018).
- N.º 59 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2020).
- N.º 60 El rol de las finanzas en una economía sostenible.

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN

BANCO SANTANDER, S.A.
BANCO SABADELL
BANKIA
CLIFFORD CHANCE
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT
INDITEX
KPMG
LA CAIXA
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES
URIA & MENENDEZ
ACS
EY
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA
MIRABAUD
DELOITTE
J&A GARRIGUES, S.L.
CECA

