LAS FINANZAS SOSTENIBLES

01 MONOGRAFÍA

Estado de la cuestión y motivaciones para su desarrollo

Consejo Académico de Finanzas Sostenibles

17 de enero de 2020

Foro Académico de Finanzas Sostenibles

Triodos Bank

Afi Escuela de Finanzas

Índice de contenidos

Resumen ejecutivo 2

1. Introducción. Ámbitos de las finanzas sostenibles 4

2. El impulso a las finanzas sostenibles: Agenda 2030 y el Acuerdo de Paris 5

2.1. Actividades preliminares sobre sostenibilidad y finanzas 5

2.2. La Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible 6

2.3. El Acuerdo de París y la emergencia climática 8

2.4. Complementariedad público-privada en el desarrollo de esos impulsos 10

3. Iniciativas Regulatorias y de Políticas Públicas en materia de Finanzas Sostenibles 12

3.1. G20 / Financial Stability Board (FSB) sobre Riesgos Financieros asociados al Clima 12

3.2. La Red de Supervisores y Bancos Centrales para Enverdecer al Sistema Financiero 13

3.3. Comisión Europea: Plan de Acción para vincular el Sistema Financiero al Desarrollo Sostenible 14

4. Los Mercados e Instituciones Financieras Privadas ante la Sostenibilidad 19

4.1. Los riesgos y oportunidades, como factores de impulso 19

4.2. Ámbito de la Gestión de Activos y Mercados de Bonos 20

4.3. Ámbito del Sector Asegurador 24

4.4. Ámbito del Sistema Bancario 26

4.5. Servicios profesionales vinculados a las finanzas sostenibles 27

5. Desafíos futuros y Recomendaciones 28

Reseña

El presente documento[1] ofrece una recopilación de la lógica argumental que sustenta el desarrollo de las finanzas sostenibles. Incluye las principales iniciativas que, en paralelo, pero de forma suplementaria, han desarrollado diferentes agentes públicos y privados. La competitividad ha pasado a estar ligada con la sostenibilidad, lo que ofrece un marco de oportunidades enorme para las entidades financieras. Los riesgos no son menores y deben ser tenidos en cuenta para evitar pérdidas de valor, en algunos casos, masivas. Con todo ello, las bases de su evolución están asentadas. Compromiso, transparencia, análisis y taxonomía serán los elementos clave para su crecimiento.

Palabras clave: cambio climático, financiación, oportunidades, riesgos, sostenibilidad

[1] La presente monografía expresa la opinión del Consejo Académico de Finanzas Sostenibles, sobre la base del documento elaborado inicialmente por Ángel Berges y Ricardo Pedraz. Los miembros del Consejo en el momento de su elaboración eran Oriol Amat, Marcos Eguiguren, Natalia Fabra, Mikel García-Prieto y Emilio Ontiveros.

Resumen ejecutivo

Financiar la actividad económica "satisfaciendo las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades" y favoreciendo al mismo tiempo un bienestar económico, ambiental y social. Es así como las **finanzas sostenibles**, en sus diferentes dimensiones (medioambiental, social, de gobernanza), productos y servicios (bonos, préstamos, medición y reporte de riesgos, etc.) y entidades (aseguradoras, bancos, gestores de activos, empresas no financieras), asumen un creciente protagonismo en los sistemas financieros, y una posición prioritaria en la agenda estratégica de las entidades.

Este hecho supone un **cambio de paradigma** en la actividad financiera, con implicaciones que van desde la dimensión estratégica, pasando por la gobernanza y la medición y gestión de riesgos, pero también con la aparición de nuevas oportunidades de negocio.

Actualmente, este entorno viene propiciado por compromisos globales que marcan el camino a seguir y que ayudan a fijar el objetivo. Entre ellos cabe destacar, sin duda alguna, los dos hitos internacionales que, desde 2015, han marcado la pauta para todos los avances posteriores en materia de finanzas sostenibles: la **Agenda 2030 y el Acuerdo de París,** que, aunque resultaron de negociaciones separadas, coinciden en identificar la demanda de futuro.

En este marco de compromiso internacional donde los riesgos de insostenibilidad o la búsqueda de nuevas oportunidades sostenibles han pasado a ser elementos centrales de la agenda política y económica, los **agentes públicos y privados** han desarrollado su propia actividad. Su evolución ha sido diversa y, hasta la fecha, ha transcurrido en paralelo. No ha habido planteamientos holísticos ni en el sector privado, ni en el público, lo que no ha impedido una proliferación de iniciativas.

Entre las iniciativas del **sector público** que en mayor medida han marcado este proceso, cabe destacar el **Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima**. El Grupo recibió el encargo desde el G20-FSB de crear un conjunto de recomendaciones sobre divulgaciones financieras asociadas al cambio climático que fueran comparables y consistentes, para que las empresas pudieran demostrar a sus inversores la resiliencia de su actividad y modelos de negocio ante la emergencia climática. El resultado de su trabajo se presentó en junio de 2017, con énfasis en la necesidad de plantear el análisis de forma prospectiva.

Posteriormente surgió otra iniciativa relevante y de gran repercusión en el ámbito de los bancos centrales y supervisores financieros. La **Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero** ya ha declarado que el riesgo climático es un riesgo financiero, por lo que trabaja con el objetivo de comprender y gestionar mejor los riesgos y las oportunidades que genera.

Pero sin duda el principal impulso al desarrollo de las finanzas sostenibles en Europa viene de la mano del **Plan de Acción para vincular el sistema financiero al desarrollo sostenible**, presentado por la Comisión Europea en marzo de 2018. Una de sus principales iniciativas es la definición de una **taxonomía** específica sobre qué debe ser considerado como **sostenible**. Los avances definidos hasta la fecha permiten distinguir una lista de 67 actividades económicas seleccionadas de acuerdo a su contribución a las emisiones de gases de efecto invernadero e incidencia sobre el cambio climático, lo que debe contribuir positivamente a eliminar la actual fragmentación del mercado en la

aplicación de este término, proteger a inversores privados de malas prácticas y señalar a los actores económicos qué actividades se consideran “adecuadas” a largo plazo.

Por otro lado, muchos de los primeros agentes que tomaron conciencia y desarrollaron acciones en el ámbito de las finanzas y la sostenibilidad eran del **sector privado**. Las razones del movimiento temprano de algunos agentes financieros cabe atribuirlas, en parte, a un cierto efecto anticipación de esas exigencias regulatoria y/o informativas que tarde o temprano iban a llegar, pero, sobre todo, a una evaluación por parte de los agentes financieros más dinámicos de los riesgos y oportunidades que iban a emanar del ineludible cambio hacia un modelo de crecimiento sostenible.

En el ámbito de los **riesgos**, sin duda el más relevante, en términos de impacto potencial sobre los agentes financieros, es el de la pérdida de valor de los activos que dejarán de ser productivos en ese nuevo modelo, lo que se ha venido en denominar “*stranded assets”.* Según algunas estimaciones, su monto total de dichos activos en el sector del petróleo, gas y carbón alcanzaría actualmente un valor de 1,6 billones de dólares.

En el lado de **las oportunidades**, se estima que los requisitos de inversión mundial en infraestructuras (necesarios para alcanzar un desarrollo sostenible) en el marco de la Agenda 2030 serán del orden de 5 a 6 billones de dólares en promedio por año. En el ámbito europeo, alcanzar el objetivo de descarbonización supondrá, según estimaciones de la Comisión Europea, nuevas inversiones en el sector energético en más de 0,5 billones de dólares anuales.

La **autorregulación** también ha tenido un rol relevante. Se han emitido más de 800.000 millones de dólares en deuda financiera sostenible en base a los denominados Principios de Emisión de Bonos Verdes. Más de 2.400 entidades vinculadas a vehículos de inversión han firmado compromisos en favor de una inversión responsable en todo el mundo. En sus respectivos ámbitos, más de 130 entidades bancarias y 70 aseguradoras han firmado principios de acción responsable y sostenible. Todo ello supone una movilización que puede tener enormes repercusiones en la actividad económica en general, por su capilaridad y labor más allá de las grandes empresas cotizadas.

En definitiva, la combinación de ese doble impulso y “presión” público-privado ha actuado como un eficiente mecanismo incentivador para que el sector financiero haya iniciado la **transformación** hacia un modelo más sostenible. Al fin y al cabo, esa transformación no es sólo una cuestión de altruismo y preocupación por el bienestar de la sociedad, sino que responde también a consideraciones de riesgo, de viabilidad a largo plazo de sus inversiones, o la posibilidad de que se produzca un nuevo episodio de alta inestabilidad financiera.

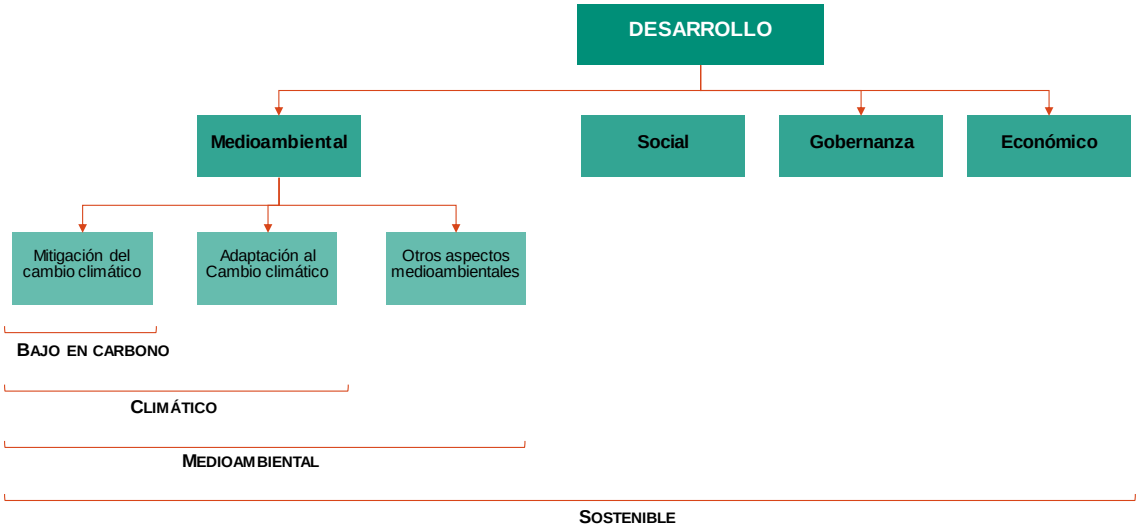
La situación de emergencia es clara. Un proceso de transición demasiado lento pone en claro riesgo el cumplimiento de las metas globales acordadas lo que puede llevarnos a escenarios de alta inestabilidad y desastres. Sin embargo, tampoco puede ser un cambio rápido y desordenado. Debe permitir la adecuada gestión de los costes sociales y financieros de la transición. Por ello la transparencia, la coordinación entre las partes y la información es imprescindible para poder disponer e implementar un adecuado plan de transición.

1. Introducción. Ámbitos de las finanzas sostenibles

No existe una definición única para las finanzas sostenibles. No obstante, todas las aproximaciones al término hacen referencia a su capacidad de financiar la actividad económica "satisfaciendo las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones para satisfacer sus propias necesidades" y favoreciendo al mismo tiempo un bienestar económico, ambiental y social (ver Ilustración 1).

Abarca todos los ámbitos de actividad del ecosistema financiero: empresas bancarias, entidades aseguradoras, gestoras de activos y aquellos otros agentes que desempeñan un papel específico en la financiación de las actividades económicas satisfaciendo las necesidades y demanda de sus clientes.

Ilustración 1. Estructura de términos en materia de crecimiento y desarrollo



Fuente: UNEP-Fi (2016)2

Una transición en este sentido tiene implicaciones para **la industria financiera** porque va más allá de solo financiar proyectos con beneficios ambientales. Debe garantizar que los factores climáticos y ambientales, sociales y de buena gobernanza estén completamente integrados en la toma de decisiones financieras convencionales –criterios económicos- en todos los sectores y clases de activos. Esta transición supone un cambio de paradigma en la actividad financiera, con implicaciones que van desde la dimensión estratégica, pasando por la gobernanza, y la medición y gestión de riesgos, pero también con la aparición de nuevas oportunidades de negocio.

Por otra parte, los incentivos y normativas que emanan de las instituciones públicas competentes –incluyendo reguladores y supervisores- definen nuevos marcos de actuación que es necesario anticipar.

Sobre esas bases, esta monografía tiene como objeto analizar, con un enfoque sencillo y divulgativo, el estado actual de las finanzas sostenibles y las tendencias que se pueden anticipar para las mismas. Tomando como punto de partida los grandes hitos que les sirvieron de impulso (Agenda 2030 y Acuerdo de Paris), se analizan los principales avances llevados a cabos, en paralelo, desde el sector público y los agentes privados.

[2] http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/1_Definitions_and_Concepts.pdf

EL primero establece el marco de actuación y también actúa como impulsor y señalizador, y en el segundo asume funciones y compromisos que en muchas ocasiones han ido claramente por delante de las exigencias/recomendaciones emanadas del sector público y/o reguladores.

Es así como las finanzas sostenibles, en sus diferentes dimensiones (medioambiental, social, de gobernanza), y en productos/servicios/actividades (bonos, préstamos, medición y reporte de riesgos, etc.), las entidades y/o instituciones (aseguradoras, bancos, gestores de activos, empresas no financieras), asumen un creciente protagonismo en los sistemas financieros, y una posición prioritaria en la agenda estratégica de las entidades, como ilustramos en la sección 4 de la monografía, que concluye con una sección sobre los principales retos futuros del sistema financiero y sus agentes intervinientes, de cara a la necesaria e inaplazable transición hacia un modelo de crecimiento y desarrollo sostenible.

2. El impulso a las finanzas sostenibles: Agenda 2030 y el Acuerdo de Paris

El acercamiento progresivo del sector financiero a los desafíos globales (cambio climático, uso de recursos, desigualdad, cambios demográficos, disrupción tecnológica) es un elemento clave de la actividad financiera cuando se vincula con la sostenibilidad. Compatibilizar la consecución de rentabilidad económica con la necesidad de atender un propósito corporativo más allá de la obtención de beneficios se está convirtiendo en el nuevo propósito empresarial[3], y por eso es necesario encontrar su camino para atender no sólo el bienestar de los accionistas sino de todos los grupos de interés (accionistas, empleados, clientes ahorradores, prestatarios, sociedad en general) y corregir las externalidades negativas mientras se mantiene la competitividad empresarial.

Actualmente, este entorno viene propiciado por compromisos globales que marcan el camino a seguir y que ayudan a fijar el objetivo. Entre ellos cabe destacar, sin duda alguna, los dos hitos internacionales que, desde 2015, han marcado la pauta para todos los avances posteriores en materia de finanzas sostenibles: la **Agenda 2030**[4] **y el Acuerdo de París**[5]**,** que aunque resultaron de negociaciones separadas, coinciden en identificar la demanda de futuro. No obstante, hay elementos previos que reseñar.

2.1. Actividades preliminares sobre sostenibilidad y finanzas

Los **primeros planteamientos globales en materia de preocupación por la sostenibilidad surgen en la década de los 70**, principalmente vinculada al ambientalismo y la preocupación por los límites del crecimiento[6]. Los movimientos internacionales crecieron hasta reclamar de forma general la necesidad de alcanzar un desarrollo sostenible.

[3] Véase por ejemplo la declaración del *Business Roundtable* del pasado 19 de agosto de 2019 https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf
[4] https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/development-agenda/
[5] https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement
[6] https://www.nytimes.com/1972/04/02/archives/the-limits-to-growth-a-report-for-the-club-of-romes-project-on-the.html

El informe elaborado por la comisión *Brundtland* dio forma a la necesidad de disponer de un modelo de desarrollo que integrara las necesidades de los pobres y no aumentara los problemas ambientales[7]. Estos planteamientos fueron la base de muchas de las primeras iniciativas financieras individuales vinculadas a la llamada banca ética. La preocupación internacional creció en los años posteriores, lo que impulsó el crecimiento de **algunas iniciativas financieras**, principalmente fuera del entorno de las economías avanzados.

La *Sustainable Banking Network* puede ser considera como una de las primeras y más importantes iniciativas en este ámbito. Surgida en 2012, reúne de forma voluntaria a bancos centrales de unos 40 países emergentes para trabajar en la transición de sus economías bajo la coordinación de la *International Finance Corporation* del Banco Mundial. En el mismo año, y auspiciada por el Banco Central de Nigeria, se organiza la primera red de bancos del país vinculados a las finanzas sostenibles, que promulga de forma coordinada los denominados *Nigerian Sustainable Banking Principles*[8], que exigían a sus asociados que informaran de sus prácticas en materia de gestión de riesgos ambientales y sociales, huella ambiental y social, derechos humanos, empoderamiento económico de las mujeres, inclusión financiera, gobernanza ambiental y social, creación de capacidades y asociaciones colaborativas.

Otros ejemplos posteriores en el mismo ámbito se encuentran en latitudes no occidentales como la denominada *Mongolian Sustainable Finance*[9] surgida en 2013, y hoy convertida en asociación mongol para las finanzas sostenibles, así como la propuesta de la Superintendencia de Banca y Seguros de Perú, que en 2015 lanzó una norma sobre el la gestión del riesgo social y medioambiental de las empresas del sector financiero para la promoción de buenas prácticas y la toma prudente de riesgos en las empresas del sistema financiero y, como consecuencia, del resto de sector corporativo peruano[10].

2.2. La Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible

En septiembre de 2015 tuvo lugar en Naciones Unidas, y con asistencia de más de 150 jefes de Estado y de Gobierno, la histórica Cumbre del Desarrollo Sostenible, en la que se aprobaba la Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que, desde el 1 de enero de 2016, rigen los esfuerzos de los países para lograr un mundo sostenible en el horizonte de 2030.

La ODS abarcan 17 objetivos y 169 metas, así como una declaración de intenciones que articula los principios de integración, universalidad, transformación y una asociación global para el desarrollo humano dentro de los límites biofísicos de la Tierra (ver Ilustración 2).

Su implementación no está parametrizada porque, aunque se trata de un empeño colectivo y global, corresponde a cada país decidir cómo implementarlos y priorizar sus propios objetivos y metas dentro del marco común. Esta realidad hace que la agenda

[7] https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf
[8] https://www.cbn.gov.ng/out/2012/ccd/circular-nsbp.pdf
[9] https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/a6d51882-7d13-4bee-b469-a5fefd57499d/MBA_ToC_brochure.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kKZs7tc

[10] https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/61492f7e-3a29-46e9-b02d-a96bacbe23ea/SBN_Regulation+for+Social+and+Environmental+Risk+Management_Spanish.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kWtGvkn

de cada país, conocida como Agenda 2030, pueda ser divergente en las formas, pero no en el fondo.

Ilustración 2. Objetivos de Desarrollo Sostenible

Fuente: Alto Comisionado para la Agenda 2030

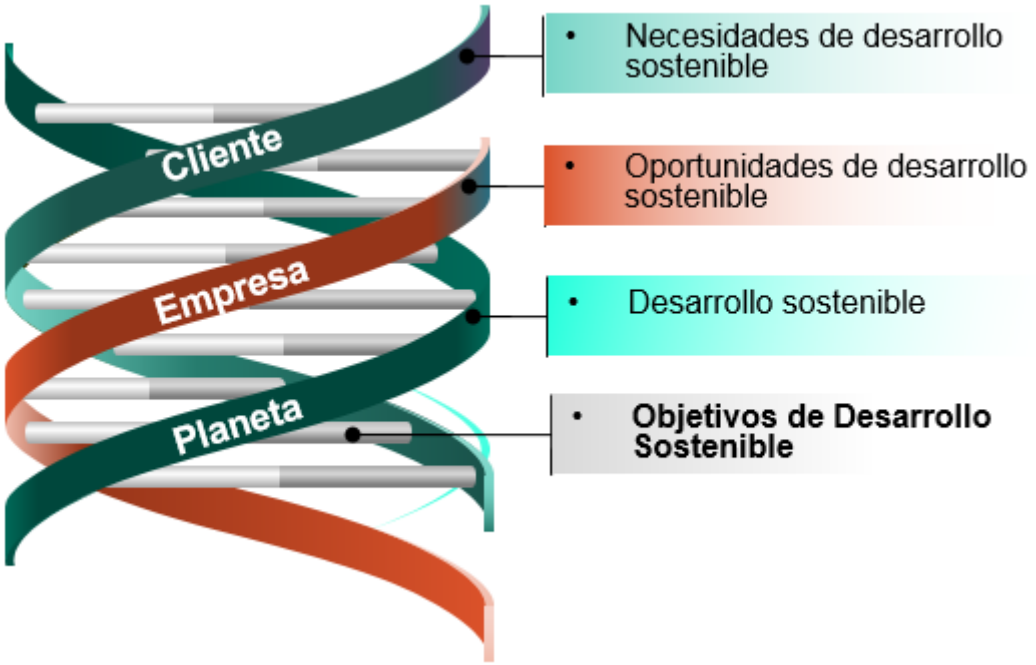
Quizás no es fácil identificar el vínculo de los ODS con la actividad económica, las empresas y la industria financiera. Hay que tener en cuenta que las empresas hacen grandes esfuerzos por atender necesidades que, una vez identificadas, puedan estructurar como bienes o servicios para potenciales clientes. En este sentido, los ODS identifican las **necesidades globales** que deben ser satisfechas convenientemente, en parte, por modelos de negocio que tendrán que evolucionar o inventarse. **Atender toda esa "demanda desatendida",** aparte de una obligación moral, es una oportunidad económica si se saben diseñar soluciones sostenibles.

Poner estos objetivos en el centro de la estrategia de negocio debe ser visto como una triple hélice virtuosa (*win-win-win*), tanto para las empresas y sus clientes potenciales como para el conjunto de la sociedad (ver Ilustración 3). La racionalidad de este planteamiento llega incluso a la demanda, donde casi un 75% de los consumidores ya están dispuestos a cambiar sus hábitos de consumo por otros con menor impacto ambiental, y la mitad incluso aceptaría pagar más por ello[11].

En definitiva, para numerosos agentes económicos la sostenibilidad, como algo general, y los ODS como algo más tangible, proporcionan ya una hoja de ruta hacia un desarrollo más duradero y un mercado de oportunidades en crecimiento. Asimismo, demuestran que mejorar la sostenibilidad no tiene necesariamente un costo, sino que puede proporcionar beneficios significativos a largo plazo que son el foco de las finanzas sostenibles.

[11] https://www.nielsen.com/us/en/insights/report/2018/unpacking-the-sustainability-landscape/

Ilustración 3. Vínculo entre los Objetivos de Desarrollo Sostenible con la actividad empresarial



Fuente: Afi. Elaboración propia

2.3. El Acuerdo de París y la emergencia climática

A través del ODS 13, se insta a adoptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos. El objetivo es prepararnos para afrontar los impactos del cambio climático, **sentar las bases de una economía neutra en emisiones y acompañar a los colectivos más vulnerables en el proceso de transición**.

La lucha contra el cambio climático, tanto en lo que se refiere a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero como a la adaptación, se erige en una absoluta prioridad para la comunidad internacional. Además, los problemas que ya se empiezan a manifestar en muchas partes del mundo, repercute gravemente en el ecosistema y en la economía por los costes que generan y el efecto negativo que implican:

- La destrucción provocada por los desastres naturales es creciente y preocupante, con un coste de reconstrucción cada vez más elevado[12]. Además, los recursos que se destinan a la reconstrucción no se dedican a fines que crean valor, y así se genera un retraso, no estructural, pero sí relevante. Costes de reconstrucción.
- El aumento del número de días anormalmente calurosos requiere de inversión en nuevas infraestructuras más resistentes y eficientes cuyo desarrollo es en gran medida costoso[13], aunque también puede llegar a estimular la innovación. Costes de adaptación.

[12] Ver Coronese et al (2019) https://www.pnas.org/content/116/43/21450
[13] Ver Global Commission on Adaptation (2019): https://gca.org/global-commission-on-adaptation/report

- La literatura académica empieza a demostrar que existe una clara incidencia negativa de la creciente emergencia climática en la productividad[14]. El calentamiento global del planeta incide negativamente en el rendimiento de algunos recursos naturales y genera un claro empobrecimiento de la sociedad. Costes estructurales.

En este sentido, *Carbon Disclosure Project (CDP)*[15] informaba que más del 80% de las empresas admitía, en sus informes de 2018, que padecerán impactos relevantes fruto de la emergencia climática, debido principalmente a patrones climáticos extremos, aumento de las temperaturas globales y del coste de emitir gases de efecto invernadero a la atmósfera.

En este escenario, donde la transformación hacia una economía baja en carbono es necesaria, la metamorfosis también genera costes potenciales de transición. El mismo informe de CDP señalaba que las 500 principales compañías incluidas identificaban **pérdidas potenciales de 250 mil millones de dólares por activos varados**; es decir, activos que no ofrecerán los retornos económicos esperados como resultado de cambios en el mercado asociados con la transición a una economía baja en carbono.

Ante este entorno, Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del FSB, ha llegado a afirmar que estamos ante un riesgo financiero derivado del cambio climático que puede llegar a ser del tipo "momento Minsky"[16].

---

a) Mantener el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales, y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C con respecto a los niveles preindustriales, reconociendo que ello reduciría considerablemente los riesgos y los efectos del cambio climático;

b) Aumentar la capacidad de adaptación a los efectos adversos del cambio climático y promover la resiliencia al clima y un desarrollo con bajas emisiones de gases de efecto invernadero, de un modo que no comprometa la producción de alimentos;

c) Elevar las corrientes financieras a un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero.

Artículo 2. Acuerdo de París. Naciones Unidas

Ante esta creciente manifestación de hechos y efectos, la acción global sobre la emergencia climática ha crecido notablemente, también motivada por lo existencia de un acuerdo global en la materia como es el alcanzado en la **Conferencia de las Partes (COP-21)** celebrada en 2015. El texto, acordado por 195 países además de la Unión Europea en París sustituyó al Protocolo de Kioto (1997), primer acuerdo global para

[14] Ver estudio completo en: https://ideas.repec.org/p/cam/camdae/1965.html
[15] Ver informe completo en https://www.cdp.net/en/research/global-reports/global-climate-change-report-2018
[16] https://www.bankofengland.co.uk/news/2019/april/open-letter-on-climate-related-financial-risks

reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. El compromiso, aplicable a partir de 2020, incluye un conjunto de propósitos en materia de mitigación, adaptación y resiliencia que los estados firmantes asumen perseguir y donde el papel de los mercados financieros se considera clave.

2.4. Complementariedad público-privada en el desarrollo de esos impulsos

En este marco de compromiso internacional donde los riesgos de insostenibilidad o la búsqueda de nuevas oportunidades sostenibles han pasado a ser elementos centrales de la agenda política y económica, los **agentes públicos y privados** han desarrollado su propia actividad.

Su **evolución ha sido diversa y, hasta la fecha, ha transcurrido en paralelo**. No ha habido planteamientos holísticos ni en el sector privado, ni en el público, lo que no ha impedido una proliferación de iniciativas. En este sentido, las instituciones públicas, consideradas en sentido amplio, tienen un papel clave en permitir, favorecer y acelerar los cambios que se plantean. Al tener un horizonte temporal más largo, y funciones objetivo que van más allá del binomio riesgo / rendimiento, han sido relevantes y de gran utilidad y provecho en lo que a cambios estructurales se refiere:

- **Establecimiento de marcos de futuro**: conocer los elementos esenciales que se mantendrán como eje de actuación en el largo plazo (policy) es un elemento clave para aunar esfuerzos y alinear intereses. En este sentido encontramos actuaciones vinculadas a la definición de estrategias de energía y clima a largo plazo, o las ya citadas Agendas para el desarrollo Sostenible que marcan la acción de gobierno a muy largo plazo.
- **Desarrollo normativo**: La regulación siempre ha buscado servir como elemento que generaliza exigencias en un campo de actividad porque su imposición se considera que genera un beneficio colectivo mayor. En este ámbito, el desarrollo principal ha ocurrido en el entorno europeo (Plan de Acción para la Financiación del Desarrollo Sostenible), en distinta medida, en la acción de algunos estados como Francia (Ley de transición energética) o Reino Unido (Ley de Cambio Climático), buenos ejemplos de este planteamiento.
- **Ejemplaridad**: La acción propia que es capaz de generar el sector público puede servir de estímulo y guía de los cambios a acometer. A menudo las instituciones financieras públicas han estado a la vanguardia de la innovación en finanzas sostenibles, particularmente en términos de emisiones de bonos vinculados a sostenibilidad, y en el establecimiento de estándares sobre ellos, así como en la implementación de marcos de gestión de riesgos, financiación de activos ambientales y desarrollo de demanda. La acción de bancos multilaterales, agencias de desarrollo y las propias instituciones han marcado camino al resto de agentes financieros con su capacidad de dinamizar un mercado incipiente, que genera un efecto demostración beneficioso para el resto de instituciones financieras y actores empresariales.

Por otro lado, el sector privado desempeña un papel importante y creciente en esta transformación hacia un sistema financiero más sostenible. Su compromiso y actividad se ha producido en muchos casos con antelación a le existencia de incentivos, normas o requisitos que actuasen como factores de estímulo.

Los principales vectores de actividad que han motivado este avance han sido:

- **Identificación de riesgos, en respuesta o en anticipación, a exigencias supervisoras**: en este sentido, y como más adelante desarrollaremos, son los bancos centrales y otros agentes supervisores los que alientan en primer lugar a los agentes financieros para identificar y gestionar adecuadamente los riesgos medioambientes en particular, y en general los asociados a un crecimiento no sostenible. Con ello, algunas entidades financieras pasan a adoptar un enfoque estratégico a largo plazo para considerar estos riesgos y a integrarlos en sus marcos de gobierno y gestión de riesgos.
- **Presión de los inversores**: entendidos e identificados los riesgos, son los inversores los que han pedido a sus empresas que gestionen y minimicen dichos riesgos, a la vez que exigían cambios que permitieran captar las oportunidades de futuro que se vislumbran. Iniciativas de autorregulación y coordinación han sido lideradas por agentes financieros que planteaban, desde su responsabilidad, sea por el valor que les aporta o por la lógica fiduciaria que les aplica.
- **Integración con la estrategia**: existe un número creciente de agentes financieros y empresas que han decidido tomar liderazgo en la vinculación entre sostenibilidad, financiación y competitividad. Han planteado cambios sustanciales en su propósito de futuro, en su modelo de negocio y han actuado para alcanzarlo más allá de las señales de otros agentes en este ámbito.

  En estos casos, la sostenibilidad ha virado desde elementos adyacentes (responsabilidad social corporativa o comunicación) a ser parte de las ocupaciones de los departamentos de negocio y riesgo debido a su racionalidad en los modelos de negocio cuando se aplica una visión de largo plazo.

En definitiva, la combinación de ese doble impulso y “presión” público-privado ha actuado como un eficiente mecanismo incentivador para que el sector financiero haya iniciado con fuerza la transformación hacia un modelo más sostenible. Al fin y al cabo, esa transformación no es sólo una cuestión de altruismo y preocupación por el bienestar de la sociedad, sino que responde también a consideraciones de riesgo, de viabilidad a largo plazo de sus inversiones, o la posibilidad de que se produzca un nuevo episodio de alta inestabilidad financiera.

A esto hay que añadir a la sociedad civil, cuyo cambio en los hábitos de consumo hacia productos más respetuosos con la salud y el medio ambiente, así como su percepción sobre el comportamiento ético de las empresas empiezan a influir en las decisiones de compra. Un número creciente de consumidores ya se define como “comprometido” y considera que sus decisiones de consumo son una herramienta muy potente para cambiar el mundo, lo que ejerce de acelerador de los cambios en el sector público y privado.

A continuación, se presenta un detalle de los elementos de actuación que pueden considerarse significativos para cada una de las dos esferas, -pública y privada-, planteadas con anterioridad.

3. Iniciativas Regulatorias y de Políticas Públicas en materia de Finanzas Sostenibles

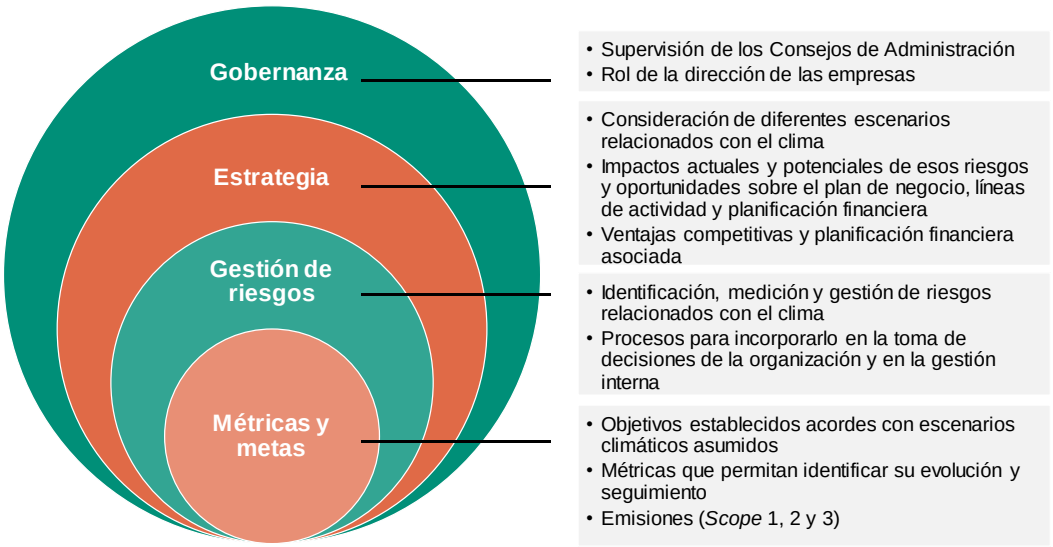
3.1. G20 / Financial Stability Board (FSB) sobre Riesgos Financieros asociados al Clima

En 2015, en el emblemático edificio de Lloyd's of London, Mark Carney, Gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del FSB, introdujo el concepto de la "tragedia del horizonte[17]", y explicó que, para cuando el cambio climático sea un tema definitorio para la estabilidad financiera, probablemente sería tarde para hacer algo al respecto. Este planteamiento, amplificado después en los Acuerdos de París, otorga un papel clave a los mercados financieros en la lucha contra el cambio climático y explica el liderazgo que desde el primer momento han tenido algunos agentes.

Es en base a este discurso sobre el que se creó, antes de acabar el año, el **Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima** (TCFD en sus siglas en inglés, Task Force on Climate Related Financial Disclosures) en el marco del G20, y de su brazo armado para la regulación financiera (FSB).

El Grupo recibió el encargo de crear un conjunto de recomendaciones sobre divulgaciones financieras asociadas al cambio climático que fueran comparables y consistentes, para que las empresas pudieran demostrar a sus inversores la resistencia de su actividad y modelos de negocio y gestión ante la emergencia climática. El resultado de su trabajo se presentó en junio de 2017, con énfasis en la necesidad de plantear el análisis de forma prospectiva (ver Ilustración 4). Razonar en base al pasado no permiten ver con claridad el riesgo y la oportunidad en este ámbito, por lo que el planteamiento debía de pasar por desarrollar análisis de escenarios vinculados a proyecciones climáticas.

Ilustración 4. Recomendaciones del TCFD en materia de divulgación de riesgos asociados al cambio climático



Fuente: TCFD Knowledge hub

[17] https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability

En la actualidad estas recomendaciones están siendo ampliamente adoptadas como referentes en materia de divulgación de este tipo de riesgos. El apoyo que le otorgan otras iniciativas y numerosos agentes públicos y privados les confiere la capacidad de llegar a crear un estándar de gran repercusión a futuro en la materia. **Hasta septiembre de 2019, más de 860 organizaciones han expresado su apoyo al TCFD y sus recomendaciones**[18].

3.2. La Red de Supervisores y Bancos Centrales para Enverdecer al Sistema Financiero

La iniciativa promulgada desde el G20 y el TCDF, como máximos impulsores de la nueva arquitectura regulatoria financiera internacional tras la crisis, iba a tener un gran simbolismo e impulso en la consideración de los riesgos climáticos desde una perspectiva de estabilidad financiera global.

Desde este punto de vista, era obvio que más pronto que tarde el relevo debía pasar al ámbito de los bancos centrales y supervisores financieros de los países. Es así como pronto tomó cuerpo otra iniciativa relevante y de gran repercusión, la **Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero** (NGFS por sus siglas en inglés), único foro en el mundo que reúne a bancos centrales y supervisores comprometidos con el objetivo de comprender y gestionar mejor los riesgos y las oportunidades que genera el cambio climático. La red se lanzó en diciembre de 2017 y reunía, a septiembre de 2019, 46 miembros y 9 entes observadores (ver Ilustración 5).

En la actualidad, y tras la clara consideración por sus miembros de que el riesgo climático es un riesgo financiero[19], concentra sus líneas de acción en 3 ámbitos diferentes:

- supervisión microprudencial
- macrofinanzas
- integración de las finanzas verdes

Los miembros de NGFS tienen un largo camino por recorrer para transformar el sector financiero. Sus planteamientos reposan en dos pilares clave.

En primer lugar, la obligación de reportar sobre aspectos no financieros relacionados con la sostenibilidad, de forma que, sobre la base de las recomendaciones del TCFD se mejore la calidad de la información sobre las emisiones de gases de efecto invernadero de las empresas y la financiación que se les otorga –iniciativa anteriormente presentada-

En segundo lugar, plantea la necesidad de consenso para una clasificación de actividades sostenibles que abrirá la posibilidad de evaluar mejor los riesgos para actividades consideradas insostenibles (factor de penalización) – iniciativa presentada a continuación-.

[18] https://www.fsb-tcfd.org/tcfd-supporters/
[19] Ver más información en NGFS (2019): Primer informe integral « Una llamado a la acción » https://www.ngfs.net/en/liste-chronologique/ngfs-publications

Ilustración 5. Miembros de la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero

Fuente: Adaptado de NGFS https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/general-information (septiembre 2019)

3.3. Comisión Europea: Plan de Acción para vincular el Sistema Financiero al Desarrollo Sostenible

Sin duda el principal impulso al desarrollo de las finanzas sostenibles en Europa viene de la mano del **Plan de Acción para vincular el sistema financiero al desarrollo sostenible**, presentado por la Comisión Europea en marzo de 2018. Supuso el inicio de una senda de actuación para conectar el sistema financiero con "las necesidades específicas de la economía europea y mundial en beneficio del planeta y nuestra sociedad[20]".

Los apoyos explícitos y claros hacia un sistema financiero más preocupado por el largo plazo y menos vinculado a las decisiones que lo movilizan a corto plazo, se convertían así en un plan de 10 iniciativas, que se resumen en la ilustración adjunta, y de las que destacamos algunas por su relevancia, en cuanto a marcar el camino para los mercados y entidades financieras.

[20] https://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1404_es.htm

Ilustración 6. Plan de Acción para la financiación del crecimiento sostenible

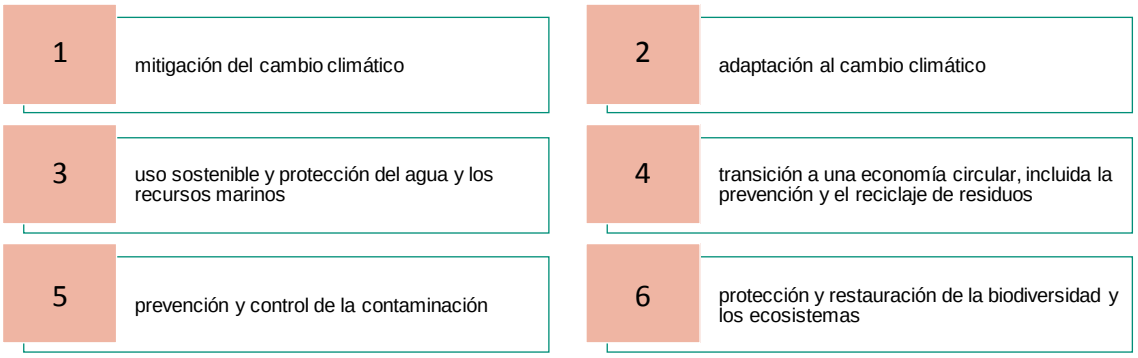
Fuente: Elaboración propia a partir de Comisión Europea (2018a) [21]

- Desarrollar una definición común sobre el término "Finanzas Sostenibles" que incluya una **taxonomía** específica sobre "**sostenibilidad**" a nivel europeo. Esta clasificación está delimitada en cuatro ámbitos relacionados con el término y que se desarrollarán gradualmente de la siguiente forma: mitigación del cambio climático, adaptación, actividades ambientales y sociales. Aun por desarrollarse y aplicarse, la primera propuesta no entrará en aplicación hasta 2022, y se espera que tenga una integración progresiva en la legislación de la UE para proporcionar una mayor seguridad jurídica a todos los agentes.

  La propuesta actual identifica y define seis objetivos ambientales de la UE (ver Ilustración 7). Además, para calificarse como ambientalmente sostenibles, las actividades económicas tendrán que cumplir con una serie de requisitos (ver Ilustración 8). Los avances definidos hasta la fecha permiten distinguir una lista de 67 actividades económicas[22] seleccionadas de acuerdo a su contribución a las emisiones de gases de efecto invernadero e incidencia sobre el cambio climático.
  Ya existen otras clasificaciones aplicables a ámbitos geográficos específicos y/o sectores de actividad determinados. La idea es que una taxonomía única en este aspecto eliminará la actual fragmentación del mercado, protegerá a inversores privados de malas prácticas y supondrá una señal clara a los actores económicos sobre qué actividades se consideran "adecuadas" a largo plazo.

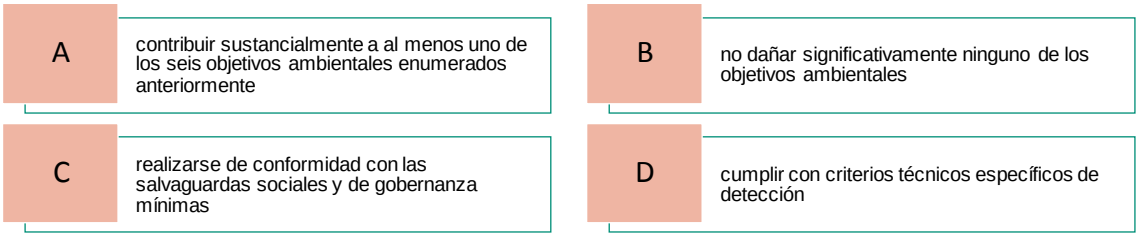
[21] https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en
[22] Dichas actividades se corresponden con los siguientes sectores: agricultura, manufactura, energía, transporte, tecnologías de información y comunicación y construcción.

Ilustración 7.Objetivos medioambientales incluidos en la definición de sostenibilidad ambiental



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Comisión Europea[23]

Ilustración 8. Requisitos establecidos para que una actividad califique como medioambientalmente sostenible



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Comisión Europea[24]

El establecimiento de la taxonomía y sus usos deben definirse aún en detalle, pero, en principio, la Comisión Europea ha establecido que se necesita legislación que establezca en términos claros y algunos criterios para que las actividades económicas califiquen como "ambientalmente sostenible" para fines de inversión, o, en caso contrario, ser flexibles para permitir que diversas estrategias de inversión se basen en esta taxonomía. Por esta razón, la normativa introduce requisitos de que, si un producto financiero se comercializa como "ambientalmente sostenible", la forma en que esto se garantiza debe divulgarse a los agentes financieros según las referencias de la taxonomía.

- Crear estándares y "**etiquetas**" (labels) vinculadas a productos financieros "verdes". Se espera que el creciente interés de consumidores por este tipo de etiquetas en otros productos, se traslade a los financieros que se desarrollen bajo su amparo, con una visibilidad, mecanismos de control y gobernanza que deberían favorecer una mayor demanda. La Comisión ha comenzado recientemente su trabajo en una etiqueta de la UE para productos financieros ecológicos[25]. Ejemplos similares ya existen en otros países, entre los que cabe destacar a Francia donde, asociadas a su Ley de Transición Energética, aprobada en 2015, se han creado etiquetas sobre "Transición energética y ecológica para el clima" e "Inversiones Socialmente Responsables" que permiten que vinculadas a ellas, y bajo, se promociones algunos productos financieros. La propuesta europea para el estándar de bonos verdes[26] se anticipa muy similar

[23] https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5524115_en#pe-2018-3333
[24] https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5524115_en#pe-2018-3333
[25] https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/index.html
[26] https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf

a las ya existentes en el mercado. Se trata de un estándar voluntario para mejorar la efectividad, transparencia, responsabilidad, comparabilidad y credibilidad del mercado de bonos verdes, que alienta a los emisores a emitir bajo la denominación de "Bonos Verdes de la UE".

- Diseñar nuevos **índices de mercado**. Su existencia permite la alineación de las estrategias de muchos gestores de activos e inversores (estrategias de inversión pasivas) y, en otros casos, servir como referencia a superar **("benchmark**") en la medición del comportamiento de un fondo o cartera de inversión, en términos del binomio rentabilidad-riesgo. Esos indicadores o "benchmark", deben asumir un claro protagonismo para alinear a la industria de gestión de activos con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo y la transición hacia una economía baja en carbono.

  En este ámbito, la nueva regulación de índices aprobada en la Unión Europea, vinculada al ámbito de lucha contra el cambio climático, se vehicula a través de una reducción exigente de emisiones de gases de efecto invernadero en las empresas incluidas en dichos "benchmarks", aunque con distinto punto de partida para los dos índices de mercado definidos[27]:

  - *EU Climate Transition Benchmark* (EU CTB)
  - *EU Paris-aligned Benchmark* (EU PAB).

- Clarificar las **obligaciones de inversores y gestores de activos** en cuanto a criterios de sostenibilidad. El riesgo fiduciario derivado de consideraciones de sostenibilidad no estaba hasta ahora determinado de forma clara y homogénea, por lo que ha sido necesario modificar algunas normas ya existentes. Para ello, en 2018 la Comisión ha modificado los actos delegados de la MiFID II y la Directiva sobre Distribución de Seguros (DSS) de forma que, **en la evaluación de idoneidad a los inversores en sus decisiones de inversión y gestión de riesgos, se tengan en cuenta sus preferencias en materia de sostenibilidad**. De forma adicional, el Plan de Acción instó a que las Autoridades Supervisoras Europeas (ESMA, EBA y EIOPA por sus siglas en inglés) desarrollen metodologías comunes para los escenarios a utilizar en los test de estrés asociados al cambio climático, elemento que ya ha empezado a incorporar el Banco de Inglaterra[28], y que de forma interna ya desarrolló el Banco Central de Holanda[29].

- Incorporar la sostenibilidad en los **requerimientos de prudencia**. La Comisión está desarrollando análisis sobre los requisitos de capital más adecuados que deben tener los "activos sostenibles" en poder de bancos y compañías de seguros. El debate sobre un *"green supporting factor",* o un *"brown penalising factor*", como contraposición al mismo, se ha venido desarrollando en los últimos tiempos sin una conclusión clara. Por ello, una vez definida la taxonomía de activos e inversiones sostenibles será el momento adecuado para valorar el requerimiento de capital más adecuado que refleje mejor el riesgo que generan.

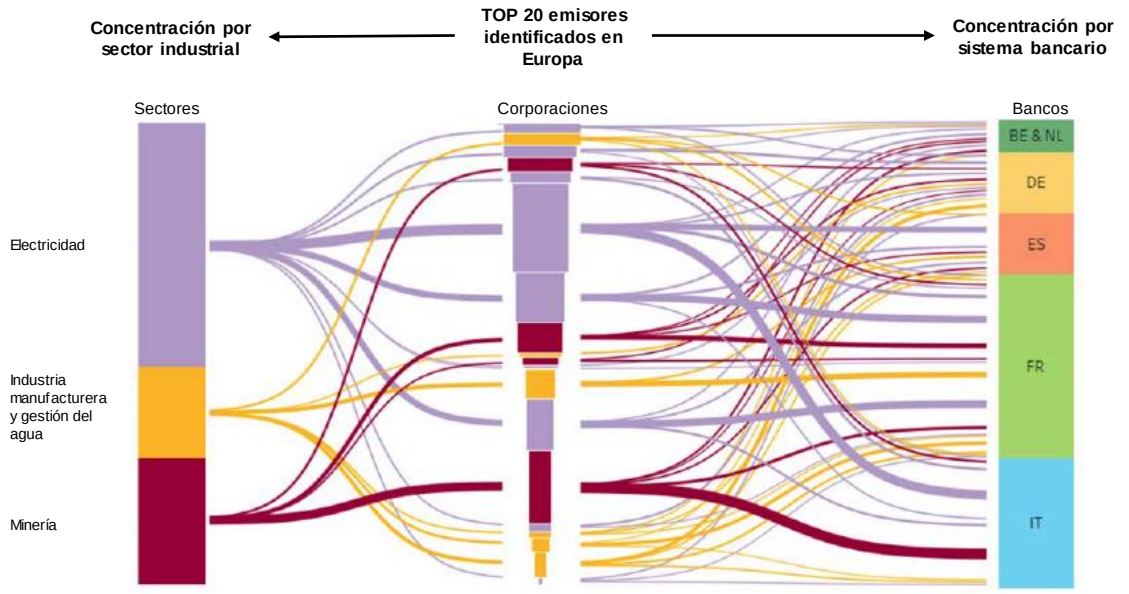
  En este sentido, el Banco Central Europeo informaba recientemente de que las exposiciones al riesgo de transición, aunque están bastante contenidas en

[27] https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-climate-benchmarks-and-disclosures_en
[28] https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/letter/2019/insurance-stress-test-2019
[29] https://www.dnb.nl/binaries/OS_Transition%20risk%20stress%20test%20versie_web_tcm46-379397.pdf y https://www.dnb.nl/en/binaries/Waterproof_tcm47-363851.pdf

términos relativos (1,8% del total de activos), pueden ser significativas para algunos bancos en valores absolutos debido a la elevada concentración de financiadores de principales empresas contaminantes (ver Gráfico 1).

De forma complementaria se pueden encontrar análisis como el que realizaba el Banco de España en base a la información disponible en la Central de Información de Riesgo de Banco de España, que constata que, hasta la fecha, las exposiciones crediticias que han financiado actividades consideradas como contaminantes presentaron tras la crisis una tasa de morosidad inferior a la del resto de ramas de actividad[30]. Se entiende como premisa en este caso, que las empresas contaminantes habían alcanzado mayores márgenes que les otorgaba menor morosidad, en parte por no haber asumido los costes de contaminación que generaban, lo que supone que dicha ventaja en margen podría verse afectada en un escenario de transición energética.

Gráfico 1. Exposición de los bancos de la zona euro a los grandes emisores de carbono



Fuente: Banco Central Europeo. Financial Stability Review. Mayo 2019.[31]

- Reforzar la **divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables**. La Directiva sobre divulgación de información no financiera y sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y grupos, recientemente traspuesta a nivel nacional a través del Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, será adaptada para adecuarla a los objetivos del Plan de Acción.

  En términos de comunicación de información del sector financiero, el Plan considera conveniente aumentar la transparencia sobre los riesgos de sostenibilidad que asumen los inversores, particularmente, los relacionados con el clima. Información que, por otro lado, ya han empezado a tener en cuenta algunas entidades financieras que han iniciado un cambio de estrategia para

30 https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/19/noviembre/Transicion_energetica_Delgado.pdf

31 https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201905~266e856634.en.html#toc49

disminuir su exposición a inversiones de activos varados e intentar apostar por la inversión sostenible.

En España, por ejemplo, la Ley 11/2018 en materia de información no financiera y diversidad ofrece un marco de requerimientos de transparencia para las empresas grandes. No es específica del sector financiero, pero incide en la mejora de la divulgación de información en la materia. Asimismo, el anteproyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética presentado en febrero de 2019 establece un elemento novedoso en el ordenamiento jurídico nacional y que se asimila en parte a la normativa francesa del mismo nombre[32]. A las entidades financieras y otras grandes organizaciones se les exigiría, en caso de que fuera aprobada en el Parlamento, analizar la exposición de su actividad al riesgo climático, incluidos los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a esos riesgos.

Dentro de la aspiración a una coordinación internacional en la materia, en octubre de 2019, se lanzó la **Plataforma internacional sobre finanzas sostenibles**[33] auspiciada por la Comisión Europea y con la adhesión inicial de Argentina, Canadá, Chile, China, India, Kenia y Marruecos, además de observadores como el EBRD, CAPE, EIB, IOSCO, NGFS, OECD y UNEP-Fi. Su objetivo final es ampliar la movilización de capital privado hacia inversiones ambientalmente sostenibles, ayudar a la cooperación internacional y, cuando corresponda, coordinar enfoques e iniciativas para los mercados de capital (como taxonomías, revelaciones, estándares y etiquetas), fundamentales para que los inversores privados identifiquen y aprovechen oportunidades de inversión ambientalmente sostenibles a nivel mundial.

Finalmente, cabe resaltar la iniciativa planteada por el Gobierno del Reino Unido en esta materia. Su **estrategia de finanzas verdes** trata a la vez de "enverdecer el sistema financiero" que opera en el país con la promoción de la internalización de capacidades que se requieren en el sistema para tener en cuenta los aspectos climáticos y ambientales y movilizar la capacidad financiera existente para así alcanzar un crecimiento limpio y resiliente. Es decir, se financia lo "verde". Un tercer objetivo que se deriva de lo anterior es que esa estrategia contribuya a que el país aproveche las oportunidades existentes en la materia y lo posicione como centro financiero clave en este ámbito. Declarada la emergencia climática en mayo de 2019 por el Parlamento del Reino Unido (tras la declaración del Parlamento escocés en abril), y asumido el objetivo de alcanzar las emisiones netas de gases de efecto invernadero para 2050, estas acciones buscan asegurar la financiación del sector privado en favor de un crecimiento limpio y sostenible (con el apoyo del Gobierno donde sea necesario).

4. Los Mercados e Instituciones Financieras Privadas ante la Sostenibilidad

4.1. Los riesgos y oportunidades, como factores de impulso

Es alentador ver que muchos de los primeros agentes que tomaron conciencia y desarrollaron acciones en el ámbito de las finanzas y la sostenibilidad eran del sector

[32] El artículo 173 de la ley de transición energética del 17 de agosto de 2015 define las obligaciones de información de los inversores institucionales y otros agentes financieros con respecto a su consideración de los parámetros ambientales y sociales, así como del riesgo climático.

[33] Ver más información del IPSF en https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_en#ipsf

privado. Aun así, será necesario activar más acciones y de mayor calado que las actuales, y que se materialicen de forma efectiva en modelos de negocio generalistas porque, de no ser así y de forma autorregulada, puede ser necesario el establecimiento de una nueva normativa para que aceleren su transformación.

Las razones de ese movimiento temprano de algunos agentes financieros cabe atribuirlas, en parte a un cierto efecto anticipación de esas exigencias regulatoria y/o informativas que tarde o temprano iban a llegar, pero sobre todo a una evaluación, por parte de los agentes financieros más dinámicos, de los riesgos y oportunidades que iban a emanar del ineludible cambio hacia un modelo de crecimiento sostenible.

En el ámbito de los **riesgos**, sin duda el más relevante, en términos de impacto potencial sobre los agentes financieros, es el de la pérdida de valor de los activos que dejarán de ser productivos en ese nuevo modelo, lo que se han venido en denominar **activos varados** o "*stranded assets".* Según algunas estimaciones[34], su monto total de dichos activos en el sector del petróleo, gas y carbón alcanzaría actualmente un valor de 1,6 billones de dólares, una cantidad ligeramente inferior al PIB de Canadá, actualmente el décimo país en ese ranking mundial. Esta estimación no incluye las inversiones en infraestructuras y sectores auxiliares, ni los activos en otros sectores intensivos en emisiones de carbono que también se verán afectados si se activan cambios que les hagan perder su valor.

En el lado de **las oportunidades**, se estima que los requisitos de **inversión mundial en infraestructuras** (necesarios para alcanzar un desarrollo sostenible) en el marco de la Agenda 2030 serán del orden de 5 a 6 billones de dólares en promedio por año[35]. En el ámbito europeo, alcanzar el objetivo de descarbonización supondrá, según estimaciones de la Comisión Europea, **inversiones en el sector energético** de más de 0,5 billones de dólares anuales.

Esa constatación de los riesgos y oportunidades que el nuevo modelo de crecimiento lleva asociados es, en nuestra opinión, la principal razón para el desarrollo de iniciativas privadas y así seguirá siendo en el futuro, además de reguladores y supervisores, que sin duda servirá también como factor acelerador y decisivo de unos comportamientos que los agentes financieros privados han asumido de forma racional, pero aún no de manera mayoritaria.

4.2. Ámbito de la Gestión de Activos y Mercados de Bonos

Uno de los elementos más representativos del creciente desarrollo de las finanzas sostenibles son los denominados **Bonos Verdes**. Surgidos en 2007 gracias a una emisión del Banco Europeo de Inversiones, su actividad evolucionó en sus primeros años de vida al amparo de organismos multilaterales. Desde 2013, con las primeras emisiones de empresas (la francesa EDF) y entes públicos (Estado de Massachusetts), se abre claramente el espectro de emisores, en el que ganan peso los privados de diferentes países, con España como uno de los más activos en dicho segmento.

Autorregulado en base a los acuerdos adoptados en el marco de los denominados *Green Bond Principles (GBP)*[36], puede ser considerado como un elemento clave en la creciente aceptación de las finanzas sostenibles, tanto por su impacto positivo sobre

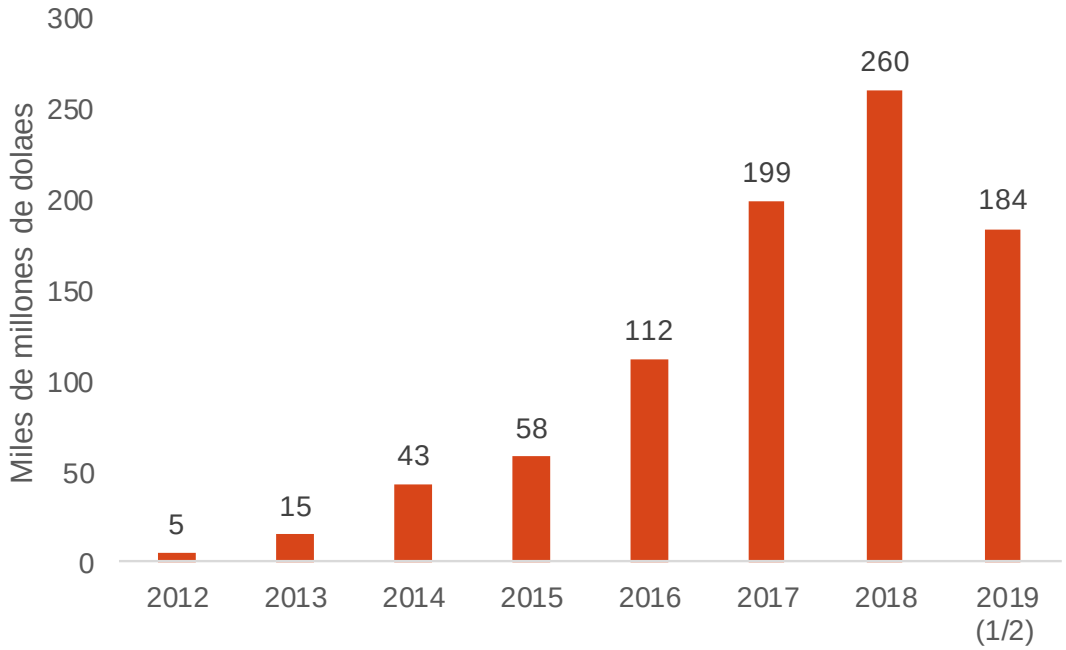
[34] https://www.carbontracker.org/reports/mind-the-gap/
[35] https://www.brookings.edu/research/delivering-on-sustainable-infrastructure-for-better-development-and-better-climate/
[36] https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/

aspectos medioambientales como por su capacidad demostrada de atracción de capital privado para financiar necesidades globales. Además, su evolución a lo largo del tiempo ha permitido el desarrollo de otro tipo de productos financieros similares (bonos sociales, préstamos verdes, préstamos sociales) que acercan cada vez más la sostenibilidad al sistema financiero desde el punto de vista del diseño de producto y su impacto.

Un elemento clave de las finanzas sostenibles es su creciente innovación y diversificación de oportunidades. Por ejemplo, los **bonos y préstamos ligados a sostenibilidad** vinculan el tipo de interés que aplican a la consecución de algún objetivo particular o general de sostenibilidad de la entidad receptora de la financiación. En el año 2019, este tipo de operaciones se estima que supone más de un 10% del total de financiación sostenible emitida, cuyo volumen acumulado supera los 800.000 millones de dólares (ver Gráfico 2).

La característica común de este tipo de productos financieros es su vínculo directo o indirecto con las actividades económicas consideradas sostenibles. Listado de prácticas y proyectos que, por otro lado, tampoco aparecen reguladas en ningún tipo de normativa y de momento son fruto del acuerdo tácito entre agentes del mercado, como en el caso de los citados Principios de Emisión de Bonos Verdes, o por la definición interna y propia de cada una de las entidades financieras[37] y no financieras que quieren vincularse. En este sentido, la futura aprobación de la Taxonomía (de actividades sostenibles) por parte por parte de la Comisión Europea aportará un elemento adicional de seguridad y credibilidad a este tipo de activos financieros.

Gráfico 2. Emisiones anuales de deuda sostenible a nivel mundial



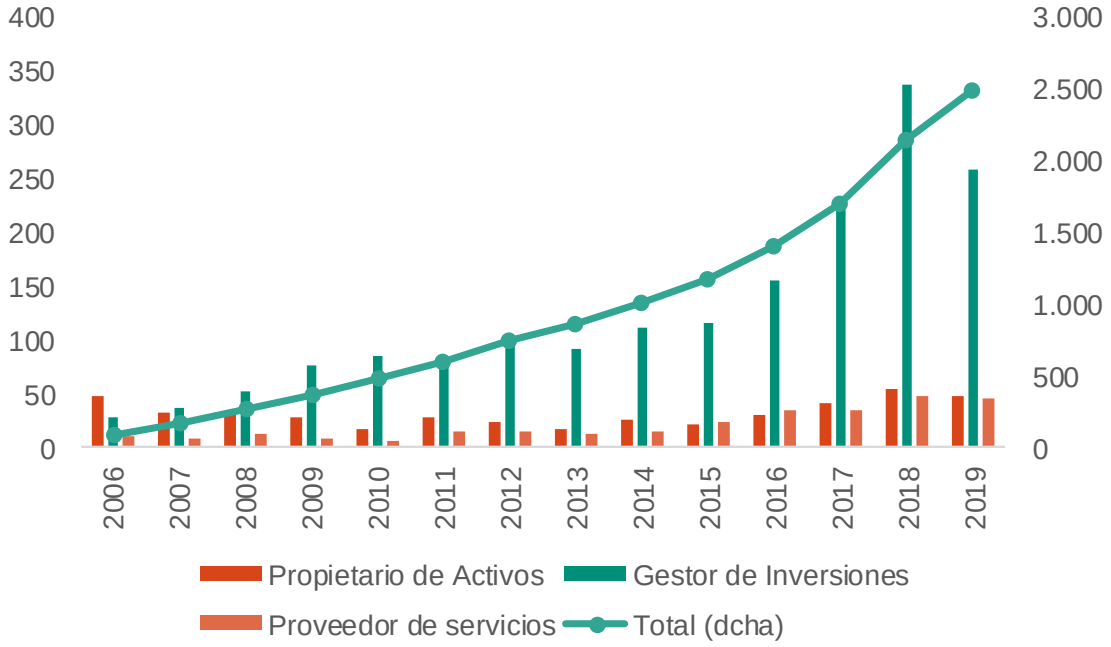
Fuente: Bloomberg
Nota: dentro de la referencia de deuda sostenible se incluye bonos verdes, sociales y sostenibles, préstamos verdes y préstamos ligados a sostenibilidad

La autorregulación también se ha desarrollado en otros ámbitos. Los primeros compromisos sectoriales estuvieron vinculados al ámbito de inversores institucionales. Los llamados **Principios de Inversión Responsable** fueron promovidos por Naciones

[37] Un ejemplo es la lista de sectores elegibles para la financiación climática del BEI https://www.eib.org/en/publications/climate-action-lending-eligibility-list.htm

Unidas en 2005 y en la actualidad se contabilizan más de 2.400 signatarios de 68 países (ver Gráfico 3). Para estos actores, ser parte de este compromiso internacional les permite demostrar públicamente el suyo con la inversión responsable y los coloca en el centro de una comunidad global que busca construir un sistema financiero sostenible.

Gráfico 3. Número de entidades firmantes de los Principios de Inversión Responsable

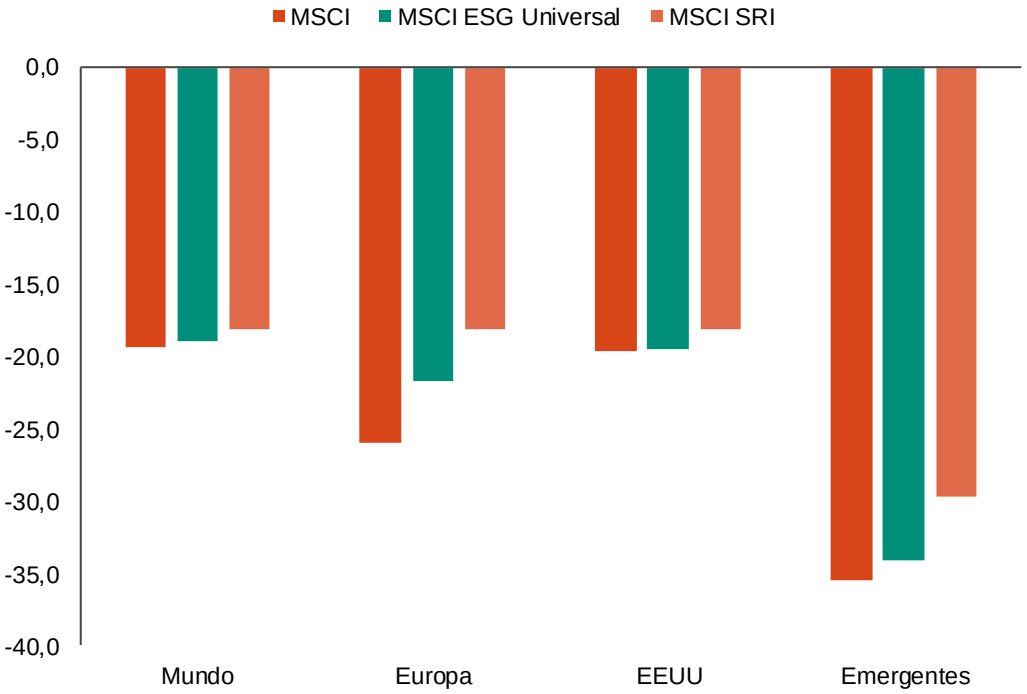


Fuente: UNPRI

En paralelo a ese crecimiento de la actividad emisora en instrumentos financieros sostenibles, y la adhesión de entidades a los principios de inversión sostenible, cobra una gran relevancia la medición del comportamiento de esas inversiones en términos del binomio entre rentabilidad y riesgo y las evidencias existentes son claramente favorables.

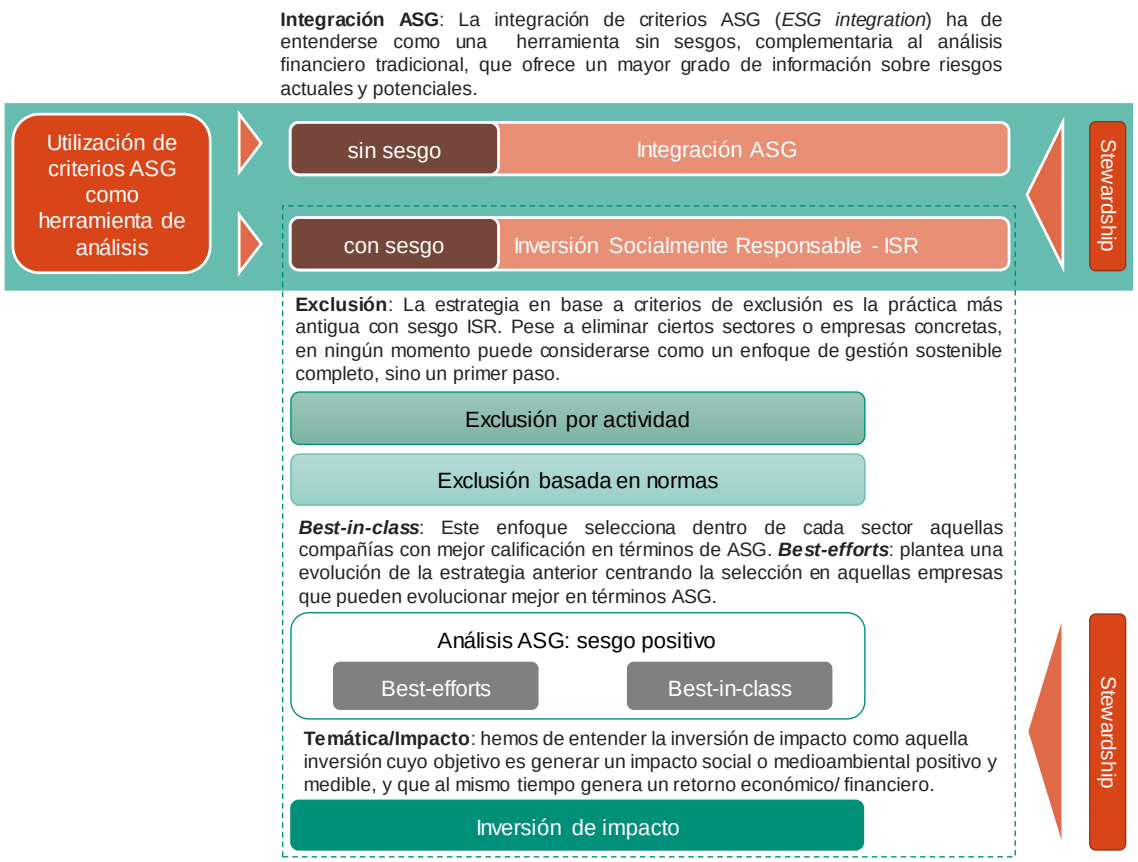
Los resultados muestran cómo, para un plazo de uno, tres y cinco años, el índice MSCI ISR, el más exigente en cuanto a criterios ESG (*environmental-social-governance*, por sus siglas en inglés), obtiene mejores resultados que el índice de referencia tanto a nivel global como por regiones. Además, si se valora la otra parte del binomio, la clave está en que este tipo de gestión de inversiones otorga, de promedio, una menor pérdida media relativa a eventos extremos (ver Gráfico 4). Por esta razón, aunque inicialmente tenía una importancia residual, los vínculos entre sostenibilidad e inversión se están convirtiendo en un elemento que otorga notoriedad y reconocimiento elevado, más allá de haberse sofisticado (ver Ilustración 9).

Gráfico 4. Máxima caída (*drawdown*) histórica de los índices MSCI desde el anterior máximo por regiones en los últimos 5 años



Fuente: Allianz GI & Afi (2019). Sostenibilidad y gestión de activos.

Ilustración 9. Diferentes estrategias de inversión socialmente responsable y uso de criterios ASG

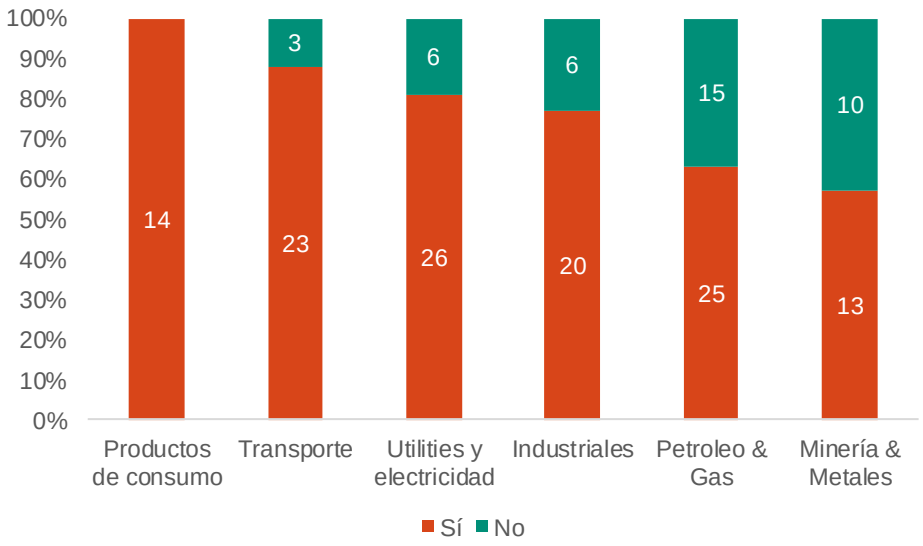


Fuente: Afi

En el marco de esta dinámica de mayor vínculo entre inversión y sostenibilidad, un grupo importante de inversores institucionales y gestores de activos se ha organizado recientemente para desarrollar labores coordinadas de presión sobre las principales corporaciones mundiales responsables de emisiones de CO_2 o grandes empresas relevantes por su importancia material en la mayoría de las carteras de inversores.

Lanzada en 2017, la **iniciativa Climate Action 100+** requiere a sus integrantes tomar medidas para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en línea con el Acuerdo de París, con presión sobre las empresas más contaminantes de las que son inversores. El progreso alcanzado por esta coordinación es muy relevante tanto en número de signatarios (370 en la actualidad), en volumen bajo gestión (35 billones de dólares) y en empresas bajo el radar y acción. En este entorno, compañías como Royal Dutch Shell, Glencore, Maersk, Nestle, Wolkswagen, o PetroChina han comprometido avances recientes en materia de sostenibilidad de su actividad y modelos de negocio fruto de esta acción coordinada de inversores (ver Gráfico 5).

Gráfico 5. Porcentaje de empresas que responden a Carbon Disclosure Project por sector (2018)



Fuente: Climate 100+. Progress report

4.3. Ámbito del Sector Asegurador

Probablemente es el seguro y las entidades aseguradoras, la actividad más directamente afectada por los riesgos asociados a un modelo de crecimiento no sostenible, y muy especialmente por los que emanan del cambio (o emergencia) climático.

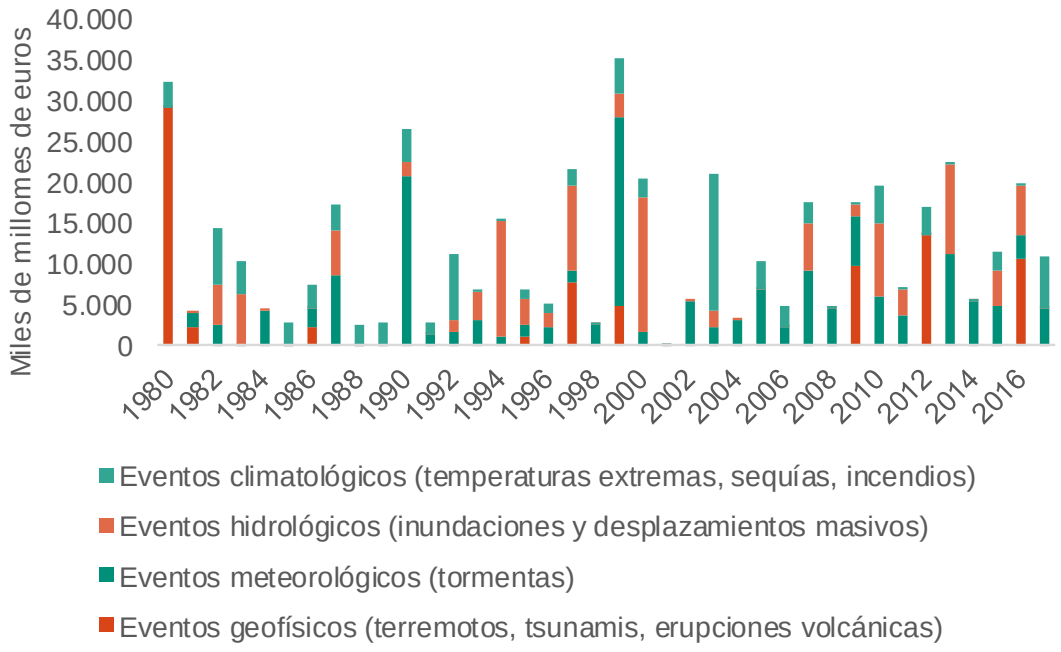
No es casualidad que la primera llamada de atención de los reguladores internacionales –el anteriormente mencionado discurso de Mark Carney, presidente del Financial Stability Board- sobre los riesgos del cambio climático para la estabilidad financiera, fuera en el seno de una de las más emblemáticas instituciones de seguros, como es Lloyds of London. Pues bien, en el ámbito de las entidades aseguradoras, los avances desde el sector privado han sido muy importantes, y se ha conseguido la promulgación y promoción de principios de acción para una gestión más sostenible de la actividad.

Los **Principios para la Sostenibilidad en los Seguros** fueron aprobados en 2012, y cuentan en la actualidad con 70 entidades vinculadas. En este caso, la particularidad de la actividad de las entidades de seguro y reaseguro hace que las consideraciones en materia de sostenibilidad de su actividad tengan incidencia tanto desde el punto de vista medioambiental como social.

Desde el punto de vista ambiental, la correcta medición del coste de una prima se ha hecho mucho más compleja con un fuerte aumento de la volatilidad y la incertidumbre debido a la frecuencia y severidad de algunos desastres naturales (ver Gráfico 6). Muchas entidades aseguradoras, principalmente europeas, han adoptado políticas de inversión y coberturas que excluyen sectores vinculados con el uso de carbón por el impacto que tienen sobre el calentamiento global y el creciente riesgo de que esos activos pierdan su valor de mercado y los activos queden varados. Siguiendo la misma lógica, cabe destacar el ejercicio de estrés iniciado en 2019 por el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Regulación Prudencial para realizar un nuevo ejercicio sobre el impacto climático en su actividad[38].

En relación a los cambios sociales, la mayor longevidad e importancia de la protección de ahorros y productos de seguro que ello genera, está produciendo cambios en la demanda aseguradora. Por ejemplo, en algunos países se ha incrementado el desarrollo de productos vinculados a la salud o a enfermedades crónicas e incapacidad[39]. No obstante, el case ("*matching*") de activos y pasivos se vuelve más complejo en estos casos dado que aumenta el periodo de responsabilidad contractual, lo que hace necesarios nuevos modelos con más datos y activos con vencimientos más largos.

Gráfico 6. Daño económico total generado por desastres naturales en los países de la UE-28



Fuente: Agencia medioambiental europea con datos de NatCatService de MunichRe

[38] https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/letter/2019/insurance-stress-test-2019

[39] https://www.moodys.com/research/Moodys-ESG-risks-increasingly-affect-insurers-credit-profiles--PBC_1182310

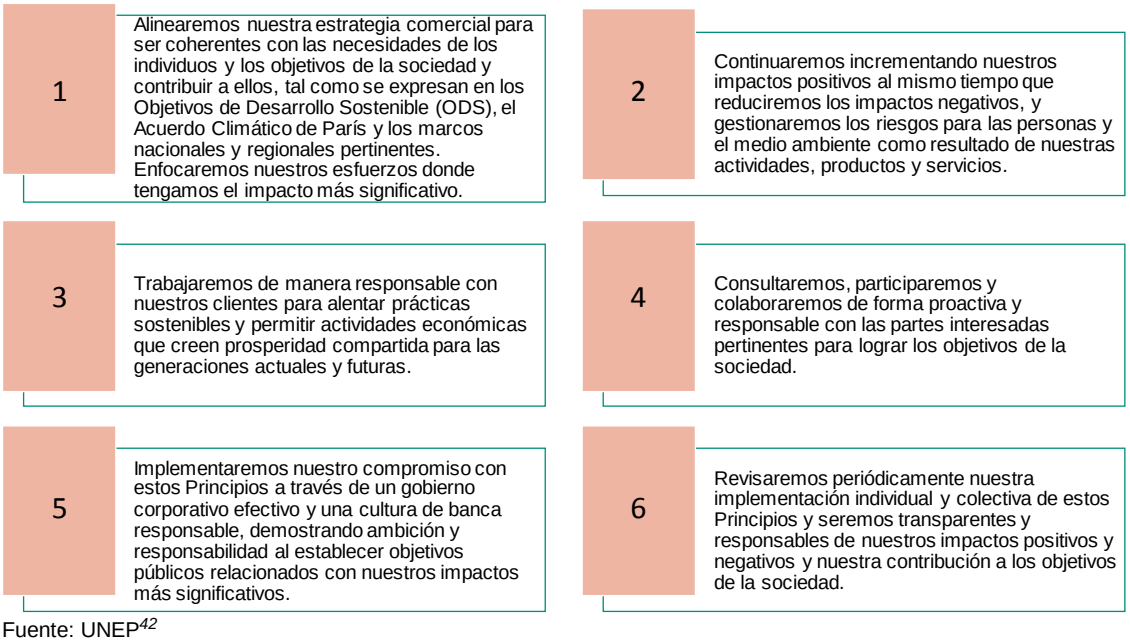
Los riesgos de insostenibilidad no son nuevos para las entidades aseguradoras, pero han tomado una mayor importancia recientemente debido a los cambios regulatorios, las medidas políticas, la emergencia climática y el cambio demográfico.

4.4. Ámbito del Sistema Bancario

Finalmente, el sector bancario ha sido el último en abrazar de forma generalizada la necesidad de incorporar de forma coordinada directrices que vinculan su actividad con un desarrollo más sostenible y responsable. Estudios recientes muestran que para estos actores financieros el desempeño y compromiso tiene réditos económicos. Por ejemplo, el análisis de los bancos de acuerdo a su rating extra-financiero muestra que aquellos con mejor resultado en este ámbito tienen una mayor rentabilidad, mejor valoración de mercado, menor número de préstamos fallidos y un ratio menor de pérdidas sobre provisiones que aquellos con peor rating (MSCI, 2019[40]).

Además, al contrario de muchas creencias, ese comportamiento no está centrado en la disponibilidad de una gobernanza de mayor calidad (subrating "G"), considerado un elemento clave en muchos análisis, sino que gran parte de las diferencias provienen de la gestión de los aspectos sociales (subrating "S") más relevantes para la gestión bancaria[41]. Todos ellos, motivos más que racionales para que la actividad bancaria se comprometa con la sostenibilidad mediante un mayor número de compromisos, fijación de objetivos y desarrollo de líneas de acción en los próximos años.

Ilustración 10. Principios de Banca Responsable



Fuente: UNEP[42]

Quizás por eso, en septiembre de 2019, y con el apoyo final de más de 130 bancos, se promulgaron los denominados **Principios de Banca Responsable**. Su compromiso de apoyo ineludible a favor de los ODS y los objetivos del Acuerdo de París aparecen de forma explícita dentro de quienes los suscriben. La exigida revisión de su operativa

[40] https://www.msci.com/www/research-paper/banking-on-esg-examining-the/01577189378
[41] Los criterios ESG que mayormente se relacionan con el pilar Social de las entidades bancarias incluyen aspectos como la protección financiera del consumidor, la capacidad de la entidad para atraer y retener a los buenos profesionales del sector, su gestión de aspectos como la protección de datos y privacidad o la inclusión financiera (MSCI, ídem).
[42] https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/

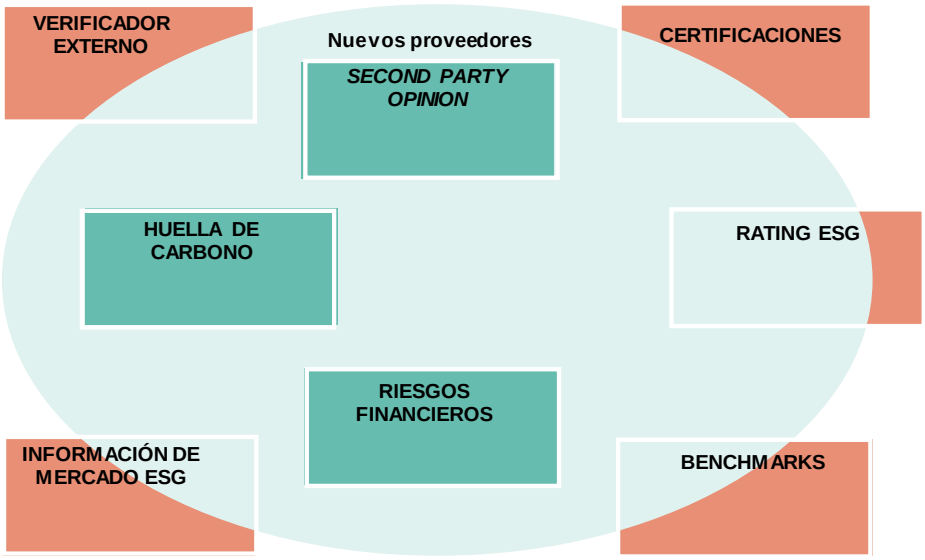
individual en función de resultados les sitúa un paso más allá porque obliga a un **ejercicio de constante transparencia y mayor alineación de su actividad con la sostenibilidad** dentro de ese lenguaje común que se ha construido en torno a la Agenda 2030 y la descarbonización.

Caso particular lo ofrecen las entidades cuyo propósito se centra en lo que denominan "financiación de la economía real", con una clara intención, basada en la propia misión de las entidades, que lleva a su política crediticia a priorizar la financiación de actividades con impacto positivo. Desde la crisis financiera, este grupo de entidades bancarias ha demostrado que es posible apoyar acciones con impacto económico, social y medioambiental positivo a la vez que se obtienen resultados financieros positivos de su gestión[43]. Encuadradas en la **Alianza Global de Banca con Valores** (GABV por sus siglas en inglés) son operadores de mercado que atienden un conjunto de necesidades diversas a través de modelos de negocio diferentes y que, de forma consistente a lo largo del tiempo, alcanzan resultados financieros más estables y mejores que los del conjunto de entidades bancarias más importantes, las consideradas como globales y sistémicas[44].

4.5. Servicios profesionales vinculados a las finanzas sostenibles

Unidos a la evolución de oferta y demanda de financiación sostenible, en los últimos años han surgido un creciente número de **prestadores de servicios** que ofrecen elementos innovadores y dan soporte a las nuevas necesidades financieras (ver Ilustración 11). Si algo caracteriza a este producto es la transparencia. Los agentes financieros e inversores conocen previa a la financiación, cuando esta es catalogada de sostenible, mucha más información que lo que otros obtienen de la mayoría de operaciones financieras tradicionales, *plain vanila*, que realiza.

Ilustración 11. Proveedores de servicios financieros sostenibles



Fuente: Banco de España[45]. Nota: Lista de proveedores no exhaustiva

43 https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/CorporateSustainability_Firstevidenceonmateriality_Khan_Serafeim_Yoon_February2015.pdf

44 https://ideas.repec.org/a/prg/jnlpep/v2017y2017i3id609p330-344.html

45 https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/19/Fich/do1916.pdf

Muchas de estas iniciativas son realmente novedosas y su robustez aún debe de mejorarse, lo que supone que su utilización aún sea limitada –más allá de su desconocimiento-. No obstante, el ritmo de evolución e innovación de nuevos servicios seguirá en aumento en los próximos años porque las iniciativas planteadas en este aspecto se retroalimentarán y las finanzas sostenibles serán la ecuación normal en el mercado financiero.

5. Desafíos futuros y Recomendaciones

Las finanzas sostenibles no son una moda pasajera que ha llegado al sector financiero. Se trata de un elemento clave en su evolución, aunque de momento tenga sólo implicaciones parciales. Empieza a tener importancia en la forma en la que se define el negocio, en el análisis y gestión de los riesgos que afronta, en las métricas clave de su futuro crecimiento y en la responsabilidad que tienen como soporte de la actividad económica y social.

Hay un cambio de paradigma en el sector financiero. Los riesgos y oportunidades son diferentes y la actividad financiera está cambiando con ellos. En este escenario, es clave que las carteras del sector financiero (entidades bancarias, gestores de activos, fondos de pensiones y entidades aseguradoras) estén alineadas con los objetivos del Acuerdo de París, lo que supone una reducción paulatina de emisiones de gases de efecto invernadero. Esto requiere incrementar la financiación destinada a financiar actividades sostenibles. Las expectativas en este sentido son positivas, aunque aún avanzan lentamente. La demanda de apoyos financieros para actividades económicas neutras en carbono es creciente y se desarrolla con fuerza, pero aún es baja.

- Se han emitido más de 800.000 millones de dólares en deuda financiera sostenible (fundamentalmente “verdes”) en el marco de varias iniciativas determinadas por el propio mercado y sus agentes.
- Más de 2.400 entidades vinculadas a vehículos de inversión han firmado compromisos en favor de una inversión responsable en todo el mundo.
- Más de 130 entidades bancarias y 70 aseguradoras han firmado principios de acción responsable y sostenible en sus ámbitos, lo que supone una movilización que puede tener enormes repercusiones en la actividad económica en general, por su capilaridad y labor más allá de las grandes empresas cotizadas.
- 64 bancos de todo el mundo y 16 socios estratégicos se alinean alrededor de la Alianza Global para una Banca con Valores (GABV) de entidades financieras cuya misión gira alrededor del concepto holístico de sostenibilidad.

Junto a esos avances “en positivo” que apoyan financieramente las inversiones asociadas a un crecimiento sostenible, hay que reconocer que no se ha avanzado lo suficiente en cuanto a actuaciones restrictivas sobre los activos más contaminantes, lo que supone el incumplimiento de los objetivos climáticos asumidos a escala global. Por eso, es preciso poner el foco en el impacto total de la actividad económica y financiera.

Destaca en este sentido la labor de mejora de la transparencia ante los riesgos climáticos que ha planteado el FSB, así como el desarrollo legislativo y operativo que emana del Plan de Acción de finanzas sostenibles puesto en marcha por la Comisión Europea. Ambas iniciativas, principalmente por las expectativas generadas, marcan notablemente la transformación de bancos, inversores y entidades aseguradoras.

Por otro lado, es claro que las finanzas sostenibles no sólo están vinculadas a aspectos climáticos. Deben estar alineadas con la Agenda 2030, lo que supone una mayor

capacidad inclusiva en su actividad, hacerla accesible para todos. Actualmente, los índices de desigualdad continúan creciendo, en parte derivado de la escasa vinculación de las finanzas en este ámbito, por lo que se les requiere una mayor responsabilidad en este ámbito.

Hasta la fecha, como muestra esta monografía, las iniciativas del sector público y la diversidad de agentes privados para impulsarlo han sido diferentes, pero en muchos casos complementarias. Pero el ritmo de cambio es esencial, y probablemente haya que acelerarlo. Los problemas de insostenibilidad afectan de forma importante a un número creciente de personas, a la vez que se está llegando a un agotamiento de muchos recursos naturales. La situación de emergencia es clara. Un proceso de transición demasiado lento pone en claro riesgo el cumplimiento de las metas globales acordadas y puede llevarnos a escenarios de alta inestabilidad y desastres. Sin embargo, tampoco puede ser un cambio rápido y desordenado. Debe permitir la adecuada gestión de los costes sociales y financieros de la transición. Por eso, la transparencia, la coordinación entre las partes y la información son imprescindibles para disponer e implementar un adecuado plan de transición.

El desarrollo de la economía sostenible es una estupenda y necesaria oportunidad para el desarrollo económico de la próxima década, según el momento actual de ralentización, tipos bajos y alto endeudamiento. Asumir un compromiso creciente y claro con la sostenibilidad será ineludible para el sector financiero.

Presentar modelos de negocio compatibles con esa responsabilidad será exigido tanto por reguladores y supervisores, como por el propio mercado y los inversores. Las entidades deben adoptar estrategias claramente proactivas y en definitiva, financiar de acuerdo a factores de sostenibilidad para hacer el sector financiero más sostenible.