
Gobernanza y sostenibilidad en las finanzas

Carmen de Vivero de Porras^(*)

Resumen: En el año 2015 se firmaron el Acuerdo de París y la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas, punto de partida para la movilización de recursos en el ámbito financiero en aras a conseguir la transición de la economía a una que fuera neutra en carbono, con una mayor implicación del sistema financiero en su doble dimensión, tanto pública como privada. Los bancos centrales, tomaron buena nota de aquel acuerdo y en la One Planet Summit que tuvo lugar en París en diciembre de 2017, se creó la Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero, a la que se han unido aproximadamente cien bancos centrales y supervisores financieros de todo el mundo. En este contexto, actualmente se vienen incorporando criterios de inversión sostenible y responsable por los distintos bancos centrales que pertenecen al Eurosistema. La cumbre del clima se ha convertido en cita obligada para todos los Estados, en un encuentro único donde poder evaluar los resultados de los planes de acción, confirmando, además, nuevos compromisos para frenar las consecuencias del calentamiento global. Cada vez, son más los bancos centrales que han incorporado en sus líneas de trabajo el cambio climático y la sostenibilidad. La implicación que esto pueda tener en la política monetaria, en el sistema financiero y en los consumidores como último eslabón de la cadena, definirá el papel que deban adoptar los bancos centrales para promover unas finanzas sostenibles.

Palabras clave: Finanzas sostenibles; Inversión; Objetivos de Desarrollo Sostenible; Inversión Socialmente Responsable; Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero; Banco Central Europeo.

Códigos JEL: G20; K22.

1. Criterios ambientales, sociales y de buen gobierno: su incorporación al ámbito de las finanzas

Hoy en día, una de las cuestiones más determinantes a las que la sociedad actual se enfrenta es la sostenibilidad, con el reto de que el mundo tal y como lo conocemos pueda continuar creciendo sin que ello suponga un impacto negativo en el planeta. Los criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (en adelante, ASG o ESG, por sus siglas en inglés), hacen alusión a una serie de factores de cara a mostrarnos como se llevan a cabo las actividades empresariales, lo que, sin duda, constituye un paso más en la responsabilidad social empresarial y corporativa¹. Los referidos criterios hacen

Científica de la Universidad de Málaga para estancias de investigadores de la UMA en centros de investigación de calidad (2022).

¹ Para BATALLER, la Responsabilidad Social de la Empresa tiene un carácter poliédrico, al tratarse de una institución que necesita delimitar sus contornos habida cuenta de su frenético desarrollo. Se acoge por dicho autor la acuñada denominación de Responsabilidad Social de la Empresa, en lugar de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) por estimar que es más adecuada dentro del contexto jurídico, dado que la utilización del término “corporativa” sería una traducción del término inglés “corporate” cuyas connotaciones son ajenas a nuestra tradición jurídica. Además, la construcción europea de esta institución pone su énfasis en incorporar al proceso a las pequeñas y medianas empresas con más difícil encaje en el término “Corporativa”. Vid al efecto el interesante trabajo de BATALLER, J., “Desmontando tópicos sobre la Responsabilidad Social Empresarial”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 323/2022, p. 2 (BIB 2022/586). No obstante, SEQUEIRA afirma que a veces se utiliza por la doctrina, en un sentido más amplio, el término responsabilidad social empresarial o de la empresa, cuando se hace referencia al conjunto de entidades que pueden perseguir una finalidad social, con independencia de su naturaleza y tamaño. V. en este sentido

^(*) Acreditada a Contratada Doctora. El presente trabajo se ha realizado en el marco de la estancia de investigación llevada a cabo en la Sutherland School of Law, University College Dublin (UCD), 2022-2023, Dublín, Irlanda. Ha contado con la ayuda del II Plan Propio de Investigación, Transferencia, Divulgación

alusión a tres factores a saber; (i) ambiental, respecto del impacto que las actividades de una empresa puedan tener en el medio ambiente y sus riesgos asociados²; (ii) sociales, aspectos tales como la diversidad, los derechos humanos o la protección al consumidor³, entrarían dentro de este ámbito; y (iii) de gobernanza, que lo integran aquellas cuestiones relativas a la estructura y los procesos de gestión y control de la empresa⁴.

Una de las primeras iniciativas financieras que conocemos y en la que se mencionaron dichos criterios fue el Programa de Medioambiente de Naciones Unidas⁵, en el año 2005, centrado en la integración de los factores en la inversión institucional, asociado a lo que hoy conocemos como inversión socialmente responsable. Por su parte los Principios de las Naciones Unidas para la

Inversión Responsable (en adelante, PRI por sus siglas en inglés)⁶, vieron la luz en el año 2006 y supusieron la formalización de la incorporación de los aspectos ASG a la gestión de las carteras de inversión. Los seis principios fundamentales de adhesión voluntaria por parte de este grupo de inversores se concretaron en los ámbitos de la incorporación, involucración, aceptación, cooperación e información. Con ello, los factores ASG son una herramienta esencial y fundamental para valorar una empresa de cara a cualquier inversión, habida cuenta que permiten identificar la forma en la que se está incorporando la sostenibilidad en todos los ámbitos de la organización, así como su

SEQUEIRA MARTÍN, A., “El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 61, 2021, nota al pie 1 (BIB 2021/1421).

² Los criterios ambientales hacen referencia a las acciones llevadas a cabo por las organizaciones y que pueden tener un impacto en el medio ambiente, tanto directa como indirectamente. Bajo este criterio se englobarían cuestiones relativas a la emisión de gases de efecto invernadero, la protección de la biodiversidad, el uso de fuentes de energía renovables, la eficiencia energética y otras cuestiones que tengan una repercusión en el medioambiente.

³ El criterio social, tiene que ver con aquellas prácticas empresariales que afectan a la sociedad. Por tanto, aquí debemos fijarnos en los valores corporativos de la empresa y como llevan a cabo su cumplimiento: por ejemplo, cuestiones relativas a los derechos de los trabajadores, las condiciones salariales, la diversidad e inclusión en la empresa y otros aspectos del entorno social como pueda ser la clientela.

⁴ Este criterio se centra en la gestión de la gobernanza, transparencia y administración de la empresa y, por tanto, los criterios que siguen las organizaciones en cuanto a sus normas y procedimientos. Por ejemplo, asuntos relativos a la reducción de la brecha salarial, el denominado techo de cristal, así como la eliminación de cualquier otro tipo de discriminación por razón de sexo, edad, religión, orientación sexual y discapacidad, serían factores a considerar en el criterio de buen gobierno.

⁵ NACIONES UNIDAS - UNEP, Freshfields Report, “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”, octubre 2015. Disponible en: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

⁶ En el año 2005, un grupo de 20 inversionistas institucionales procedentes de 12 países aceptaron una invitación del Secretario General de las Naciones Unidas para participar en un Grupo de Inversionistas con el objetivo de desarrollar conjuntamente los Principios de Inversión Responsable. Con el apoyo de expertos de la industria de inversiones, diferentes organismos gubernamentales, la sociedad civil y el mundo académico, el Grupo de Inversionistas formuló los siguientes principios: 1. Incorporar las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial a los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones; 2. Incorporar las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial a las políticas y las prácticas; 3. Pedir a los destinatarios de inversiones que hagan pública la información apropiada sobre las cuestiones ambientales, sociales y de gobierno empresarial; 4. Promover la aceptación y aplicación de los principios en la comunidad global de la inversión; 5. Mejorar la eficacia en la aplicación de los principios; 6. Informar sobre las actividades y el progreso en la aplicación de los principios. Los PRI, organización de las Naciones Unidas, trabajan para promover la incorporación de factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en la toma de decisiones en el ámbito de la inversión. Aunque los principios son voluntarios, su firma representa un compromiso de respaldarlos por parte de la administración superior de diversas instituciones de inversión. Se pretende con la aplicación de estos principios, generar un aumento de los rendimientos financieros a largo plazo y una mayor compatibilidad entre los objetivos de los inversionistas institucionales y de la sociedad en general. Originalmente, los principios se centraban en los valores fundamentales de grandes inversionistas, con horizontes de inversión largos y carteras muy diversificadas. Sin embargo, hoy en día, los principios se aplican a todo tipo de inversionistas institucionales, gerentes de inversión y socios proveedores de servicios profesionales. El aumento de aquellos que los han respaldado, supone que el PRI cuente, como último dato en el año 2020, con más de 2.300 instituciones financieras participantes.

capacidad de resiliencia en cada uno de los elementos que la componen⁷.

En el ámbito europeo, la Comisión Europea incorporó las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza en el sistema financiero a través del Plan de Acción para las Finanzas Sostenibles⁸, que trataremos más adelante, cuyos trabajos continúan en la actualidad, con la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles⁹ respecto de la cual se ha considerado que la misma en materia de finanzas sostenibles *es clave para generar financiación privada a fin de alcanzar*

nuestros objetivos climáticos y hacer frente a otros retos medioambientales.

En cuanto a las sociedades cotizadas, la estrategia de sostenibilidad de éstas pasa por integrar un gobierno (gobernanza) corporativo sostenible, marcado por el largo plazo y por los criterios ASG conectados con la RSE¹⁰. En la gestión de carteras ha aumentado considerablemente la incorporación de estrategias de sostenibilidad y factores ASG, y más concretamente en el desarrollo de la inversión sostenible y responsable (SRI, por sus siglas en inglés)¹¹.

⁷ GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I. “Sostenibilidad financiera e integración de factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza. De lo intangible a lo tangible”, en AA. VV. (Dir. Edufinet), *Situación, tendencias y retos del sistema financiero*, Pamplona, 2022.

⁸ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones “Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible”, Bruselas, 8.3.2018 COM(2018) 97 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=ES>

⁹ La relevancia de la estrategia en materia de finanzas sostenibles presentada en 2021 por la Comisión Europea, lo es de cara a la generación de financiación privada con vistas a alcanzar los objetivos climáticos marcados por la Unión y hacer frente a otros retos medioambientales. Con el fin de que la sostenibilidad sea el elemento central de la recuperación de la UE, con ocasión de la pandemia de la Covid-19 y sobre la base de que el sector financiero contribuya a que se alcancen los objetivos del Pacto Verde Europeo, la estrategia establece seis series de medidas, a saber: 1. Ampliar la actual caja de herramientas de financiación sostenible para facilitar el acceso a la financiación de transición; 2. Mejorar la inclusión de las pymes y de los consumidores, proporcionándoles las herramientas e incentivos adecuados para acceder a la financiación de transición; 3. Aumentar la resiliencia del sistema económico y financiero frente a los riesgos de sostenibilidad; 4. Aumentar la contribución del sector financiero a la sostenibilidad; 5. Garantizar la integridad del sistema financiero de la UE y supervisar su transición ordenada hacia la sostenibilidad; 6. Fomentar iniciativas y normas internacionales en materia de finanzas sostenibles y apoyar a los países socios de la UE. Como la propia Comisión señala en el documento, ésta se obliga a informar sobre la aplicación de la Estrategia a finales de 2023 y apoyará activamente a los Estados miembros en sus esfuerzos en materia de finanzas sostenibles. Disponible en:

https://finance.ec.europa.eu/publications/strategy-financing-transition-sustainable-economy_en

¹⁰ GARCÍA MANDALONIZ, M. “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 54, 2018 (BIB 2018/14055). Como además se argumenta por PEINADO GRACIA, J.I., “La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores. Una primera reflexión sobre la sostenibilidad de la sociedad mercantil y la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores”, *Revista Derecho Mercantil*, 311/2019, p. 2-4 (BIB 2019/691), *estamos ante un concepto (el de sostenibilidad) que parece tomado del propio mundo de la RSE y sus vinculaciones medioambientales supone, la opción por la creación de valor para la sociedad y el socio a largo plazo mediante un adecuado tratamiento de los grupos de interés.*

¹¹ GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I. “Sostenibilidad financiera...”, op. cit., p. 223. Como refiere la autora en su trabajo, según la *Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* (NFGS), hay cinco estrategias posibles de inversión donde los inversores incorporan factores de sostenibilidad en su gestión: (i) exclusión (*negative screening*), que supone dejar fuera del universo de inversión a empresas, sectores o países controvertidos; (ii) el mejor de su clase (*best in class*), que implica una selección positiva o una ponderación ajustada comparando las características ASG con empresas similares, por ejemplo, dentro de un mismo sector; (iii) integración de factores ASG, lo que supone incorporar la sostenibilidad en el análisis cuantitativo junto con la rentabilidad y el riesgo en los criterios de una inversión; (iv) inversión de impacto o temática (*impact investing*), donde se alinea la estrategia con un objetivo SRI (*Socially Responsible Investment*) extrafinanciero, por ejemplo, la construcción de carteras de bonos verdes centradas en proyectos de sostenibilidad; y (v) el ejercicio de los derechos de propiedad (*voting and engagement*), enfocada en cambiar el comportamiento de una empresa centrándose más en aspectos de buen gobierno.

2. Acciones e iniciativas en la búsqueda de la acción climática y el desarrollo sostenible: su impacto en el sector financiero

Pese a que Naciones Unidas ha sido y es una de las instituciones internacionales de referencia en el ámbito de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE)¹², ello no ha evitado que fuera objeto de críticas por ciertas iniciativas, pese a lo cual, su valoración ha de ser muy positiva en su conjunto¹³. Entre sus actuaciones caben destacar tres esenciales, a saber; (i) el Pacto Global, (ii) los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos, y (iii) el Acuerdo de París, así como los Objetivos de Desarrollo Sostenible. La Unión Europea (UE) por su parte ha acometido diferentes actuaciones, desde el inicial Pacto Verde Europeo, con marcado carácter político, hasta los últimos reglamentos que han avanzado en la taxonomía, divulgación e índices de referencia de transición climática.

2.1. El Pacto Global en el Foro Económico Mundial (*World Economic Forum*)

La firma del Pacto Global el 31 de enero de 1999 fue el resultado del Foro Económico Mundial (conocido como el *World Economic Forum*) celebrado en la ciudad de Davos, materializándose posteriormente, cuando el 26 de julio de 2000, el secretario general de Naciones Unidas reclamó la adhesión de las empresas a fin de que se unieran a un gran pacto para llevar a la práctica el compromiso formulado en Davos. Esta iniciativa

¹² COMISIÓN EUROPEA, COM (2001), 366. Libro Verde “Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas”. La Comisión Europea definió la Responsabilidad Social Empresarial en el año 2001, como *la integración voluntaria, por parte de las empresas, de las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y sus relaciones con sus interlocutores*. Señalaba en particular, que la RSE se refiere a las acciones de las empresas que van más allá de sus obligaciones jurídicas hacia la sociedad y el medio ambiente.

¹³ BATALLER, J., “Desmontando tópicos...”, op. cit, p. 21. También v. MALAGUITI, M.C. y SALVATI, G.S., *La responsabilità sociale d'impresa. Percorsi interpretativi tra casi e material di diritto internazionale, dell'Unione europea italiano*, Milán, 2017, p. 18.

internacional propuesta por las Naciones Unidas tenía como objetivo conseguir un compromiso de libre adscripción de las entidades, inspirado por la responsabilidad social, por medio de la implantación de diez principios basados en los derechos humanos, laborales, ambientales y de lucha contra la corrupción. Las entidades que se fueran adhiriendo al mismo, se comprometían a implantar voluntariamente tales principios en sus estrategias y operaciones, informando a la sociedad de los avances logrados en la implantación de los principios a través de la elaboración y publicación anual del denominado Informe de Progreso¹⁴.

Casi una década después y con origen en la crisis económica iniciada en el año 2008, el propio Foro Económico Mundial detallaba en el informe titulado “Iniciativa Mundial de Reforma” (GRI, por sus siglas en inglés), que era necesario un nuevo sistema de gobernanza global, en el que a las grandes empresas se les concediera el mismo estatus que a los Estados-nación y al que se invitaría a algunos representantes escogidos de la sociedad civil. Se trataría de un sistema de *múltiples partes interesadas* que se inspiraría en la experiencia del Foro Económico Mundial con la finalidad de *armonizar y equilibrar lo mejor de muchos tipos de organizaciones, tanto del sector público como del privado, organizaciones internacionales e instituciones académicas*.

En el año 2019 se celebró un nuevo encuentro en el que se suscribió un memorándum de entendimiento (MOU) entre el Foro Económico Mundial y las Naciones Unidas, en virtud del cual, las dos instituciones se comprometían a adoptar unos niveles sin precedente de cooperación y coordinación en los campos de la educación, las mujeres, la financiación, el cambio climático y la salud. Concretamente en el ámbito de la financiación, el MOU establecía la necesidad de *fomentar un entendimiento compartido de inversión sostenible* sin hacer mención a la reducción de

¹⁴ Sobre esta cuestión puede consultarse el trabajo de GÓMEZ PATIÑO, D.P., “El pacto global de las Naciones Unidas: sobre la responsabilidad social, la anticorrupción y la seguridad”, *Revista Prolegómenos. Derechos y Valores de la Facultad de Derecho*, Vol. 14, núm. 28, 2011, pp. 217 y ss.

las inestabilidades en el sector bancario y la evasión fiscal¹⁵.

2.2. Acuerdo de París sobre el Cambio Climático y la Agenda 2030

En la última década hemos asistido a dos hitos determinantes para la política medioambiental a nivel internacional. De un lado, el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático, y de otro lado, la aprobación de la Agenda 2030 de las Naciones Unidas, que incluye los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible. Ambos documentos han sido considerados el *frontispicio de los pilares de la sostenibilidad compartida*¹⁶.

2.2.1. Acuerdo de París sobre el Cambio Climático

El Acuerdo de París sobre Cambio Climático (en adelante, Acuerdo de París) supuso un hito multilateral, resultado de la 21ª Conferencia de las Partes (en adelante,

COP21)¹⁷ celebrada en la ciudad de París, a finales del año 2015, entrando en vigor casi un año después¹⁸. Su objetivo no era otro que el de limitar el calentamiento mundial por debajo de 2°C y preferiblemente a 1,5°C, en comparación con los niveles preindustriales. Para alcanzarlo, los países debían conseguir el máximo de las emisiones de gases de efecto invernadero lo antes posible para lograr un planeta con clima neutro para mediados de siglo¹⁹. Pero al mismo tiempo, el Acuerdo de

¹⁵ WORLD ECONOMIC FORUM, “Strategic Partnership Framework for the 2030 Agenda”, 2019. Disponible en: <https://weforum.ent.box.com/s/rdlgipawkjxi2vdaidw8npbtyach2qbt> Como el propio Memorándum señalaba, se trata de alinear los sistemas financieros y acelerar los flujos de financiación hacia la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible. La citada colaboración, trata de construir una inversión sostenible, especialmente en los pequeños Estados insulares en desarrollo, los países menos desarrollados y los países en desarrollo sin litoral, con la finalidad de identificar y avanzar en las soluciones para aumentar las inversiones a largo plazo en los ODS, incluso en las zonas de fragilidad. Movilizar al sector privado para aumentar las inversiones en energía verde, renovable y de eficiencia energética así como aprovechar el potencial de la innovación financiera, las nuevas tecnologías y la digitalización son otras de las cuestiones determinantes con vistas a aumentar la financiación de los ODS y cumplir el Acuerdo de París sobre el Cambio Climático. Disponible en: <https://weforum.ent.box.com/s/rdlgipawkjxi2vdaidw8npbtyach2qbt>

¹⁶ Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la divulgación de información relativa a las inversiones sostenibles y los riesgos de sostenibilidad y por el que se modifica la Directiva (UE) 2016/2341. [COM (2018) 354 final – 2018/0179 (COD)]. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018AE2766&from=FR>

¹⁷ Conferencia sobre el Cambio Climático de París. Se le conoce como la 21ª Conferencia de las Partes de la Convención Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC), órgano de la ONU responsable del clima, cuya sede se encuentra en Bonn, Alemania. La COP se lleva a cabo anualmente para la toma de decisiones que fomenten la implantación de la Convención y para combatir el cambio climático. En la COP se adoptaron las decisiones por las 197 Partes integrantes de la CMNUCC. Sería en el año 1997, cuando en la COP3, y en el conocido como Protocolo de Kioto, se acordó el objetivo de reducir en 5% las emisiones de los países. La última Conferencia celebrada en Glasgow, ha sido la COP26, adoptándose el conocido Pacto de Glasgow para el Clima, que ha reconocido la situación de emergencia actual, reafirmando el objetivo del Acuerdo de París de limitar el incremento de la temperatura mundial a 2°C por encima del nivel industrial, esforzándose por no superar el 1,5°C, expresando la alarma y máxima preocupación en relación con las actividades humanas que habían provocado un incremento de 1,1°C en las temperaturas hasta la fecha. El Pacto de Glasgow está disponible en: https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma3_auv_2_cover%20decision.pdf

¹⁸ El 12 de diciembre de 2015 en el seno de Naciones Unidas 195 países adoptaron el denominado Acuerdo de París, entrando en vigor el 4 de noviembre de 2016. En el citado documento multilateral los países se comprometían a limitar las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), las cuáles se establecían a través de las llamadas “Contribuciones Determinadas a Nivel Nacional” (INDCs, por sus siglas en inglés). Ahora bien, no se concretaban cifras de reducción de emisiones, sino que serían las propias partes firmantes las que debían definir sus compromisos, según sus capacidades y circunstancias nacionales. En cuanto al compromiso fijado por los firmantes, no era estático, habida cuenta que cada parte debía comunicar su contribución cada cinco años (apartado 4.9), debiendo ser progresivamente más ambiciosas (4.3) y quedando inscritas en un registro público (4.12). El Acuerdo indicaba que las partes debían mostrar “la mayor ambición posible” (4.3). Si bien es cierto, que se observa una alta discrecionalidad a la hora de fijar los objetivos por cada país, una vez establecidos, debían ser cumplidos y posteriormente revisados, con lo que no parece que el acuerdo fuese totalmente voluntario. ¹⁹ Estas referencias se basaban en un buen número de estudios científicos, que sitúan entre los 1,5 y 2°C el

París también perseguía aumentar la capacidad de adaptación a los efectos adversos del cambio climático, considerando los incrementos en las concentraciones atmosféricas de gases de efecto invernadero que venían produciéndose.

Como cuestión relevante, el citado tratado internacional se propuso limitar el problema del *free-riding*²⁰ climático, involucrando a todos los países partes, debiendo éstos diseñar de forma efectiva sus políticas bajo el esquema de *compromiso* y *revisión*. En la anterior cumbre climática²¹, se constataron dos errores,

punto en el que se desencadenarían impactos e interferencias graves en el sistema climático

²⁰ En la disciplina de Microeconomía se estudia la figura del *free-rider*, cuya traducción literal sería, “el que viaja gratis”. Realmente este ha sido siempre el nudo gordiano del Acuerdo, habida cuenta que, ante el cambio climático, no es posible mantener una posición pasiva, esperando a ver si el resto de los países actúan, beneficiándose por tanto los *free-riders* de la actuación del resto. La tolerancia respecto de determinados países u organizaciones supondría que unos saquen ventaja de la pasividad de los *free riders*, lo que supone en el sistema económico global penalizar al más comprometido con el cuidado del clima, beneficiándose con ello al más irresponsable.

²¹ La Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo (CNUMAD), también conocida como la “Cumbre para la Tierra”, se celebró en Río de Janeiro, Brasil, del 3 al 14 de junio de 1992. Esta conferencia mundial, celebrada con motivo del 20 aniversario de la primera Conferencia sobre el Medio Ambiente Humano en Estocolmo, Suecia, en 1972, reunió a líderes políticos, diplomáticos, científicos, representantes de los medios de comunicación y organizaciones no gubernamentales (ONG) de 179 países para hacer un esfuerzo especial por centrarse en el impacto de las actividades socioeconómicas humanas sobre el medio ambiente. Al mismo tiempo, se celebró en Río de Janeiro un “Foro Mundial” de ONGs, que reunió a un número sin precedentes de representantes de organizaciones no gubernamentales, quienes presentaron su propia visión del futuro del mundo en relación con el medio ambiente y el desarrollo socioeconómico. La “Cumbre para la Tierra” concluyó que el concepto de desarrollo sostenible era un objetivo alcanzable para todas las personas del mundo, a nivel local, nacional, regional o internacional. También reconoció que integrar y equilibrar las preocupaciones económicas, sociales y ambientales para satisfacer nuestras necesidades es vital para mantener la vida humana en el planeta y que ese enfoque integrado es posible. La Conferencia también reconoció que la integración y el equilibrio de las preocupaciones económicas, sociales y medioambientales requería nuevas percepciones de la forma en que producimos y consumimos, la forma en que vivimos y trabajamos, y la forma en que tomamos decisiones. Este concepto fue revolucionario para su

a saber; (i) la subestimación de la importancia del *free-riding*; (ii) así como la adopción de una lista muy reducida de opciones para la agenda de la política económica²².

Sería en el Acuerdo de París donde por primera vez se reconoció la importancia del sistema financiero para canalizar, de un modo eficiente, los recursos necesarios para transformar la economía hacia un modelo sostenible²³, centrándose en el calentamiento global y en la necesidad de ofrecer una *respuesta progresiva y eficaz a la amenaza apremiante* que este representa, *sobre la base de los mejores conocimientos científicos disponibles*. De hecho, el artículo primero del Acuerdo de París recogió entre sus fines, *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*. Por tanto, el sistema bancario se sitúa en un lugar estratégico determinante habida cuenta que ha tenido y tiene la capacidad de limitar la disponibilidad del crédito o el acceso al mismo, así como a los instrumentos financieros y de seguros, claves en cualquier transición ecológica²⁴.

época y provocó un animado debate dentro de los gobiernos y entre los gobiernos y sus ciudadanos sobre cómo garantizar la sostenibilidad del desarrollo. Para más información puede consultarse la información disponible en:

<https://www.un.org/es/conferences/environment/rio1992>

²² BERTRAM, G., “William Nordhaus’s Climate Club Proposal: thinking global about climate change economics”, *Policy Quarterly*, vol. 12, núm. 2, 2016, p. 23.

²³ DELGADO, M., Foro “Descarbonizar la economía”, *El Confidencial*, discurso de apertura, 31 de octubre, 2019.

Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/delgado311019.pdf>

²⁴ También en esta misma línea así lo han entendido ALONSO, A., y GONZÁLEZ, C. I., “Los productos financieros sostenibles desde el punto de vista de los supervisores y los reguladores: sector bancario”, en AA. VV. (Dir. J.M. López Jiménez y A. Zamarrigo Muñoz), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Madrid, 2021.

2.2.2. La Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)

La Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible (en adelante, la Agenda), estuvo impulsada por Naciones Unidas, adoptando su Asamblea General, un plan de acción a favor de las personas, el planeta y la prosperidad, con la finalidad de fortalecer la paz universal y el acceso a la justicia²⁵. La Agenda planteaba 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) con 169 metas de carácter integrado e indivisible abarcando las esferas económica, social y ambiental, marcando así los programas de desarrollo mundiales durante los próximos 15 años. Los Estados se comprometieron a movilizar los medios necesarios para su implementación mediante alianzas centradas especialmente en las necesidades de los más pobres y vulnerables²⁶. La plataforma principal de las Naciones Unidas en materia de desarrollo sostenible, denominada Foro Político de Alto Nivel, se ocupa del seguimiento y la revisión de la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) a nivel mundial.

La Unión Europea (UE) trasladó su compromiso con la Agenda a través de diferentes marcos estratégicos y declarativos por parte de la Comisión Europea; (i) en noviembre de 2016, la citada Comisión presentó una comunicación²⁷, en la que por

primera vez exponía su enfoque estratégico para la aplicación de la Agenda, comprometiéndose con la inclusión de los ODS en el conjunto de las políticas e iniciativas de la UE, tanto presentes como futuras. Para ello, tenía en cuenta no solo el aspecto referido al desarrollo sostenible como eje articulador, sino el establecimiento de un marco de gobernanza destinado a impulsar su aplicación con la participación del conjunto de las instituciones europeas, y en alianza con las organizaciones internacionales y la sociedad civil; (ii) la visión de la Comisión en 2019 se completó con otros documentos de reflexión²⁸, orientados a inspirar el debate sobre el futuro de Europa y la preparación de la Agenda Estratégica de la UE para el ciclo 2019-2024.

Durante los últimos años, el Consejo de la Unión Europea en sucesivas resoluciones²⁹,

[content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&format=ES](https://eur-lex.europa.eu/content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0739&format=ES)

²⁸ COMISIÓN EUROPEA, “Documento de reflexión para una Europa Sostenible de aquí a 2030”, 2019. Disponible en: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/3b096b37-300a-11e9-8d04-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF>. Es importante mencionar la creación, en 2017 y con el impulso de la Comisión Europea, de una Plataforma Multisectorial de Alto Nivel para el seguimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible en la Unión Europea, conformada por representantes del sector empresarial, las organizaciones de la sociedad civil y del mundo académico, con mandato de contribuir a la reflexión sobre la implementación de esta Agenda desde las políticas europeas. Su mandato, considerado insuficiente por amplios sectores de la sociedad civil, concluyó en diciembre de 2019. En el año 2020, el Foro Político de Alto Nivel, abordó el debate sobre la situación actual de los ODS, habida cuenta de las repercusiones de la pandemia de la COVID-19. Los países participantes, reflexionaron sobre cómo la comunidad internacional puede responder a la pandemia en la recuperación del rumbo hacia los ODS y la aceleración en los avances durante la década de acción y ejecución para el desarrollo sostenible. En el año 2021 se celebró una nueva reunión del Foro Político de Alto Nivel, bajo los auspicios del Consejo Económico y Social.

²⁹ Varias han sido las resoluciones adoptadas y baste por citar, la resolución del Consejo de la UE (2017), 10370/17, titulada “Un futuro sostenible: la respuesta de la UE a la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible”, adoptada en su sesión núm. 3552 celebrada el 20 de junio de 2017. Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10370-2017-INIT/es/pdf>; la resolución del Consejo de la UE (2019) 8286/19 Conclusiones del Consejo “Hacia una Unión cada vez más sostenible para 2030”, adoptadas en su sesión núm. 3685 del 9 de abril de 2019.

²⁵ El 25 de septiembre de 2015, 193 países alcanzaron un acuerdo internacional para erradicar la pobreza, proteger el planeta y asegurar la prosperidad para todas las personas como parte de una nueva agenda de desarrollo sostenible articulada en torno a 17 objetivos y 169 metas.

²⁶ La Agenda implica un compromiso común y universal y cada país enfrenta retos específicos en su búsqueda del desarrollo sostenible. Los Estados tienen soberanía plena sobre su riqueza, recursos y actividad económica, y por ello, cada uno fijará sus propias metas nacionales, acercándose a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

²⁷ COMISIÓN EUROPEA, “Próximas etapas para un futuro europeo sostenible. Acción europea para la sostenibilidad”, 2016. La citada Comunicación forma parte de un paquete de actuaciones que incluyeron la revisión del Consenso Europeo sobre Desarrollo, como visión colectiva y un plan de acción de la Unión Europea, para adaptar la política europea al nuevo marco de acción que suponía la Agenda 2030. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal->

también ha instado a la Comisión Europea para la elaboración de una estrategia de implementación que defina el marco temporal, los objetivos y las medidas concretas de cara a una clara integración de la Agenda en el conjunto de las políticas, tanto internas como externas, y para ello deberá tener en cuenta el impacto exterior de las políticas domésticas.

La visión sobre la que debe asentarse la referida estrategia pasa por analizar el modo en que las políticas de la UE contribuirán a la realización de la Agenda, identificándose aquellos vacíos existentes en lo que respecta a las políticas, marcos normativos, medios de implementación, así como la estructura de gobernanza a desplegar, en orden a garantizar la coherencia horizontal con el desarrollo sostenible de las actuaciones que se lleven a cabo.

La respuesta a esta demanda por parte de la Comisión Europea fue el documento de trabajo denominado *Staff Working Document Delivering on the UN's Sustainable Development Goals – A comprehensive approach*³⁰, que vio la luz en noviembre de 2020, base de las Conclusiones del Consejo sobre un enfoque integral para acelerar la implementación de la Agenda, adoptadas durante la Presidencia Portuguesa del Consejo de la Unión Europea en el primer semestre de 2021. Se reconoce en este documento, que es necesario seguir avanzando en un enfoque

Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-2019-INIT/en/pdf>, así como la resolución del Consejo de la UE (2019) 14835/19 “Conclusiones del Consejo sobre la construcción de una Europa sostenible en 2030: avances hasta la fecha y próximos pasos”, adoptada en su sesión núm. 3739 celebrada el 10 de diciembre de 2019. Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14835-2019-INIT/es/pdf>

³⁰ “Commission Staff Working Document. ‘Delivering on the UN's Sustainable Development Goals. A comprehensive approach’”. 18.11.2020. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/delivering_on_uns_sustainable_development_goals_staff_working_document_en.pdf En este documento, se parte del convencimiento de que la crisis de la COVID-19 hace que ya no sea una opción, sino una necesidad, acelerar la acción conjunta y alinear las inversiones hacia el logro de los ODS, mediante la realización de reformas estructurales urgentes.

integrado, estratégico, ambicioso y global de la UE para la aplicación de los ODS.

En este punto, las finanzas sostenibles representan el compromiso tangible del sector financiero con los ODS y por ello la respuesta a los desafíos que estos representan³¹. Aquellas empresas que se comprometan en la toma de medidas en línea con los ODS se podrán beneficiar, a corto plazo, de una mayor fidelidad de los clientes, un mayor compromiso de sus empleados y menores costes de capital. En cambio, existe un riesgo reputacional para las empresas que sean percibidas como parte del problema y que no estén actuando con decisión para frenar el cambio climático³².

2.3. El Pacto Verde Europeo

Con marcado carácter político, el Pacto Verde Europeo (“European Green Deal”, o EGD por sus siglas en inglés), consistente en una comunicación presentada por la Comisión Europea al Parlamento Europeo en diciembre de 2019³³, pretendía perfilar una estrategia de crecimiento compatible con el objetivo de que la economía europea llegase a la neutralidad climática en 2050. Como su propia parte introductoria recoge se *trata de una nueva estrategia de crecimiento destinada a transformar la UE en una sociedad equitativa y próspera, con una economía moderna, eficiente en el uso de los recursos y competitiva, en la que no habrá emisiones netas de gases de efecto invernadero en 2050 y el crecimiento económico estará disociado del uso de los recursos.*

³¹ ROLDÁN ALEGRE, J. M.^a, “Los bancos, pieza esencial en la Agenda 2030”, Conferencia para el XV Encuentro del Sector Bancario. IESE 2019, p. 3. Disponible en: <https://s2.aebanca.es/wp-content/uploads/2019/12/conferencia-jmr.-xv-encuentro-del-sector-bancario-iese-2019-1.pdf>

³² MURILLO GILI, R.: “¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo”, *Caixabank Research*, Informe Mensual, núm. 439/2019, p. 34. Disponible en: https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2019/11/im11_cast.pdf

³³ El Pacto Verde Europeo. Bruselas 11.12.2019 COM (2019) 640 final. Disponible en: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_es

La Comisión Europea consideraba, en dicha comunicación, que el sector privado suponía un sector clave para financiar la transición ecológica, siendo necesario enviar señales a largo plazo para dirigir los flujos financieros y de capital hacia inversiones ecológicas y evitar activos obsoletos³⁴. Igualmente se anunció la publicación de la propuesta por la Comisión, no más tarde del mes de marzo de 2020, de la primera “Ley del Clima Europea”, lo que tuvo lugar mediante la presentación de la propuesta de Reglamento en la citada fecha, viendo la luz finalmente al año siguiente, con la publicación del Reglamento (UE) 2021/1119 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de junio de 2021 por el que se establece el marco para lograr la neutralidad climática y se modifican los Reglamentos (CE) núm. 401/2009 y (UE) núm. 2018/1999 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que

³⁴ Para movilizar a los inversores internacionales, la Comisión Europea advertía en el Pacto Verde Europeo que la UE debía mantenerse en la vanguardia de los esfuerzos por establecer un sistema financiero que sustente el crecimiento sostenible a nivel mundial. Para ello, habría de recurrirse a la Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles recientemente creada para coordinar las iniciativas de financiación sostenibles desde el punto de vista ambiental, como la taxonomía, la divulgación de información, las normas y las etiquetas, fomentándose también los debates en otros foros internacionales, en particular en el G7 y el G20. La Decisión 1386/2013/UE del Parlamento Europeo y del Consejo preconiza un aumento de la contribución del sector privado a la financiación de los gastos medioambientales y relacionados con el cambio climático, en particular a través del establecimiento de incentivos y métodos que alienten a las empresas a medir los costes medioambientales de su negocio y los beneficios derivados de la utilización de servicios medioambientales. Como se ha referido desde algunos sectores, aun cuando se ha difundido la cifra de un billón de euros como importe de las inversiones relacionadas con el medioambiente a acometer durante el próximo decenio, de dicha suma, sólo una pequeña parte serán recursos nuevos. A estos efectos se considera que, en términos de “hard cash”, únicamente en 7.500 millones de euros serán dinero genuinamente nuevo. También se ha considerado, que será probable que el Banco Central Europeo suscriba los bonos verdes emitidos por el Banco Europeo de Inversiones en el marco del Pacto Verde Europeo. Un estudio profundo sobre la cuestión puede encontrarse en DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.M., y LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., “El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles: consideraciones generales”, en AA. VV. (Dirs. J.M. López Jiménez y A. Zamarrigo Muñoz), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Madrid, 2021, p. 21.

se establece el marco para lograr la neutralidad climática, a efectos de modificar el Reglamento (UE) 2018/1999 (en adelante, Ley del Clima Europea).

No podemos olvidar que este documento ha conllevado unas necesidades de inversión de hasta 4,7 billones de euros, estimándose unas necesidades de financiación de hasta 150 mil millones de euros al año, durante el periodo 2020-2030 con el objetivo de aumentar la implantación de proyectos de energía renovable, transporte limpio, eficiencia energética de viviendas y activación de la economía del hidrógeno como combustible sostenible³⁵.

En este contexto, la Comisión Europea sitúa el Pacto Verde en el centro de sus iniciativas de recuperación, y la clave para alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible para 2030. En esta línea, la Comisión Europea adoptó un conjunto de propuestas para adaptar las políticas de la UE en materia de clima, energía, transporte y fiscalidad con el fin de reducir las emisiones netas de gases de efecto invernadero en al menos un 55 % de aquí a 2030, en comparación con los niveles de 1990. Para alcanzar los objetivos establecidos en el Pacto Verde Europeo, la Comisión se ha comprometido a movilizar al menos un billón de euros en inversiones sostenibles durante el próximo decenio. Concretamente, el 30 % del presupuesto plurianual de la UE (2021-2028) y el instrumento único NextGenerationEU (NGEU)³⁶ de la UE para recuperarse de la

³⁵ Así lo recogen ALONSO y GONZÁLEZ en el interesante trabajo ALONSO, A., y GONZÁLEZ, C. I., “Los productos financieros sostenibles...”, op. cit.

³⁶ NextGenerationEU es un instrumento temporal de recuperación dotado con más de 800.000 millones de euros que contribuirá a reparar los daños económicos y sociales inmediatos causados por la pandemia de coronavirus. Pueden consultarse la información disponible en: https://next-generation-eu.europa.eu/index_es El elemento central de NextGenerationEU es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), un instrumento destinado a conceder subvenciones y préstamos para apoyar reformas e inversiones en los Estados miembros de la UE por un valor total de 723.800 millones de euros. A fin de recibir fondos en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, los Estados miembros deben elaborar planes de recuperación y resiliencia, en los que describan cómo van a invertir los fondos. Además, deben alcanzar los

pandemia de COVID-19, se han destinado a inversiones ecológicas.

Los países de la UE deben dedicar al menos el 37 % de la financiación que reciben del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de 672.500 millones de euros a inversiones y reformas que apoyen los objetivos climáticos. Todas las inversiones y reformas que se financien de esta manera no deben perjudicar de manera significativa los objetivos medioambientales de la UE. La Comisión, en nombre de la UE, pretende recaudar el 30 % de los fondos del NGEU mediante la emisión de bonos verdes. Para ello, se ha puesto en marcha el Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo, también denominado Plan de Inversiones para una Europa Sostenible, como parte del Pacto Verde. Esto incluye el Mecanismo para una Transición Justa, que se centra en asegurar una transición equitativa y justa hacia una economía verde. El Plan movilizará importantes inversiones durante el período 2021-2027 para ayudar a los ciudadanos de las regiones más afectadas por la transición.

2.4. El Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea

Con anterioridad a la publicación del Pacto Verde Europeo, la Comisión elaboró el Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles (en adelante, Plan de Acción)³⁷ apoyándose en dos

hitos y objetivos pertinentes y, antes de que se pueda realizar cualquier desembolso en el marco del MRR, la Comisión evalúa el cumplimiento satisfactorio de cada hito y objetivo. Puede consultarse la información disponible en: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/recovery-coronavirus/recovery-and-resilience-facility_es

³⁷ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones “Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible”, Bruselas, 8.3.2018 COM (2018) 97 final. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=ES> A finales de 2016, la Comisión nombró a un grupo de expertos de alto nivel sobre finanzas sostenibles. El 31 de enero de 2018, el grupo de expertos publicó su informe final, en el que ofreció una visión global sobre la forma de elaborar una estrategia de la UE para las finanzas sostenibles. El informe sostenía que las finanzas sostenibles debían articularse en torno a dos imperativos urgentes: (i) mejorar la contribución de las finanzas al

instrumentos cruciales aprobados en 2015 y a los que hemos hecho referencia en apartados precedentes, como son el Acuerdo de París sobre Cambio Climático y la Agenda 2030.

Según se recogía en el Plan de Acción, el sistema financiero tiene un papel clave y puede ser parte de la solución en el tránsito hacia una economía más ecológica y sostenible. Para reorientar el capital privado hacia inversiones más sostenibles se requiere un cambio general del funcionamiento del sistema financiero, por tanto, la idea es conectar las finanzas con las necesidades específicas de la economía europea y mundial en beneficio del planeta y de nuestra sociedad. El objetivo del Plan de Acción se identificó con tres metas, a saber; (i) reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo; (ii) gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medio ambiente y los problemas sociales; y (iii) fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.

Para la Comisión, el término *finanzas sostenibles* se refiere en general al proceso de tener debidamente en cuenta las cuestiones ambientales y sociales en las decisiones de inversión, lo que se traduce en una mayor inversión en actividades sostenibles y a más largo plazo. Más concretamente, las consideraciones ambientales se refieren a la mitigación del cambio climático y la adaptación al mismo, así como al medio ambiente en general³⁸ y los riesgos conexos

crecimiento sostenible e inclusivo mediante la financiación de las necesidades de la sociedad a largo plazo, y (ii) reforzar la estabilidad financiera mediante la incorporación de los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) a la toma de decisiones de inversión. El informe proponía ocho recomendaciones clave, varias recomendaciones horizontales y acciones dirigidas a sectores específicos del sistema financiero. El Plan de Acción se basó en las recomendaciones del grupo de establecer una estrategia de la UE en materia de finanzas sostenibles. El citado informe está disponible en: https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en.

³⁸ Como ejemplos el Plan de Acción recoge, la contaminación del aire y del agua, el agotamiento de los recursos y la pérdida de biodiversidad.

(por ejemplo, las catástrofes naturales). Las consideraciones sociales pueden referirse a problemas de desigualdad, inclusividad, relaciones laborales, inversión en capital humano y comunidades. Las consideraciones sociales y ambientales están a menudo interrelacionadas, en particular porque el cambio climático puede exacerbar los problemas de desigualdad existentes. La gobernanza de las entidades públicas y privadas, incluidas las estructuras de gestión, las relaciones con los asalariados y la remuneración del personal directivo, desempeña un papel fundamental a la hora de garantizar la inclusión de las consideraciones sociales y ambientales en el proceso de toma de decisiones³⁹.

Pero el concepto adolece de un mayor alcance material, pues, en realidad, todas las facetas de la oferta de servicios financieros se ven afectadas, careciendo además de una mención expresa a los diversos tipos de clientes de las entidades, y, por tanto, de la referencia a los institucionales o profesionales, así como a los minoristas⁴⁰. No obstante, el propio Plan de Acción sí contempla en su desarrollo, de un modo u otro, esta amplitud del fenómeno de la sostenibilidad aplicada al sector financiero.

En el marco del Plan de Acción se ha desplegado un amplio acervo legislativo en la UE, normativa crucial para la transición hacia un modelo económico sostenible, que incluye el régimen de divulgación de sostenibilidad en la UE⁴¹ o, dicho de otro modo, el modo en que

³⁹ Para el Plan de Acción, la gobernanza es una herramienta para integrar los objetivos ambientales y sociales en las decisiones de inversión pública y privada. Por ejemplo, las normas relativas a la remuneración del personal directivo o los incentivos para proteger los derechos de los accionistas frente a los directivos son herramientas para garantizar la igualdad entre las diferentes partes de la empresa, es decir, los directivos, los accionistas, los trabajadores, etc. En este caso, al luchar contra la desigualdad en el seno de una empresa, la gobernanza tiene un objetivo social.

⁴⁰ En el mismo sentido v. DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.M., y LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., “El nuevo paradigma...”, op. cit., p. 22.

⁴¹ La *International Capital Market Association* (ICMA) publicó el pasado año el informe titulado “La divulgación de la sostenibilidad de la UE”, detallando los diferentes requerimientos tanto voluntarios como obligatorios, así como la interacción de unos y otros. Disponible en:

las organizaciones deben rendir cuentas respecto a sus responsabilidades en materia criterios ASG:

- (i) Reglamento (UE) 2020/852, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020 (en adelante, *Reglamento de Taxonomía*)⁴²,
- (ii) Reglamento (UE) 2019/2089, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019 (en adelante, *Reglamento de Índices de Referencia Sostenibles*)⁴³ y,
- (iii) Reglamento (UE) 2019/2088, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019 (en adelante, *Reglamento de Divulgación*)⁴⁴.

En el ámbito de la gobernanza, se ha reforzado el marco regulatorio y supervisor, a través de la intervención de las Autoridades Europeas de Supervisión, en particular de la Autoridad Bancaria Europea, recomendándose una ampliación del mandato de estas agencias⁴⁵, incluyendo elementos de

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/The-Sustainability-Disclosure-Regime-of-the-European-Union-ICMA-September-2021-220921.pdf>

⁴² 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.

⁴³ Reglamento (UE) 2019/2089, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2089&from=ES>

⁴⁴ 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, modificado por el Reglamento (UE) 2020/852. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

⁴⁵ Se trata de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), agencias independientes de la Unión Europea, cuya finalidad es la armonización de la regulación y supervisión prudencial a nivel de toda la Unión, en aras de alcanzar un Código Normativo Único, conocido como “Single Rulebook”. En la actualidad, tres son las AES: (i) la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) con competencias en materia de entidades de

sostenibilidad, una actualización del Código Normativo Único para abordar tales elementos y una extensión de los riesgos a contemplar, abarcando los relacionados con el cambio climático y otros riesgos a largo plazo.

La Autoridad Bancaria Europea, como parte de su Plan de Acción, recogió ya en el año 2020 la elaboración de un ejercicio de estrés, dando pie a la elaboración posterior de las pruebas de resistencia climática. En este sentido, tanto el Banco Central Europeo (en adelante, BCE) como la Junta Europea de Riesgo Sistémico, realizaron en el año 2020 un ejercicio piloto para el sector bancario y asegurador desde el punto de vista macroprudencial⁴⁶. En el documento titulado “Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales”⁴⁷, dirigida a las entidades de crédito significativas, el BCE parte de que las posibles pérdidas derivadas de estos riesgos *dependen fundamentalmente de la adopción futura de políticas relacionadas con el clima y medioambientales, de los avances tecnológicos y los cambios en las preferencias de los consumidores y del clima del mercado, aunque, con independencia de ello, alguna combinación de riesgos físicos y de transición se materializará con toda probabilidad en los balances de las entidades de la zona del euro y en el valor económico de sus exposiciones.*

Dicho documento, contiene las trece expectativas supervisoras del BCE, y

crédito, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés, con competencias en el mercados de valores y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA por sus siglas en inglés) con competencia en materia de seguros y pensiones.

⁴⁶ En el año 2018 se realizó la primera prueba de resistencia climática, a instancias del Banco Central de los Países Bajos, con el riesgo de inundación. Esta prueba sirvió para mostrar que la ratio de CET1 de los diversos bancos podría caer más del 4 % en un escenario de transición grave, pero posible. V. ALONSO, A., y GONZÁLEZ, C. I., “Los productos financieros sostenibles...”, op. cit.

⁴⁷ BANCO CENTRAL EUROPEO, “Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales. Expectativas supervisoras en materia de gestión y comunicación de riesgos”, noviembre de 2020. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/sm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.es.pdf>

concretamente la expectativa nº 10 se refiere a las pruebas de resistencia climática⁴⁸, para a continuación en la expectativa nº11, llamar la atención de las entidades sobre lo que se espera de ellas en tanto en cuanto éstas evalúen la idoneidad de sus pruebas con vistas a incluirlos en sus escenarios base y adverso, en el caso de que las entidades presenten riesgos relacionados con el clima y medioambientales significativos.

Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) publicó su hoja de ruta de finanzas sostenibles para los ejercicios de 2022 a 2024⁴⁹, donde se recogen las acciones que llevará a cabo en este ámbito en los próximos tres años, incluyendo un calendario tentativo para su implantación. La distribución de sus líneas de actuación siguen las siguientes prioridades, a saber: (i) abordar el efecto *greenwashing* y promover su transparencia; (ii) desarrollar las capacidades de las autoridades nacionales competentes (en adelante, ANC) y de la ESMA en el ámbito de las finanzas sostenibles; (iii) lograr un adecuado seguimiento, evaluación y análisis de los riesgos y factores ASG en los mercados. Al mismo tiempo, la ESMA ha identificado aquellos sectores que presentan un mayor impacto en los factores ASG, para los que concretas líneas de actuación.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea con la publicación del informe “Climate related risk drivers and their transmission channels”⁵⁰ advertía de la transversalidad de los riesgos climáticos, pues impactan en los riesgos bancarios tradicionales dentro y fuera de balance a través de diferentes

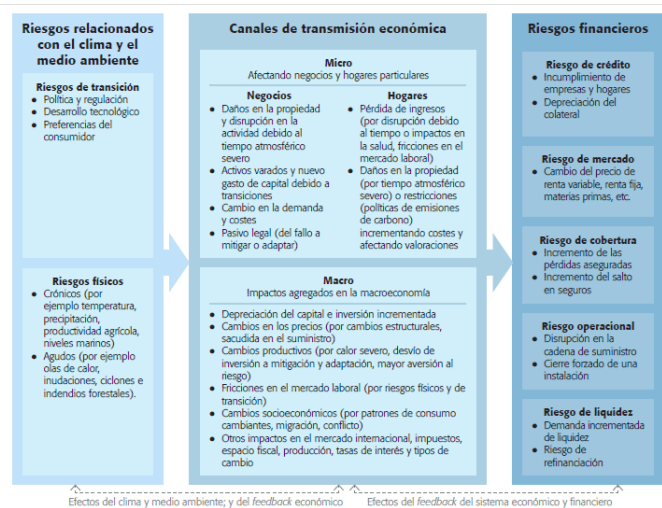
⁴⁸ La expectativa núm. 10 lo hace en los siguientes términos: *Se espera que las entidades vigilen de forma continuada el efecto de los factores climáticos y medioambientales sobre sus posiciones de riesgo de mercado vigentes y sus inversiones futuras y desarrollen pruebas de resistencia que incluyan los riesgos relacionados con el clima y medioambientales.*

⁴⁹ ESMA, “Sustainable Finance Roadmap 2022-2024”, febrero 2022. Disponible en: <https://finreg360.com/wp-content/uploads/2022/02/Hoja-de-ruta-de-la-ESMA-sobre-Finanzas-Sostenibles.pdf>

⁵⁰ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, “Climate-related risk drivers and their transmission channels”, abril de 2021. Disponible en: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.htm>

canales de transmisión. En la misma lógica, la mencionada Red NGFS, en su compromiso con la divulgación de las mejores prácticas en la gestión y vigilancia de riesgos climáticos en el sector financiero, facilita información sobre los canales de transmisión en los riesgos bancarios (cuadro 1).

Cuadro 1: Canales de transmisión de riesgos climáticos a riesgos financieros.



Fuente: *Network for Greening the Financial System* (2021).

2.5. Los test de estrés de riesgo climático en la eurozona: retos metodológicos

El BCE anunció meses atrás el lanzamiento de las primeras pruebas de resistencia orientadas a la evaluación de los riesgos relacionados con el cambio climático en el conjunto de los sistemas bancarios del Eurosistema, momento en el que también se planteaba una revisión de la estrategia de la política monetaria en la Eurozona. Este ejercicio supuso y supone un cambio de paradigma respecto a los test de estrés que desde el año 2014 con carácter bianual, vienen evaluando la capacidad de resistencia de la banca europea a episodios adversos⁵¹.

Se ha estimado que las entidades de crédito mantienen exposiciones en sectores con un muy elevado riesgo medioambiental,

⁵¹ ABAD GONZÁLEZ, J.I., y GUTIÉRREZ LÓPEZ, C., “Evaluación de la solvencia bancaria un modelo basado en las pruebas de resistencia de la banca”, *Estudios de economía aplicada*, núm. 2, 2014, pp. 593-616.

como es el caso del sector del petróleo, el gas, la generación de energía, la química o fabricación de automóviles, alcanzándose el 1,4 % del total de inversiones de los bancos de la UE, existiendo, además, una distribución asimétrica de las posiciones entre las distintas entidades⁵².

La iniciativa fue bien recibida por el sector financiero, que asumió la tarea encomendada, y, por tanto, su función en este complejo y largo proceso que representa la transición sostenible, donde en una fase inicial los riesgos ambientales y climáticos son los que generan una mayor preocupación, sin que ello suponga olvidar los riesgos sobre las personas.

Desde una visión regulatoria, los riesgos físicos y de transición se refieren a los causados a sus contrapartes o a los activos, más que a los impactos directos en las entidades, siempre que tengan trascendencia negativa en el ámbito financiero para éstas últimas⁵³.

⁵² ESTEBAN RÍOS, J., “Entidades de crédito y medio ambiente: introducción y fomento de criterios de sostenibilidad ambiental en el sector financiero”, *Revista Aragonesa de Administración Pública*, núm. 19, 2018 (Ejemplar dedicado a: Mecanismos económicos y de mercado para la protección ambiental), p. 503. Como señala ESTEBAN RÍOS, el riesgo está estrechamente relacionado con la supervisión pues, donde se localicen mayores niveles de riesgo, existirá mayor probabilidad de incumplimiento de la normativa que persigue disciplinar la conducta de la banca y, por tanto, se requerirá una supervisión más intensa. Partiendo de esta premisa, ante el elevado volumen y complejidad de la información disponible, y para sistematizar y objetivar la valoración que se haga de la situación de los supervisados, se ha optado, a través del perfil de riesgo, por resumir en una única variable la posición de las entidades.

⁵³ Los 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. Los riesgos de transición 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. V. a estos efectos el informe de la EBA titulado “Report on Environmental, Social and Governance (ESG) risks management and supervision”, junio 2021. Disponible en:

A estos efectos varias son las novedades metodológicas respecto de las pruebas de estrés convencionales y que analizamos seguidamente⁵⁴:

- *Gobierno.* La EBA no ha diseñado la metodología de las pruebas de resistencia climáticas, habida cuenta que es el propio BCE el responsable del dimensionamiento, lanzamiento, comunicación con las entidades y presentación de resultados. Se espera, no obstante, una paulatina intercomunicación, y la futura integración del ejercicio de riesgos climáticos con los test de estrés como herramienta supervisora (en el Pilar II de Basilea).
- *Objetivo.* Por el momento, no está previsto, que el ejercicio de riesgos climáticos tenga implicaciones directas sobre los requerimientos de capital, como sí ocurre con los test de estrés convencionales. El ejercicio climático servirá al supervisor como aproximación al estado de situación en el que se encuentra el sistema bancario y a la capacidad de resistencia del capital con el que cuenta para enfrentar escenarios de tensión climática.
- *Alcance.* Al igual que ocurre con la realización de las pruebas a todas las entidades sometidas a su supervisión directa en el Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés), que se llevan haciendo desde su implantación en el año 2014, los test climáticos resultarán igualmente prescriptivos para todos los bancos significativos en el SSM, pero se espera

<https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>

⁵⁴ BERGES y MORALES detallan y analizan las novedades metodológicas que se recogen en el cuerpo del presente trabajo. Para un estudio más profundo de la cuestión v. BERGES, A., y MORALES, J., “La banca ante los primeros test de estrés de riesgo climático del Banco Central Europeo”, *Cuadernos de Información Económica*, N.º 284 (septiembre-octubre 2021). Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/la-banca-ante-los-primeros-test-de-estres-de-riesgo-climatico-del-banco-central-europeo/>

un alcance heterogéneo entre entidades⁵⁵. Solo aquellas instituciones que, de acuerdo con el criterio supervisor, acrediten capacidad suficiente para generar proyecciones basadas en sus modelos internos, presentarán sus propias estimaciones bajo un enfoque *bottom up*; por el contrario, el resto de las entidades únicamente comunicará el punto de partida y será el BCE el responsable de generar las proyecciones bajo un enfoque *top down*.

- *Metodología.* Dado que el objetivo del test climático es evaluar la capacidad de resistencia a riesgos de transición y riesgos físicos, se esperan cambios significativos que afectarán fundamentalmente a la capacidad de las entidades en la identificación de información relevante relacionada con el impacto climático de su cartera de inversiones. Por lo tanto, será esencial la identificación de la localización y el sector económico de las contrapartes, para mapear el impacto con unos escenarios medioambientales, los definidos por la NGFS, heterogéneos entre geografías e industrias⁵⁶.
- *Escenarios.* En los test de estrés convencionales, los escenarios adversos son suministrados a la EBA por la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB, por sus siglas en inglés) atendiendo a la materialización de episodios plausibles y poco probables de tensionamiento del cuadro macroeconómico (ej.: PIB, paro, inflación), los mercados financieros (ej.:

⁵⁵ Con alguna excepción como la que puede resultar de procesos de fusión y adquisición en curso, los cuales dificultan la generación de información y la comparabilidad de resultados. V. en este sentido BERGES, A., y MORALES, J., “La banca ante los primeros test de estrés...”, op. cit.

⁵⁶ Tal y como apuntan BERGES y MORALES, será esencial trabajar en la inclusión de información relativa a las emisiones de gases de efecto invernadero, el perfeccionamiento de las bases de datos o, en su defecto, la asunción de variables “proxy” que permitan generar modelos estadísticos robustos en la determinación de los parámetros de riesgo de los acreditados, dependientes a partir de ahora de variables relacionadas con la huella de carbono. V. BERGES, A., y MORALES, J., “La banca ante los primeros test de estrés...”, op. cit.

tipos de interés, deuda, acciones, divisas, derivados, materias primas) y el mercado inmobiliario. En cambio, los test climáticos del BCE se alimentan de los escenarios definidos por la NGFS, tratando de modelizar dos principales efectos: i) el impacto que tienen las catástrofes medioambientales (riesgos físicos) en el valor de las garantías inmobiliarias y en la capacidad productiva de los sectores más afectados por estos episodios, y ii) el impacto de la ejecución desordenada de los planes de transformación a una economía libre de emisiones (riesgos de transición) sobre variables macroeconómicas, financieras y medioambientales (emisiones de gases de efecto invernadero)⁵⁷.

El primer test climático realizado por el BCE en el año 2021 reflejó que tanto las empresas como los bancos podrían beneficiarse de una pronta adopción de políticas ecológicas por parte de éstas⁵⁸. Asimismo, y de acuerdo con el principio de proporcionalidad, solo las entidades de mayor tamaño quedaron obligadas a desarrollar tres módulos de los que se compone la prueba, quedando exoneradas de la cumplimentación de las proyecciones del tercero aquellas

⁵⁷ La NGFS clasifican en tres las categorías de escenarios climáticos (un escenario central, y dos adversos y en cierta medida opuestos entre sí), que dependen de la ambición y la capacidad de ejecución de las medidas gubernamentales, el nivel de emisiones de carbono y el cambio tecnológico.

⁵⁸ Como señala LÓPEZ JIMÉNEZ, las pruebas de resistencia adjetivadas como climáticas no responden al mismo patrón que las pruebas de resistencia encaminadas a conocer los verdaderos niveles de solidez y solvencia de las entidades de crédito, pues estas últimas forman parte, en general, de los procesos de gestión del riesgo, y tratan de anticipar, primordialmente, el impacto de eventuales y determinados escenarios adversos en la estructura de capital. De este modo, se pueden detectar a tiempo vulnerabilidades, con el fin de ponerles solución con la suficiente anticipación. Los riesgos ambientales y los climáticos, originados en buena medida por la acción del ser humano, se manifestarán en el medio y en el largo plazo, aunque sus efectos ya comienzan a ser observables. Un análisis de esta cuestión puede encontrarse en LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., “La primera prueba de resistencia climática del Banco Central Europeo”, *Todo son Finanzas*, 2021. Disponible en: <https://todosonfinanzas.com/la-primer-a-prueba-de-resistencia-climatica-del-banco-central-europeo/>

entidades más pequeñas y las que estén inmersas en procesos de reestructuración⁵⁹.

A comienzos del año 2022 se puso en marcha la prueba de resistencia sobre riesgo climático⁶⁰, consistente en una prueba de resistencia supervisora para evaluar el nivel de preparación de las entidades de crédito para afrontar perturbaciones financieras y económicas derivadas del cambio climático⁶¹. El ejercicio se llevó a cabo durante la primera mitad de 2022 y el BCE publicó los resultados agregados posteriormente en julio. Del resultado de esta se pone de manifiesto que el 60% de las entidades no dispone aún de un marco de pruebas de resistencia sobre riesgo climático⁶² y que la mayoría ni siquiera incluye este concepto en sus modelos de riesgo de crédito. Solo el 20% lo tiene en cuenta como variable en la concesión de préstamos.

⁵⁹ La prueba de resistencia climática consta de tres módulos, a saber: (i) módulo 1: cuestionario general; (ii) módulo 2: comparación entre entidades, tomando como referencia determinadas métricas –por ejemplo, la dependencia de sectores intensivos en la emisión de carbono, o el volumen de emisiones de gases de efecto invernadero financiadas–; (iii) prueba de resistencia “bottom-up”, centrada en los riesgos físicos y de transición, tomando en consideración eventos a uno, tres y treinta años vista.

⁶⁰ BANCO CENTRAL EUROPEO, nota de prensa titulada “La Supervisión Bancaria del BCE pone en marcha la prueba de resistencia sobre riesgo climático de 2022”, 27.01.2022. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/22/presbce2022_10.pdf

⁶¹ El BCE lleva a cabo las pruebas de resistencia supervisoras, con carácter anual y de conformidad con el artículo 100 de la Directiva de Requisitos de Capital. En consecuencia, en los años en los que la Autoridad Bancaria Europea no efectúa pruebas de resistencia a escala de la UE, el BCE realiza una prueba de resistencia centrada un tema de interés específico, como el análisis de sensibilidad del riesgo de tipo de interés en la cartera de inversión (IRRBB) en 2017, o el análisis de sensibilidad del riesgo de liquidez en 2019.

⁶² El Banco Central Europeo pidió a 41 de las entidades que supervisa directamente, realizar proyecciones de pérdidas ante fenómenos meteorológicos extremos y en escenarios de transición con distintos horizontes temporales. Una sequía extrema y ola de calor en las que se generan descensos de productividad en los sectores más expuestos como agricultura o construcción, además de pérdidas de productividad. Asimismo, las inundaciones reflejarían el deterioro de las garantías hipotecarias e impagos de préstamos.

La prueba de resistencia sobre riesgo climático del BCE de 2022 se complementará con otros ejercicios supervisores relacionados con el clima, los cuales incluyen, a saber; i) la prueba de resistencia climática del conjunto de la economía (cuyos resultados se publicaron en septiembre de 2021), ii) la evaluación del modo en que las entidades están adaptando sus prácticas para gestionar los riesgos climáticos y medioambientales (publicada en noviembre de 2021), y iii) la revisión temática de 2022 sobre la incorporación de los riesgos climáticos y medioambientales en las estrategias de riesgo y en la gobernanza de las entidades, así como en sus marcos y procesos de gestión de riesgos.

2.6. Taxonomía, divulgación e índices de referencia climáticos: mapas de conocimiento normativo europeo

En el marco del Plan de Acción se aprobaron tres Reglamentos determinantes en la transición hacia un modelo económico sostenible, que seguidamente analizamos.

El primero de ellos fue el *Reglamento de Divulgación*, con el objetivo de reducir las asimetrías de información en las relaciones comitente-agente respecto de la integración de los riesgos de sostenibilidad, el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, la promoción de características ambientales o sociales, así como de la inversión sostenible, requiriendo de los participantes en los mercados financieros y asesores financieros la divulgación a los inversores finales de la información precontractual y en curso, cuando actúen como agentes de dichos inversores finales.

Con base en el citado Reglamento, y con el objetivo de cumplir las obligaciones que les incumben, los participantes en los mercados y los asesores financieros deben integrar en sus procesos⁶³ y evaluar de manera continua, no solo los riesgos financieros pertinentes sino también, en particular, todos los riesgos de sostenibilidad que pudieran tener un efecto material negativo en la rentabilidad financiera de la inversión, o asesorar al respecto. Por lo

⁶³ También en sus procesos de diligencia debida.

tanto, los participantes en los mercados y los asesores financieros deben especificar en sus políticas el modo en que integran dichos riesgos y publicarlas. Dicho Reglamento, cuyos estándares técnicos entran en vigor en 2023, estableció una serie de requerimientos de información y obligó a las entidades a clasificar su oferta de productos de inversión en función de sus características de sostenibilidad, marcando claramente un antes y después en el mercado de la inversión⁶⁴. Además, se fijaron obligaciones de divulgación de información más específicas y normalizadas por lo que a las inversiones se refiere, como, por ejemplo, la incidencia global de los productos financieros en materia de sostenibilidad, que debe comunicarse periódicamente mediante indicadores pertinentes que midan el objetivo de inversión sostenible⁶⁵ elegido.

El *Reglamento de Divulgación*, recientemente ha sido modificado en parte por el Reglamento (UE) 2020/852 de 18 de junio de 2020 sobre inversiones sostenibles. Se recogen algunas obligaciones de divulgación de información que completan las normas relativas a la divulgación de información establecidas en el Reglamento de Divulgación, con la finalidad de incrementar el nivel de

⁶⁴ A estos efectos, por factores de sostenibilidad se entiende *toda información relacionada con cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, y con el respeto de los derechos humanos y la lucha contra la corrupción y el soborno.*

⁶⁵ Las inversiones sostenibles fueron definidas como *aquellas 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.*

transparencia y para que los participantes en los mercados financieros proporcionen a los inversores finales un punto de comparación objetivo en cuanto a la parte de las inversiones que financian actividades económicas medioambientalmente sostenibles. A efectos de la debida coordinación, se encomienda a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) la función de elaborar conjuntamente normas técnicas de regulación en las que se especifique de modo pormenorizado el contenido y la presentación de la información relativa al principio consistente en “no causar un perjuicio significativo”, así como la elaboración de *proyectos de normas técnicas de regulación que complementen las normas sobre transparencia de la promoción de las características medioambientales y de las inversiones medioambientalmente sostenibles en la divulgación de información precontractual y en los informes periódicos*⁶⁶.

El *Reglamento de Índices de Referencia Sostenibles* vino a introducir una distinción entre los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París, con la finalidad de desarrollar normas mínimas para cada uno de esos índices de referencia, a los efectos de contribuir a una mayor coherencia de tales índices⁶⁷. Se

⁶⁶ Es una función que tiene encomendada el Comité Mixto. Un estudio profundo de la cuestión puede encontrarse en ENCISO ALONSO MUÑUMER, M.Tª. “Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N.º 27, 2020.

⁶⁷ Su normativa de desarrollo la componen: (i) el Reglamento delegado, 2020/1816/UE de 17 de julio de 2020 por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la explicación incluida en la declaración sobre el índice de referencia del modo en que cada índice de referencia elaborado y publicado refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza; (ii) el Reglamento Delegado 2020/1817/UE de 17 de julio de 2020 por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere al contenido mínimo de la explicación del modo en que la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza y (iii) el Reglamento Delegado 2020/1818/UE de 17 de julio de 2020 por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los

afirmaba, que los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París deben, a nivel del índice, estar en línea con los objetivos del Acuerdo de París.

El *Reglamento de Taxonomía* ha tenido como objetivo armonizar a escala de la Unión los criterios para determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible, a fin de eliminar los obstáculos al funcionamiento del mercado interior por lo que respecta a la captación de fondos para proyectos de sostenibilidad, y prevenir la aparición futura de obstáculos a dichos proyectos. Con esta armonización, sería más fácil para los operadores económicos obtener financiación a escala transfronteriza para sus actividades medioambientalmente sostenibles, ya que sus actividades económicas podrían compararse a la luz de criterios uniformes antes de ser seleccionadas como activos subyacentes de inversiones medioambientalmente sostenibles. Por lo tanto, dicha armonización facilitaría las inversiones transfronterizas sostenibles en la Unión⁶⁸.

índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París.

⁶⁸ Además, se persigue hacer frente a los actuales obstáculos al funcionamiento del mercado interior y prevenir la aparición de tales obstáculos en el futuro, resulta oportuno disponer que los Estados miembros y la Unión utilicen un concepto común de “inversión medioambientalmente sostenible” a la hora de establecer requisitos a nivel nacional y de la Unión, que los participantes en el mercado financiero o los emisores deberán cumplir a efectos del etiquetado de los productos financieros o las emisiones de renta fija privada que sean comercializadas como medioambientalmente sostenibles. Con objeto de evitar la fragmentación del mercado y cualquier perjuicio a los intereses de los consumidores e inversores, debido a conceptos divergentes de las actividades económicas medioambientalmente sostenibles, los requisitos nacionales que deben cumplir los participantes en los mercados financieros o los emisores para comercializar productos financieros o emisiones de renta fija privada como medioambientalmente sostenibles deben basarse en criterios uniformes aplicables a las actividades económicas medioambientalmente sostenibles. Entre dichos participantes en los mercados financieros o emisores figuran los participantes en los mercados financieros que ofrecen productos financieros medioambientalmente sostenibles y las empresas no financieras que emiten renta fija privada medioambientalmente sostenible

Con la finalidad de determinar la sostenibilidad medioambiental de una actividad económica la regulación europea determina la necesidad de confeccionar una lista exhaustiva de los objetivos medioambientales, de tal forma que los seis objetivos medioambientales que debía comprender el Reglamento de Taxonomía, a saber son: 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.

El *Reglamento de Taxonomía* se aplica respecto de aquellas medidas adoptadas por los Estados miembros o por la Unión que impongan a los participantes en los mercados financieros o a los emisores cualesquiera requisitos respecto de productos financieros o emisiones de renta fija privada que se ofrezcan como medioambientalmente sostenibles; a los participantes en los mercados financieros que ofrezcan productos financieros, a las empresas que estén sujetas a la obligación de publicar estados no financieros o estados no financieros consolidados.

En cuanto la definición de *inversión medioambientalmente sostenible*, se trata de aquella inversión que financie una o varias actividades económicas que puedan considerarse medioambientalmente sostenibles conforme al Reglamento. Para ello hemos de acudir al artículo 3, que determina los criterios aplicables a las actividades económicas medioambientalmente sostenibles, donde deberán tenerse en cuenta por ejemplo, los objetivos medioambientales ya mencionados⁶⁹.

⁶⁹ El artículo 10 del Reglamento de Taxonomía determina cuando una actividad económica contribuye sustancialmente a la mitigación del cambio climático; se considerará que una actividad económica contribuye de forma sustancial a mitigar el cambio climático *cuando dicha actividad contribuya de forma sustancial a estabilizar las concentraciones de gases de efecto invernadero en la atmósfera en un nivel que impida interferencias antropogénicas peligrosas con el sistema climático en consonancia con el objetivo a largo plazo referente a la temperatura del Acuerdo de París, mediante la elusión o reducción de las emisiones de tales gases o el incremento de su absorción, en su caso*

Con base en la taxonomía, tenemos una definición armonizada sobre qué se considera verde, con la consiguiente seguridad para empresas, inversores y gestores de política pública, evitando con ello el conocido como “greenwashing” o blanqueo ecológico⁷⁰, ayudando a las empresas a realizar su transición hacia una economía más sostenible, y mitigando la posible fragmentación del mercado

2.7. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo sobre la diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937

El 23 de febrero de 2022, la Comisión presentó al Parlamento Europeo y al Consejo una Propuesta de Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937⁷¹ (en adelante

mediante la innovación en los procesos o productos, por alguno de los medios siguientes: a) la generación, la transmisión, el almacenamiento, la distribución o el uso de energías renovables en consonancia con la Directiva (UE) 2018/2001, en particular utilizando tecnologías innovadoras con un potencial de ahorro futuro significativo o mediante los refuerzos o las ampliaciones de la red que sean necesarios; b) la mejora de la eficiencia energética, excepto para las actividades de generación de electricidad a que se refiere el artículo 19, apartado 3; c) el aumento de la movilidad limpia o climáticamente neutra [...].

⁷⁰ Práctica en virtud de la cual ciertas empresas presentan una inversión como respetuosa con el medioambiente y realmente no lo es, o lo es en una mínima parte. Un interesante estudio sobre esta práctica en el uso de envases e información dirigido al consumidor puede encontrarse en CARRETERO GARCÍA, A., “Economía circular versus economía lineal. propuestas normativas en España y Francia relativas al uso de envases y a la información dirigida al consumidor sobre cualidades ambientales de los productos”, *Revista CESCO*, núm. 42/2022.

⁷¹ La propuesta de Directiva (basada en el artículo 50 y el artículo 114 del TFUE) establece normas sobre las obligaciones que incumben a las empresas en relación con los efectos adversos, reales y potenciales, para los derechos humanos y el medio ambiente de sus propias operaciones, de las operaciones de sus filiales y de las operaciones de la cadena de valor de las entidades con las que dichas empresas mantengan una relación comercial establecida. También establece un sistema de responsabilidad en caso de incumplimiento de estas obligaciones. Disponible en: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:bc4dcea4-9584-11ec-b4e4-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF

propuesta de Directiva). La propuesta de Directiva tiene por objeto establecer un marco horizontal para fomentar que la contribución de las empresas que operan en el mercado único se oriente a la consecución de la transición de la Unión hacia una economía climáticamente neutra y ecológica, en consonancia con el Pacto Verde Europeo y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Actualmente el documento se encuentra en fase de tramitación parlamentaria⁷², habiéndose dictado el 14 de julio de 2022 el dictamen por el Comité Económico y Social Europeo.

Como cualquier norma que se precie, el ámbito de aplicación es una de las cuestiones determinantes y en este caso, el artículo 2 de la propuesta de Directiva recoge que se aplicará a las *empresas* que se hayan constituido de conformidad con la legislación de uno de los Estados miembros y que cumplan una serie de condiciones⁷³. Cabe igualmente que la norma

⁷² La Comisión de Asuntos Jurídicos (JURI) del Parlamento Europeo nombró ponente de la propuesta a D.ª Lara Wolters (S&D, NL) y se solicitó el dictamen de ocho comisiones, a saber; la Comisión de Desarrollo (DEVE), la Comisión de Mercado Interior y Protección del Consumidor (IMCO), la Comisión de Industria, Investigación y Energía (ITRE), la Comisión de Asuntos Exteriores (AFET), la Comisión de Medio Ambiente, Salud Pública y Seguridad Alimentaria (ENVI), la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON), la Comisión de Comercio Internacional (INTA) y la Comisión de Empleo y Asuntos Sociales (EMPL), de las cuales las cinco últimas son Comisiones asociadas. Se espera que la Comisión JURI vote sus enmiendas a la propuesta de la Comisión y adopte el mandato de negociación a finales de marzo de 2023, y se espera que el mandato de negociación se someta a votación en el Pleno en mayo de 2023.

⁷³ Las condiciones que se recogen serían las que siguen a continuación: *a) tener una media de más de 500 empleados y un volumen de negocios mundial neto superior a 150 millones EUR en el último ejercicio financiero respecto del que se hayan elaborado estados financieros anuales; b) si la empresa no alcanza los umbrales fijados en la letra a), tener una media de 250 empleados y un volumen de negocios mundial neto superior a 40 millones EUR en el último ejercicio financiero respecto del que se hayan elaborado estados financieros anuales, siempre que al menos el 50 % de ese volumen de negocios se haya generado en uno o varios de los sectores siguientes: fabricación de textiles, cuero y productos afines (incluido el calzado) y comercio mayorista de textiles, prendas de vestir y calzado; ii) agricultura, silvicultura, pesca (incluida la acuicultura), fabricación de productos alimenticios y comercio mayorista de materias primas agrícolas, animales vivos,*

propuesta se aplique a *empresas* que se hayan constituido de conformidad con la legislación de un tercer país, siempre que cumplan las condiciones allí previstas⁷⁴.

Ahora bien, la propuesta de Directiva define el concepto de *empresa* en el artículo 3, y a los efectos del objeto del presente trabajo, tal y como recoge el subapartado iv) del apartado a), cabrá que consideremos *empresa* a aquellas empresas financieras reguladas, con independencia de su forma jurídica, siempre que estemos ante cualquiera de las siguientes: (a) una entidad de crédito⁷⁵; (b) una empresa de servicios de inversión⁷⁶; (c) un gestor de fondos de inversión alternativos (GFIA)⁷⁷; (d) una sociedad de gestión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios

madera, alimentos y bebidas; iii) extracción de recursos minerales, con independencia de su lugar de extracción (incluidos el petróleo crudo, el gas natural, la antracita y la hulla, el lignito, los metales y los minerales metálicos, así como todos los demás minerales, no metálicos, y los productos de cantera), fabricación de productos básicos de metal, otros productos minerales no metálicos y productos metálicos elaborados (con excepción de la maquinaria y el equipo), y comercio mayorista de recursos minerales, productos minerales básicos e intermedios (incluidos los metales y los minerales metálicos, los materiales de construcción, los combustibles, los productos químicos y otros productos intermedios).

⁷⁴ Para las empresas constituidas en terceros países las condiciones serían las siguientes: *a) haber generado un volumen de negocios neto superior a 150 millones EUR en la Unión en el ejercicio financiero precedente al último ejercicio financiero; b) haber generado un volumen de negocios neto superior a 40 millones EUR pero igual o inferior a 150 millones EUR en la Unión en el ejercicio financiero precedente al último ejercicio financiero, siempre y cuando al menos el 50 % de ese volumen de negocios mundial neto se haya generado en uno o varios de los sectores enumerados en el apartado I, letra b).*

⁷⁵ Constituida conforme a la definición del artículo 4, apartado 1, punto 1), del Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁷⁶ Conforme a la definición del artículo 4, apartado 1, punto 1), de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁷⁷ Conforme a la definición del artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (2), incluidos los gestores de FCRE con arreglo al Reglamento (UE) 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo¹¹³, los gestores de FESE con arreglo al Reglamento (UE) 46/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo¹¹⁴ y los gestores de FILPE con arreglo al Reglamento (UE) 2015/760 del Parlamento Europeo y del Consejo.

(OICVM)⁷⁸; (e) una empresa de seguros⁷⁹; (f) una empresa de reaseguros⁸⁰; (g) un fondo de pensiones de empleo⁸¹; (h) un organismo de pensiones que gestione regímenes de pensiones considerados sistemas de seguridad social⁸²; (i) un fondo de inversión alternativo (FIA) gestionado por un GFIA⁸³ o un fondo de inversión alternativo supervisado con arreglo a la normativa nacional aplicable; (j) un OICVM⁸⁴; (k) una entidad de contrapartida central⁸⁵; (l) un depositario central de valores⁸⁶; (m) una entidad con cometido especial de seguros o reaseguros⁸⁷; (n) un vehículo especializado en titulizaciones⁸⁸; (ñ) una sociedad de cartera de seguros⁸⁹, o una sociedad financiera mixta de cartera⁹⁰, que forme parte de un grupo de seguros que esté sujeto a supervisión a nivel de grupo y que no esté exenta de la supervisión de grupo; (o) una entidad de pago⁹¹; (p) una entidad de dinero

electrónico⁹²; (q) un proveedor de servicios de financiación participativa⁹³; (r) un proveedor de servicios de criptoactivos⁹⁴.

El 26 de octubre de 2022, el Comité de Representantes Permanentes proporcionó orientaciones para la continuación de los trabajos sobre la propuesta de Directiva, habida cuenta de las diferentes posiciones que se habían manifestado por las distintas delegaciones de los Estados miembros, que con mayor profundidad se desarrollaron en el Grupo “Derecho de Sociedades”. Por dicha razón, la Presidencia presentó un texto transaccional revisado en la reunión del Comité de Representantes Permanentes del 18 de noviembre de 2022, con vistas a la preparación de una orientación general sobre la propuesta. Tras los debates mantenidos en la reunión del Comité de Representantes Permanentes del 25 de noviembre de 2022, algunas delegaciones siguieron planteando la importante cuestión de la cobertura de la prestación de servicios financieros por las empresas financieras reguladas.

Los debates en la reunión del Comité de Representantes Permanentes del 30 de noviembre de 2022 giraron, entre otras cuestiones, en torno a un nuevo texto transaccional de la Presidencia sobre la cobertura de los servicios financieros prestados por las empresas financieras reguladas en la propuesta de Directiva. Tras nuevos debates en la citada reunión, sobre la cobertura de la prestación de servicios financieros por las empresas financieras reguladas, se presentó un texto transaccional para responder a las preocupaciones restantes

⁷⁸ Conforme a la definición del artículo 2, apartado 1, letra b), de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁷⁹ Conforme a la definición del artículo 13, punto 1), de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸⁰ Conforme a la definición del artículo 13, punto 4), de la Directiva 2009/138/CE.

⁸¹ Conforme a la definición del artículo 6, punto 1), de la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸² Con arreglo al Reglamento (CE) 883/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo¹¹⁹ y al Reglamento (CE) 987/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo¹²⁰, así como cualquier persona jurídica establecida con el objeto de invertir en dichos regímenes.

⁸³ Conforme a la definición del artículo 4, apartado 1, letra b), de la Directiva 2011/61/UE.

⁸⁴ En el sentido del artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2009/65/CE.

⁸⁵ Conforme a la definición del artículo 4, punto 1), del Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸⁶ Conforme a la definición del artículo 2, apartado 1, punto 1), del Reglamento (UE) 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸⁷ Autorizada de conformidad con el artículo 211 de la Directiva 2009/138/CE

⁸⁸ Conforme a la definición del artículo 2, punto 2), del Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁸⁹ Conforme a la definición del artículo 212, apartado 1, letra f), de la Directiva 2009/138/CE.

⁹⁰ Conforme a la definición del artículo 212, apartado 1, letra h), de la Directiva 2009/138/CE.

⁹¹ Conforme a la definición del artículo 1, apartado 1, letra d), de la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁹² Conforme a la definición del artículo 2, punto 1), de la Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁹³ Conforme a la definición del artículo 2, apartado 1, letra e), del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo.

⁹⁴ Conforme a la definición del artículo 3, apartado 1, punto 8), de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937, que preste uno o varios servicios de criptoactivos conforme a la definición del artículo 3, apartado 1, punto 9), de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937.

de algunas delegaciones, dejando la decisión de incluir o no la prestación de servicios financieros por las empresas financieras reguladas a cada Estado miembro al transponer la Directiva. Así es como se introduce un apartado 8 en el artículo 3 (Definiciones), con el siguiente texto: *Los Estados miembros podrán decidir aplicar la presente Directiva a las empresas financieras reguladas en el sentido del artículo 3, letra a), inciso iv), así como a sus socios comerciales*⁹⁵. La idea por tanto es dar libertad a los Estados miembros para que decidan si en la transposición de la futura Directiva se aplica o no a las empresas financieras, así como a sus socios comerciales. Veremos finalmente si en el texto final a negociar con el Parlamento y en sede de la Comisión de Asuntos Jurídicos (Comisión JURI) sale adelante la citada propuesta de la orientación general.

Por lo que se refiere a la definición de las empresas financieras reguladas que entrarían en el ámbito de aplicación de la propuesta de Directiva, el texto transaccional excluye del ámbito de aplicación los productos financieros (es decir, los fondos de inversión alternativos (FIA) y los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM))⁹⁶. Otra de

⁹⁵ En el caso de los socios comerciales y respecto de la *cadena de valor*, que la orientación general propone denominar *cadena de actividades*, también se introducen cambios en la orientación general que exceden del estudio del presente trabajo.

⁹⁶ La orientación general introduce un considerando 41 ter a los efectos reconocer las particularidades de los servicios financieros a la hora de identificar los efectos adversos a lo largo de todo el proceso de financiación y aseguramiento, en línea con lo que señalan las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales en los siguientes términos: *Se espera que las empresas financieras (...) utilicen su denominado “efecto de palanca” para influir en las empresas a las que proporcionan financiación o seguros, a fin de prevenir o mitigar los efectos adversos potenciales de las empresas. En algunas circunstancias, la resolución inmediata o la suspensión de los servicios financieros podría resultar difícil o incluso imposible (por ejemplo, el seguro obligatorio). En otros casos, cuando una empresa financiera regulada recurre al efecto de palanca, puede resultar inadecuado suspender o poner fin a los servicios financieros, ya que la votación y la participación, en particular la participación colectiva con inversores o acreedores, pueden tener mayores posibilidades de prevenir o mitigar los efectos adversos. De hecho, respecto de la cuestión relativa a la resolución o suspensión temporal de la relación de negocios, el texto*

las cuestiones controvertidas, se refería a los organismos de pensiones, y en el texto transaccional (en adelante, orientación general) se ha propuesto que los Estados miembros decidan aplicar o no aplicar la propuesta de Directiva a los organismos de pensiones que se consideren sistemas de seguridad social con arreglo a la legislación aplicable de la UE.

En cuanto a las medidas de diligencia debida y las evaluaciones periódicas a llevar a cabo por las empresas financieras, la orientación general recoge en el Considerando 43, que éstas solo deben llevar a cabo evaluaciones periódicas *de sus propias operaciones, [...] de las de sus filiales [...] y, cuando presten servicios financieros en el sentido de la presente Directiva a sus socios comerciales [...], de la eficacia de las medidas adoptadas para prevenir o mitigar los efectos adversos potenciales, o para eliminar o minimizar el alcance de los efectos adversos reales identificados antes de prestar el servicio financiero al socio comercial en cuestión.*

De cara a añadir nuevos sectores a la lista de sectores de gran impacto cubiertos por la propuesta de Directiva, conforme a la orientación general, debería ser la Comisión, quien evaluase e informase sobre esta cuestión, así como si deben revisarse los criterios y umbrales utilizados para definir el ámbito de aplicación de la misma y, por tanto, si debe revisarse la definición de prestación de inversión por parte de empresas financieras reguladas o la prestación de servicios financieros en el sentido de la propuesta de Directiva por parte de empresas financieras reguladas. Todo ello, con independencia de la decisión de un Estado miembro de aplicar la misma a la prestación de servicios financieros por parte de empresas financieras reguladas.

que se propone en la orientación parte de no exigir a las empresas financieras reguladas que pongan fin a la relación de negocios o la suspendan temporalmente cuando presten servicios financieros. La solución dada sería que (...) en esos casos, debe exigirse a las empresas financieras reguladas que sigan supervisando los efectos adversos y prosigan los esfuerzos para prevenirlos o mitigarlos.

3. La agenda de los reguladores y supervisores

3.1. El Banco Central Europeo ante las finanzas sostenibles

Como hemos analizado en líneas precedentes, en el caso del Eurosistema, las implicaciones del cambio climático para la política monetaria están en continua revisión con la finalidad de incorporar los criterios de inversión sostenible y responsable en el diseño e implementación del sistema.

En la actualidad, los bancos centrales nacionales del Eurosistema están incorporando o han incorporado ya dichos criterios en las carteras de activos que gestionan por cuenta propia⁹⁷.

A comienzos del año 2020, el BCE inició la revisión de su estrategia de política monetaria, pero tuvo que posponerla por la pandemia de la Covid-19. No obstante, el BCE ha avanzado a la hora de entender las implicaciones del cambio climático para el sistema financiero y cómo le afecta a sus propias actividades. La idea del citado organismo supone contribuir en la limitación de las consecuencias tanto económicas como sociales que puede conllevar el cambio climático⁹⁸.

⁹⁷ GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I., “El papel de los bancos centrales en la lucha contra el cambio climático y en el desarrollo de las finanzas sostenibles”, *Boletín Económico* núm. 3/2021, Banco de España, p. 3. Tal y como apunta esta autora, baste señalar como ejemplo la actuación de los 19 bancos centrales del Eurosistema y del Banco Central Europeo (BCE), que alcanzaron una posición común en febrero de 2021 para incorporar principios de inversión sostenible y responsable en sus carteras no relacionadas con la política monetaria en euros, así como comenzar a divulgarlos en un plazo de dos años.

⁹⁸ Con dicha finalidad, en enero de 2021 se creó un Centro interno de cambio climático, dependiente directamente de la presidencia del BCE, con el objetivo de definir su agenda climática y coordinar los asuntos sobre cambio climático y finanzas sostenibles con otros departamentos de la institución. El Centro sobre el cambio climático tiene por tanto encomendada, la dirección de la agenda climática interna y externa del BCE, basándose en la experiencia de todos los equipos que ya trabajan en temas relacionados con el clima. Sus actividades se organizarán en líneas de trabajo, que abarcarán desde funciones de política monetaria hasta prudenciales, y contarán con el respaldo de personal especializado en datos y en el cambio climático. En

En el mes de julio de 2021, el Consejo de Gobierno del BCE en línea con su ambicioso plan de actuación⁹⁹, comunicó que desde dicho momento, sus actuaciones irían encaminadas a incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria¹⁰⁰, ampliando su capacidad analítica en materia de modelización macroeconómica¹⁰¹ y estadística¹⁰² en relación con el cambio climático, incluyendo consideraciones climáticas en las operaciones de política monetaria en las áreas de divulgación de información, evaluación de riesgos¹⁰³, sistema

cuanto a su organización, se estructura en diferentes grupos de trabajo, o *workstreams*, centrados en varios aspectos, a saber; i) estabilidad financiera y política prudencial; ii) análisis macroeconómico y política monetaria; iii) operaciones de mercados financieros y riesgo; iv) política de la UE y regulación financiera, y v) sostenibilidad corporativa. Su estructura debe revisarse cada tres años. Ver nota de prensa del BCE disponible en:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.p.r220704~4f48a72462.es.html>

⁹⁹ V. nota de prensa emitida el 8 de julio de 2021 y disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.p.r210708_1~f104919225.en.html

¹⁰⁰ LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M. “La Ley de Cambio Climático y Transición Energética y el sistema financiero”, *Diario La Ley*, N° 9864, 2021.

¹⁰¹ El BCE acelerará el desarrollo de nuevos modelos y realizará análisis teóricos y empíricos para el seguimiento de las implicaciones del cambio climático y de las políticas al respecto para la economía, el sistema financiero y la transmisión de la política monetaria a través de los mercados financieros y el sistema bancario a los hogares y las empresas.

¹⁰² El BCE desarrollará nuevos indicadores experimentales para incluir instrumentos financieros verdes relevantes y la huella de carbono de las entidades financieras, así como su exposición a riesgos físicos relacionados con el clima. Posteriormente, a partir de 2022, introducirá mejoras progresivas en esos indicadores, también en línea con el avance de las políticas e iniciativas de la UE en materia de divulgación y presentación de información sobre sostenibilidad ambiental.

¹⁰³ A partir de 2022, el BCE someterá el balance del Eurosistema a pruebas de resistencia climática para evaluar la exposición del Eurosistema a los riesgos relacionados con el cambio climático. Para ello utilizará la metodología de la prueba de resistencia climática del conjunto de la economía desarrollada por el BCE. Asimismo, el BCE evaluará si las agencias de calificación crediticia admitidas en el sistema de evaluación del crédito del Eurosistema han divulgado la información necesaria para entender cómo incorporan los riesgos climáticos en sus calificaciones crediticias. El BCE también considerará desarrollar criterios mínimos

de activos de garantía y compras de activos del sector empresarial¹⁰⁴. Asimismo, el objetivo del BCE se centra en la implementación de un plan de actuación en paralelo al avance de las políticas e iniciativas de la UE en materia de divulgación y presentación de información sobre sostenibilidad ambiental.

Es por ello que, a la vista del citado plan, en la evaluación del riesgo del crédito los sistemas internos de evaluación del crédito (ICAS, por sus siglas en inglés) han de tener en cuenta todos los factores de riesgo relevantes, entre ellos el cambio climático, para asegurar que los activos aportados como garantía en las operaciones de política monetaria siguen siendo adecuados. El cambio climático y la transición a una economía más verde afectan al objetivo principal del BCE de mantener la estabilidad de precios, debido al impacto que tienen sobre la economía y sobre el perfil de riesgo y el valor de los activos en el balance del Eurosistema¹⁰⁵.

para la incorporación de los riesgos climáticos en sus calificaciones internas

¹⁰⁴ El BCE introducirá requisitos de divulgación de información sobre los activos del sector privado como nuevo criterio de admisión o como base para un tratamiento diferenciado a efectos de su presentación como activos de garantía y de las compras de activos. Tales requisitos tendrán en cuenta las políticas e iniciativas de la UE en materia de divulgación y presentación de información sobre sostenibilidad ambiental y promoverán prácticas de divulgación de información más coherentes en el mercado, manteniendo al mismo tiempo la proporcionalidad mediante la adaptación de los requisitos a las pequeñas y medianas empresas. El BCE ha anunciado un plan detallado en 2022. El BCE ya ha comenzado a tener en cuenta riesgos climáticos relevantes en los procedimientos de diligencia debida de sus compras de activos del sector empresarial para sus carteras de política monetaria. De cara al futuro, el BCE adaptará el marco de asignación de compras de bonos corporativos incorporando criterios climáticos, con arreglo a su mandato. Estos incluirán el alineamiento de los emisores con, como mínimo, la legislación de la UE que implemente el Acuerdo de París a través de métricas relacionadas con el cambio climático o su compromiso con tales objetivos. Asimismo, en el primer trimestre de 2023, el BCE ha comenzado a divulgar información sobre el clima en relación con el programa de compras de bonos corporativos (CSPP) (que complementará la información sobre las carteras no relacionadas con la política monetaria).

¹⁰⁵ LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M. “Los bancos centrales y el cambio climático”, *Revista eXtoikos*, núm. 22, 2019.

Nos enfrentamos, por tanto, a una evaluación del riesgo de crédito, donde deberán tenerse en cuenta tanto los riesgos físicos como los de transición, pues ambos, pueden afectar al crecimiento, al desempeño financiero, a la posición de mercado y al modelo de negocio de una empresa y, por tanto, a su solvencia. El Eurosistema, en línea con lo anterior, ha elaborado criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en las calificaciones de los ICAS, que han sido acordados por el BCE y comenzarán a aplicarse a finales del año 2024.

En el sistema de activos de garantía del Eurosistema, los ICAS desarrollados por siete bancos centrales nacionales de la zona del euro son una fuente importante para la evaluación del riesgo de crédito en activos de garantía no negociables (préstamos y créditos)¹⁰⁶. Las evaluaciones crediticias de los ICAS relativas a los riesgos climáticos se centrarán, principalmente, en las empresas más afectadas y en las que plantean el mayor riesgo para el Eurosistema por su tamaño, por lo que el análisis de estas será más exhaustivo¹⁰⁷.

¹⁰⁶ BINGMER, A. et al., “Overview of central banks’ in-house credit assessment systems in the euro area”, *ECB Occasional Paper Series*, n.º 284, Frankfurt, octubre de 2021. A finales de 2021, los ICAS calificaban el 34 % del valor de los activos de garantía no negociables tras los recortes de valoración. En el proceso de calificación se utiliza un modelo estadístico que suele incluir ratios financieras, al que le sigue un análisis de expertos que abarca información cualitativa y datos cuantitativos adicionales. La evaluación que realizan los expertos consiste en un examen de las fortalezas y debilidades de la empresa, los vínculos entre la matriz y las filiales, una evaluación de la gestión y un análisis del entorno sectorial y económico. Los ICAS ya han empezado a reconocer el cambio climático como factor de riesgo en sus análisis. Para más información sobre esta cuestión puede consultarse el interesante trabajo de KÖRDING, J. y RESCH, F., “Criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en los sistemas internos de evaluación del crédito del Eurosistema”, *BCE – Boletín Económico*, núm. 6/2022, pp. 83 y ss.

¹⁰⁷ Como apuntan KÖRDING, J. y RESCH, F., la aplicación del principio de proporcionalidad está en consonancia con la mayor disponibilidad de datos que se espera con arreglo a la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD, por sus siglas en inglés). Por tanto, se analizarán los riesgos climáticos que afectan a la solvencia de las sociedades no financieras siguiendo el siguiente orden de prioridad: grandes empresas de sectores muy contaminantes; PYMES de sectores muy contaminantes para las que se dispone de datos a nivel de empresa; otras grandes

En una de sus últimas comunicaciones, el BCE fijó tres objetivos fundamentales en su trabajo sobre el cambio climático, a saber; (i) gestionar y mitigar los riesgos financieros asociados al cambio climático y evaluar su impacto económico; (ii) impulsar las finanzas sostenibles para apoyar una transición ordenada a una economía baja en carbono, y (iii) compartir la experiencia adquirida por el BCE para promover cambios de comportamiento más profundos (gráfico 1).

Gráfico 1: Objetivos estratégicos del BCE.



Fuente: BCE¹⁰⁸.

A nivel nacional, los bancos centrales europeos de los Estados miembros vienen incorporando cuestiones climáticas y medioambientales en sus propias acciones, en los ámbitos de la gestión de activos, supervisión y estabilidad financiera. Un detalle de todo ello puede verse en la tabla 1.

empresas; otras PYMES para las que se dispone de datos a nivel de empresa. En el caso de las demás empresas, se recomienda encarecidamente a los ICAS que lleven a cabo una evaluación a nivel sectorial/regional.

¹⁰⁸ BANCO CENTRAL EUROPEO. Agenda climática del BCE, 4 de julio de 2022. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.p.r220704_annex-cb39c2dcbb.es.pdf

Tabla 1: Actuaciones de los Bancos Centrales de Europa.

Área	Autoridad	
Política monetaria	Banco Central Europeo (análisis dentro de la revisión estratégica)	
Incorporación de criterios de SRI o ESG en la gestión de carteras propias	Banco de España	
	Banco de Italia	
	Banco de Francia	
	Banco de Irlanda	
	Banco Nacional de Hungría	
	Banco de Suecia	
	Banco de Noruega	
Análisis de exposiciones del sistema financiero	Banco de Finlandia	
	Autoridad de Supervisión Financiera sueca (2016)	
	Banco de los Países Bajos (2017)	
	Banco de Inglaterra (2018)	
	Banco Central Europeo (2019)	
	Banco de Francia y Autoridad de Supervisión Prudencial y de Resolución francesa (2017 y 2019)	
	Banco de España (2019)	
Prácticas supervisoras	Banco Nacional de Bélgica (2020)	
	Pruebas de resistencia	Banco de los Países Bajos (2018)
		Banco Central Europeo y Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020 - piloto)
	Banco Nacional de Dinamarca (2020)	
	Autoridad Bancaria Europea (2021 - ejercicio piloto)	
	Banco de Francia y ACPR (2021)	
	Banco Central Europeo (2021)	
Banco de España (2021)		
Banco de Inglaterra (2022)		
Expectativas supervisoras	Autoridad de Regulación Prudencial británica (2019)	
	Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana (2020)	
	Banco de los Países Bajos (2020)	
	Banco Central Europeo (2020)	
	Banco de España (2020)	
Banco de Portugal (2021)		

Fuente: GONZÁLEZ MARTÍNEZ¹⁰⁹.

En concreto, ciertos bancos centrales han analizado las exposiciones del sistema bancario tanto a sectores afectados por la transición a una economía de bajo carbono como a eventos climatológicos con origen en el cambio climático. Baste por señalar a estos efectos el caso de los bancos centrales de Suecia, Países Bajos, Francia, España y Bélgica, así como el propio BCE¹¹⁰.

Nos encontramos, ante la antesala a la realización generalizada de las pruebas de resistencia a riesgos climáticos que, como hemos mencionado en apartados precedentes, se vienen desarrollando en los últimos dos años¹¹¹. Un ejemplo de ello lo constituye el

¹⁰⁹ GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I., “El papel de los bancos centrales...”, op. cit., p. 9.

¹¹⁰ GONZÁLEZ, C. I., y NÚÑEZ, S., “Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities”, *Documentos Ocasionales*, Banco de España, núm. 2126/2021. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerizadas/DocumentosOcasionales/21/Files/do2126e.pdf>

¹¹¹ En este mismo sentido lo recoge GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I., “El papel de los bancos centrales...”, op. cit., p. 10.

Banco Central de los Países Bajos que en 2018 llevó a cabo este tipo de ejercicios, para los riesgos de transición y en un plazo temporal de cinco años¹¹². Téngase en cuenta, que la actuación de los Bancos Centrales, debe encajar con los mandatos otorgados por en cuanto al cumplimiento de concretos objetivos como son el control del crecimiento de los precios y la estabilidad financiera.

Otra de las iniciativas llevadas a cabo por los supervisores nacionales en el ámbito internacional ha sido la creación del *Network for Greening the Financial System* (NGFS, por sus siglas en inglés), asociación de los bancos centrales y supervisores para trabajar en materia de cambio climático¹¹³. La estabilidad financiera global ante el impacto que pueda tener el cambio climático y sus consecuencias se encuentra entre sus objetivos, integrando los factores de sostenibilidad en el seguimiento de las entidades financieras (hablamos de un seguimiento microprudencial), y fomentando la identificación y gestión de dichos riesgos¹¹⁴.

¹¹² ALONSO, A., y GONZÁLEZ, C. I., “Los productos financieros sostenibles...”, op. cit.

¹¹³ La creación de la *Network for Greening the Financial System* (NGFS) en diciembre de 2017, es muestra de que los bancos centrales y supervisores están incorporando el análisis de las implicaciones de los riesgos climáticos y medioambientales en sus áreas de trabajo, de cara a su función supervisora. La NGFS en 2019 elaboró unas recomendaciones voluntarias para los participantes en dicha asociación, de cara a alcanzar los objetivos del Acuerdo de París. Disponible en: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/document/s/reporte-de-la-ngfs-una-llamada-a-la-accion-es-290719-0.pdf> De hecho, en el informe de avances de octubre de 2018, los miembros de la NGFS reconocieron que *los riesgos relacionados con el clima son una fuente de riesgo financiero. Por lo tanto, está dentro de los mandatos de los bancos centrales y de los supervisores asegurar que el sistema financiero sea resiliente a estos riesgos*. Los mandatos legales de los bancos centrales y de los supervisores financieros varían entre los miembros de la NGFS, pero típicamente incluyen la responsabilidad de mantener la estabilidad de los precios, la estabilidad financiera y la seguridad y solidez de las instituciones financieras. Aunque la responsabilidad primordial de asegurar el éxito del Acuerdo de París recae en los gobiernos, corresponde a los bancos centrales y a los supervisores dar forma y cumplir con su papel sustancial en el tratamiento de los riesgos relacionados con el clima dentro del ámbito de sus mandatos. Entender cómo los cambios estructurales afectan al sistema financiero y a la economía es fundamental para cumplir con estas responsabilidades.

¹¹⁴ En 2019, el Banco de España incorporó los principios de inversión sostenible y responsable en su marco de

Será preciso que las entidades de crédito y financieras domiciliadas en los Estados de la Unión incorporen todas estas cuestiones y, para ello, el BCE ha elaborado un documento donde se recogen las principales áreas en las cuales espera que las entidades significativas - supervisadas directamente por el BCE- incorporen los aspectos climáticos y de medioambiente¹¹⁵.

La guía ha sido elaborada junto con las autoridades nacionales para proveer más transparencia sobre la comprensión de la gestión prudente de los riesgos climáticos y medioambientales en el marco actual, centrándose en cuatro áreas bien identificadas: modelo de negocio y estrategia, gobernanza y apetito por el riesgo, gestión de éste y divulgación. Como sabemos, esta guía no es vinculante para las instituciones significativas, pero se espera de ellas que incorporen o al menos inicien las actuaciones tendentes a seguir los criterios marcados en ella, habida cuenta de la exposición que estas entidades

inversión para la gestión de sus carteras no relacionadas con la política monetaria, y ha acordado una posición común con el resto de los Bancos Centrales Nacionales del Eurosistema con respecto a la aplicación de dichos principios a las carteras propias, que esté alineada con las recomendaciones de la *Network for Greening the Financial System* (de la que es miembro desde 2018), y que promueva la transparencia y comprensión de los riesgos climáticos. Con este objetivo, el Banco de España está construyendo una cartera temática para la Inversión Sostenible y Responsable (SRI por sus siglas en inglés), mediante la inversión directa en bonos verdes denominados en distintas divisas, y la participación en fondos de inversión en activos verdes (denominados en euros y en dólares norteamericanos) gestionados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés). Para más información puede consultarse la página del Banco de España, disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/sobreeelbanco/sostenibilidad-medioambiental/informacion-general/Politica-Monetaria-y-cartera-de-inversion/la-gestion-de-carteras-por-cuenta-propia.html>. También y sobre los fondos de inversión vid. DE VIVERO DE PORRAS, C., “Instrumentos financieros, fondos de inversión y derivados”, en AA. VV., *Situación, tendencias y retos del sistema financiero*, Pamplona, 2022, pp. 143-179.

¹¹⁵ EUROPEAN CENTRAL BANKING, “Guide on climate-related and environmental risks Supervisory expectations relating to risk management and disclosure”, November 2020. Disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/sm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>

significativas pueden tener ante los riesgos climáticos y ambientales.

3.2. Iniciativas del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

El Banco de España ha seguido trabajando todos estos años en el impacto del cambio climático y las finanzas, publicando en octubre de 2020 el documento titulado “Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental”¹¹⁶. El citado documento supone un paso más hacia la consecución del objetivo común fijado por las iniciativas internacionales y europeas, haciéndose públicas las expectativas del Banco de España relativas a la consideración de los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental en las estrategias, los modelos de negocio, el gobierno corporativo, la gestión del riesgo y la divulgación de las entidades de crédito bajo su supervisión.

Las expectativas del Banco de España se centran en los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental, por ser los ámbitos en los que, hasta la fecha, se han producido mayores avances a escala internacional. Ahora bien, según el supervisor, los riesgos sociales y de gobernanza tienen una importancia sustantiva y han de ser considerados apropiadamente por las entidades. Es así como el regulador se centra

¹¹⁶ BANCO DE ESPAÑA, “Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental”, 23.10.2020. Estas expectativas se dirigen a los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en uno de estos grupos consolidables, establecidas en España y consideradas menos significativas en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Ello no impide que entidades a las que no están específicamente dirigidas las puedan considerar de utilidad dentro de su marco de análisis y reflexión para acometer los retos asociados a los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/Supervision/Normativa_y_criterios/Recomendaciones_BdE/Expectativas_supervisoras_sobre_riesgo_medioambiental_27102020.pdf

en la gestión de los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental, si bien en este proceso de transición se abren nuevas oportunidades para las entidades.

Es importante fijar una adecuada gestión de riesgos, identificando las oportunidades que contribuyan al avance de dicho proceso de transición energética. En este contexto, el documento publicado por el Banco de España pretende ser dinámico y adaptable de cara el futuro, precisamente condicionado a la incipiente inclusión de los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental en el marco normativo y supervisor. De la misma forma, estamos a la espera de posteriores desarrollos normativos sobre la materia y del avance que realicen las propias entidades para la mejora de su gestión, lo que determinará que se vayan ajustando las expectativas del regulador en la medida de lo necesario.

Con las expectativas del Banco de España, el regulador pretende hacer explícitas sus consideraciones en cuanto a cómo deben las entidades progresar en esta materia y tener en cuenta los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental, en su análisis, modelo de negocio, estrategia, gobernanza, gestión del riesgo y en la divulgación de la información a terceros. Consciente del diferente grado de desarrollo en la incorporación de los riesgos climáticos y medioambientales por parte de las entidades, así como de los retos metodológicos y de información existentes, las expectativas son de carácter voluntario y no vinculante, no estando sujetas al principio de “cumplir o explicar”.

Con estas expectativas, el Banco de España pretende orientar y alentar a las entidades a reflexionar sobre el camino que se ha de recorrer de manera progresiva. No obstante, el regulador considera que a pesar de lo novedoso la materia, las entidades han tenido tiempo para poner en práctica los conocimientos adquiridos sobre estos riesgos, habida cuenta de la existencia de proyectos internacionales sobre la materia, la pertenencia al acuerdo sectorial firmado en la COP25, así

como a través del análisis de su propio negocio.

A pesar de que no se espera que la implementación se haga desde un primer momento, sí que se pretende que las expectativas recogidas en el documento comiencen a verse progresivamente implementadas transcurridos dieciocho meses desde su publicación, de modo que, sobre esta base —y en el ámbito del diálogo supervisor—, se puedan valorar los avances realizados por las entidades, las dificultades encontradas y las áreas de mejora.

En todo caso, será responsabilidad de las entidades diseñar una estrategia de gestión que permita una consideración más eficaz y prudente de los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental.

Dentro del ámbito de los supervisores de mercados de capitales, a nivel nacional, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en los últimos años ha llevado a cabo varios trabajos que favorezcan 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 europeo¹¹⁷, a lo que ha dado continuidad en Planes posteriores.

4. A modo de conclusión

La incorporación de un régimen sostenible en las finanzas parte inicialmente de un concepto reducido y ligado a la integración de los factores en la inversión institucional, asociado a lo que hoy conocemos como

inversión socialmente responsable, para llegar a un concepto mucho más amplio y de desarrollo de líneas de Inversión Responsable basadas en la consideración de aspectos ambientales, sociales y de gobernanza en la gestión de las carteras de inversión.

Hablar de finanzas sostenibles resulta pues clave para intentar generar una financiación privada focalizada en objetivos climáticos de sostenibilidad medioambiental. Pero también supone la necesidad de integrar en las empresas, gobiernos corporativos con proyección de inversión y gestión marcados por el largo plazo y por los criterios ASG conectados con la RSE.

La sostenibilidad en el ámbito financiero es actualmente pujante y en los próximos cinco años, irá calando una mayor conciencia universal sobre las iniciativas reguladoras, con vistas a modificar el modelo de desarrollo económico ante las urgencias del planeta.

En este punto es esencial una visión multilateral y una reorientación de los objetivos en el sector financiero con la conveniente regulación en el establecimiento de unos estándares claros y precisos. Es aquí donde las finanzas juegan un papel relevante y su valor es altamente relevante en la pretendida transformación sostenible.

Pese a disponer de pocos estándares en la actualidad, cada vez cobra mayor importancia la realización de un adecuado análisis y gestión de los riesgos climáticos, como así lo están exigiendo nuestros reguladores y supervisores financieros.

¹¹⁷ RODRÍGUEZ ARIAS, T., “Los reguladores y supervisores. Punto de vista del supervisor del mercado de valores”, *IEAF – FEF*, 2020. Disponible en: https://www.ieaf.es/images/FEF-FORO/articulos/8_Punto_de_vista_del_supervisor_mercado_de_valores.pdf

Referencias bibliográficas

- ABAD GONZÁLEZ, J.I., y GUTIÉRREZ LÓPEZ, C., “Evaluación de la solvencia bancaria un modelo basado en las pruebas de resistencia de la banca”, *Estudios de economía aplicada*, núm. 2, 2014.
- ALONSO, A., y GONZÁLEZ, C. I., “Los productos financieros sostenibles desde el punto de vista de los supervisores y los reguladores: sector bancario”, en AA. VV. Dirs. J.M. López Jiménez y A. Zamarriego Muñoz), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2021.
- BATALLER, J., “Desmontando tópicos sobre la Responsabilidad Social Empresarial”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 323/2022, (BIB 2022/586).
- BERGES, A., y MORALES, J., “La banca ante los primeros test de estrés de riesgo climático del Banco Central Europeo”, *Cuadernos de Información Económica*, N.º 284 (septiembre-octubre 2021). Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/la-banca-ante-los-primeros-test-de-estres-de-riesgo-climatico-del-banco-central-europeo/>
- BERTRAM, G., “William Nordhaus’s Climate Club Proposal: thinking global about climate change economics”, *Policy Quarterly*, vol. 12, núm. 2, 2016.
- BINGMER, A. et al., “Overview of central banks’ in-house credit assessment systems in the euro area”, *ECB Occasional Paper Series*, n.º 284, Frankfurt, octubre de 2021.
- CARRETERO GARCÍA, A., “Economía circular versus economía lineal. propuestas normativas en España y Francia relativas al uso de envases y a la información dirigida al consumidor sobre cualidades ambientales de los productos”, *Revista CESCO*, núm. 42/2022.
- DELGADO, M., Foro “Descarbonizar la economía”, *El Confidencial*, discurso de apertura, 31 de octubre, 2019. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Ar/Fic/delgado311019.pdf>
- DE VIVERO DE PORRAS, C., “Instrumentos financieros, fondos de inversión y derivados”, en AA. VV. (Dir. Edufinet), *Situación, tendencias y retos del sistema financiero*, Pamplona, 2022.
- DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J.M., y LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M., “El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles: consideraciones generales”, en AA. VV. (Dir. J.M. López Jiménez y A. Zamarriego Muñoz), *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2021.
- ENCISO ALONSO MUÑUMER, M.Tª. “Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N.º 27, 2020.
- ESTEBAN RÍOS, J., “Entidades de crédito y medio ambiente introducción y fomento de criterios de sostenibilidad ambiental en el sector financiero”, *Revista Aragonesa de Administración Pública*, núm. 19, 2018 (Ejemplar dedicado a: Mecanismos económicos y de mercado para la protección ambiental).
- GARCÍA MANDALONIZ, M. “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 54, 2018, (BIB 2018/14055).
- GÓMEZ PATIÑO, D.P., “El pacto global de las Naciones Unidas: sobre la responsabilidad social, la anticorrupción y la seguridad”, *Revista Prolegómenos. Derechos y Valores de la Facultad de Derecho*, Vol. 14, núm. 28, 2011.
- GONZÁLEZ MARTÍNEZ, C.I.:
- “El papel de los bancos centrales en la lucha contra el cambio climático y en el desarrollo de las finanzas sostenibles”, *Boletín Económico* núm. 3/2021.
 - “Sostenibilidad financiera e integración de factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza. De lo intangible a lo tangible” en AA. VV. (Dir. Edufinet), *Situación, tendencias y retos del sistema financiero*, Pamplona, 2022.
- GONZÁLEZ, C. I., y NÚÑEZ, S., “Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities”, *Documentos Ocasiones*, Banco de España, núm. 2126/2021. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasiones/21/Files/do2126e.pdf>

KÖRDING, J., y RESCH, F., “Criterios mínimos comunes para incorporar los riesgos climáticos en los sistemas internos de evaluación del crédito del Eurosistema”, *BCE – Boletín Económico*, núm. 6/2022.

LÓPEZ JIMÉNEZ, J.M.:

- “Los bancos centrales y el cambio climático”, *Revista eXtoikos*, núm. 22, 2019.
- “La primera prueba de resistencia climática del Banco Central Europeo”, *Todo son Finanzas*, 2021. Disponible en: <https://todosonfinanzas.com/la-primer-prueba-de-resistencia-climatica-del-banco-central-europeo/>
- “La Ley de Cambio Climático y Transición Energética y el sistema financiero”, *Diario La Ley*, Nº 9864, 2021.

MALAGUITI, M.C., y SALVATI G.S., *La responsabilità sociale d'impresa. Percorsi interpretativi tra casi e material di diritto internazionale, dell Unione europea italiano*, Milán, 2017.

MURILLO GILI, R.: “¿Cómo actuar ante el cambio climático? Acciones y políticas para mitigarlo”, *Caixabank Research*, Informe Mensual, núm. 439/2019, p. 34. Disponible en: https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2019/11/_im11_cast.pdf

PEINADO GRACIA, J.I., “La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores. Una primera reflexión sobre la sostenibilidad de la sociedad mercantil y la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores”, *Revista Derecho Mercantil*, 311/2019, (BIB 2019\691).

RODRÍGUEZ ARIAS, T., “Los reguladores y supervisores. Punto de vista del supervisor del mercado de valores”, *IEAF – FEF*, 2020. Disponible en: https://www.ieaf.es/images/FEF-FORO/articulos/8_Punto_de_vista_del_supervisor_mercado_de_valores.pdf

ROLDÁN ALEGRE, J. M.^a, “Los bancos, pieza esencial en la Agenda 2030”, Conferencia para el XV Encuentro del Sector Bancario. IESE 2019, p. 3. Disponible en: <https://s2.aebanca.es/wp-content/uploads/2019/12/conferencia-jmr.-xv-encuentro-del-sector-bancario-iese-2019-1.pdf>

SEQUEIRA MARTÍN, A., “El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 61, 2021 (BIB 2021/1421).