

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=ns1JVvR

¹⁴ Se puede encontrar más información sobre la perspectiva social en el artículo de esta misma publicación de la Fundación de Estudios Financieros (FEF): “Precusores 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 cuales 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 Peñarribia, 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.