

Estado de la cuestión y motivaciones para su desarrollo

Consejo Académico de Finanzas Sostenibles

05 de diciembre de 2019

Foro Académico de Finanzas Sostenibles

Índice de contenidos

Breve reseña	1
1. Introducción. Ámbitos de las finanzas sostenibles	2
2. El impulso a las finanzas sostenibles: Agenda 2030 y el Acuerdo de París	3
2.1. Actividades preliminares sobre sostenibilidad y finanzas	3
2.2. La Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible	4
2.3. El Acuerdo de París y la emergencia climática	6
2.4. Complementariedad público-privada en el desarrollo de esos impulsos	8
3. Iniciativas Regulatorias y de Políticas Públicas en materia de Finanzas Sostenibles	10
3.1. G20 / Financial Stability Board (FSB) sobre Riesgos Financieros asociados al Clima	10
3.2. La Red de Supervisores y Bancos Centrales para Enverdecer al Sistema Financiero	11
3.3. Comisión Europea: Plan de Acción para vincular el Sistema Financiero al Desarrollo Sostenible	12
4. Los Mercados e Instituciones Financieras Privadas ante la Sostenibilidad	18
4.1. Los riesgos y oportunidades, como factores de impulso	18
4.2. Ámbito de la Gestión de Activos y Mercados de Bonos	19
4.3. Ámbito del Sector Asegurador	23
4.4. Ámbito del Sistema Bancario	24
4.5. Servicios profesionales vinculados a las finanzas sostenibles	25
5. Desafíos futuros y Recomendaciones	26

Breve reseña

El presente documento¹ 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 venido desarrollando distintos 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.

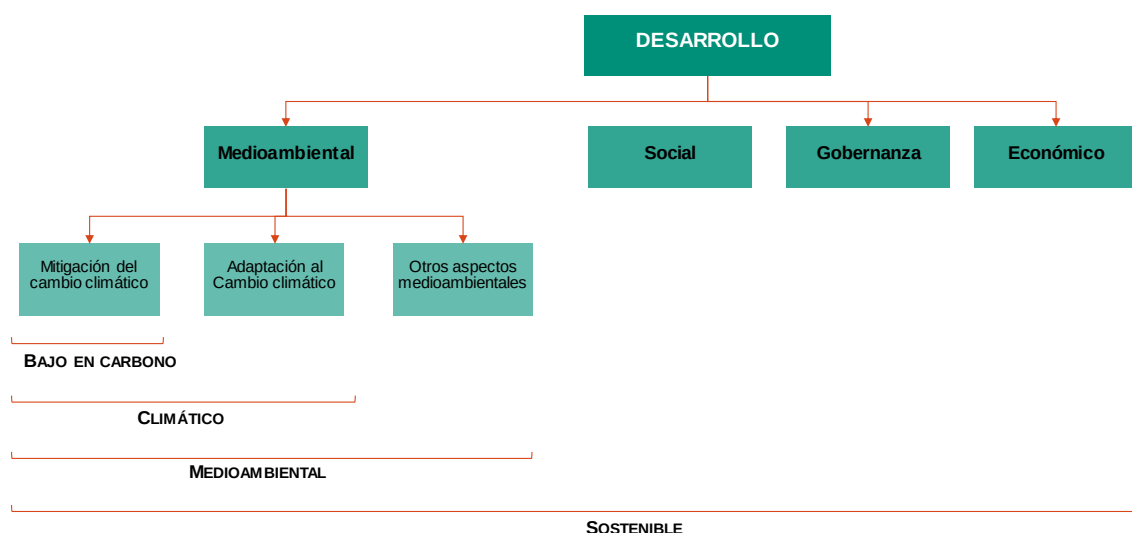
Palabras clave: cambio climático, financiación, oportunidades, riesgos, sostenibilidad

¹ La presente monografía es un documento que expresa la opinión y la posición del Consejo Académico de Finanzas Sostenibles respecto a las cuestiones que se abordan en ella. Los miembros del Consejo en el momento de su elaboración eran Oriol Amat, Marcos Eguiguren, Natalia Fabra, Mikel García-Prieto y Emilio Ontiveros. Una versión preliminar del documento fue elaborada por Ángel Berges y Ricardo Pedraz y revisada conjuntamente el 19 de noviembre de 2019.

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 a todos los ámbitos de actividad del ecosistema financiero: empresas bancarias, entidades aseguradoras, gestoras de activos y aquellos otros agentes que desempeñan un rol 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** dado que 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.

Dicha 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 desde las instituciones públicas competentes –incluyendo reguladores y supervisores- definen nuevos marcos de actuación que es necesario anticipar.

Sobre dichas bases, la presente 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 sirvieron de impulso a las finanzas sostenibles (Agenda 2030 y Acuerdo de París), se analizan los principales avances llevados a cabo, en paralelo, desde el sector público y los agentes privados.

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

En el primer caso estableciendo el marco de actuación, pero también actuando como impulsor y señalizador, y en el segundo asumiendo 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 sus diferentes productos/servicios/actividades (bonos, préstamos, medición y reporte de riesgos, etc.), así como entidades y/o instituciones (aseguradoras, bancos, gestores de activos, empresas no financieras), van asumiendo un creciente protagonismo en los sistemas financieros, y una posición prioritaria en la agenda estratégica de las entidades operando en los mismos, como ilustramos en la sección 4 de la monografía. Esta concluye con una sección sobre los principales retos futuros del sistema financiero, y sus agentes intervinientes, de cara a esa 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 París

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 ésta 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 empresarial³, hecho que deberá encontrar su camino para atender no sólo el bienestar de los accionistas sino de los distintos stakeholders (accionistas, empleados, clientes ahorradores, prestatarios, sociedad en general), y corregir las externalidades negativas mientras se mantiene la competitividad empresarial.

En la actualidad, este entorno viene propiciado por una serie de compromisos globales que marcan el camino a seguir que ayudan a fijar el objetivo. Entre ellos cabe destacar, sin duda alguna, los dos hitos 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. Si bien ambos acuerdos internacionales 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's**, principalmente vinculada al ambientalismo y la preocupación por los límites del crecimiento⁶. Los movimientos internacionales fueron creciendo hasta llegar a uno de los hitos clave que reclamaba la necesidad de mantener un desarrollo sostenible. El informe elaborado por la comisión *Brundtland* dio forma a la necesidad de disponer de un modelo de desarrollo que

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>

integrara las necesidades de los pobres y no aumentara los problemas ambientales⁷. Estos planteamientos fueron la base de muchas de las primeras iniciativas financieras individuales vinculadas a la llamada en aquel entonces banca ética.

La preocupación internacional fue creciendo en los años posteriores, lo que impulsó el crecimiento de **algunas iniciativas financieras**, principalmente fuera del entorno de las economías avanzadas. La *Sustainable Banking Network* puede ser considerada 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 de para trabajar en la transición de sus economías bajo la coordinación de la *International Finance Corporation* del Banco Mundial.

En el mismo año, y auspiciado por el Banco Central de Nigeria, se organiza la primera red de bancos del país vinculados a las finanzas sostenibles, promulgando 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; asociaciones colaborativas.

Otros ejemplos posteriores en el mismo ámbito se encuentran en latitudes no occidentales como la denominada Mongolian Sustainable Finance⁹ surgida en 2013, hoy convertida en asociación mongol para las finanzas sostenibles, y 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 de forma que se promoviera la implementación de buenas prácticas y una toma prudente de riesgos en las empresas del sistema financiero y por ende del resto de sector corporativo peruano¹⁰

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 Objetivos de Desarrollo Sostenible (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 en pos del desarrollo humano dentro de los límites biofísicos de la Tierra (ver Ilustración 2).

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

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-a5fef57499d/MBA_ToC_brochure.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kKZs7tc

¹⁰ https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/61492f7e-3a29-46e9-b02d-a96babe23ea/SBN_Regulation+for+Social+and+Environmental+Risk+Management_Spanish.pdf?MOD=AJPERES&CVID=kWtGvkn

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

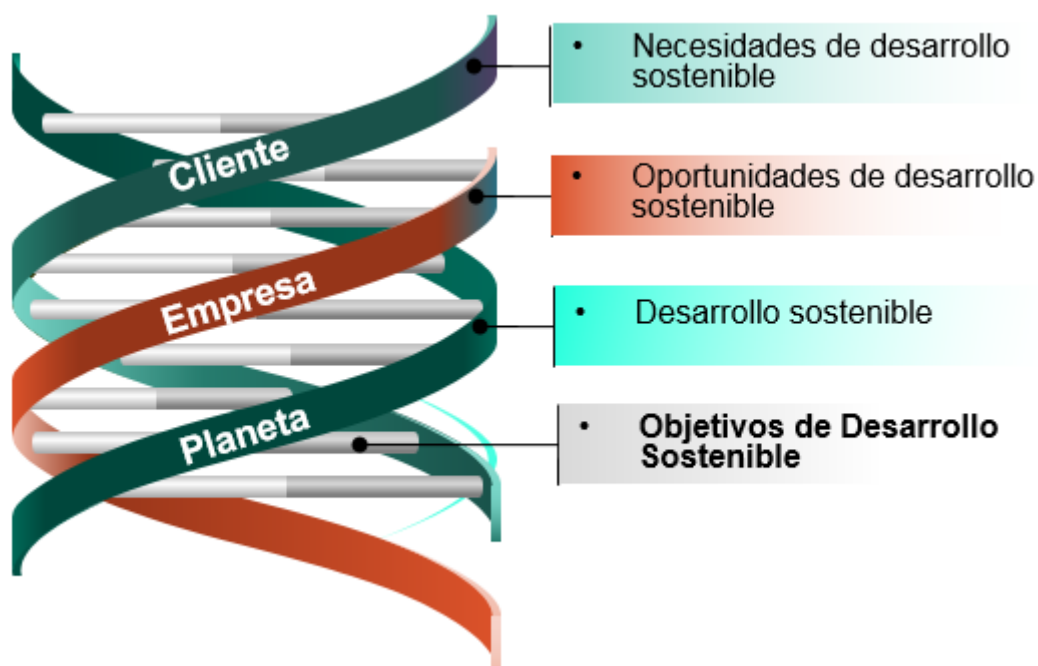
A pesar de este espectro, quizás no es fácil identificar el vínculo de los ODS con la actividad económica, las empresas y la industria financiera. Hay que tener en cuenta que las empresas hacen grandes esfuerzos por atender necesidades que, una vez identificadas, puedan estructurar como bienes o servicios para potenciales clientes.

En este sentido, los ODS identifican aquellas **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 dichos objetivos en el centro de la estrategia de negocio debe ser visto, por ello, 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 incluso llega a la demanda, donde una mayoría de consumidores (tres cuartas partes) ya está dispuesta a cambiar sus hábitos de consumo por otros con menor impacto ambiental, e incluso la mitad aceptarían pagar un precio *premium* por dichos mejores estándares¹¹.

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, a la vez que demuestran que mejorar la sostenibilidad no necesariamente tiene un costo para ellos, 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 respecta a la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero como la adaptación al mismo, se erige en una absoluta prioridad para la comunidad internacional.

Además, los problemas se han empezado a manifestar en muchas partes del mundo, repercutiendo gravemente en el ecosistema y en la economía dado los costes que generan y el efecto negativo que implican:

- La destrucción generada por los desastres naturales es creciente y preocupante, causando un coste de reconstrucción cada vez más elevado¹². Además, los recursos que se destinan a esa reconstrucción no se dedican a otros fines que puedan crear valor, generando un retraso, no estructural, pero sí relevante. Costes de reconstrucción.
- La existencia de un aumento del número de días anormalmente calurosos requiere de inversión en nuevas infraestructuras más resistentes y eficientes. Este desarrollo es en gran medida costoso¹³, aunque pueden llegar a estimular la innovación pese a las altas inversiones que generan. 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 productividad¹⁴. El calentamiento global del planeta incide negativamente en el rendimiento de algunos recursos naturales que genera un claro empobrecimiento de la sociedad. Costes estructurales.

En este sentido, *Carbon Disclosure Project*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 aumento 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 potenciales costes de transición. El mismo informe de CDP citado anteriormente señalaba que las 500 principales compañías incluidas en dicho informe identificaban **pérdidas potenciales de US 250 mil millones de dólares debidos a 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

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>

Europea en París sustituyó al Protocolo de Kioto (1997) que constituyó el primer acuerdo global para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. Dicho compromiso, aplicable a partir de 2020, incluye un conjunto de propósitos en materia de mitigación, adaptación y resiliencia que los distintos 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 distintos **agentes públicos y privados** han venido desarrollando 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 sector público, lo cual no ha impedido una proliferación de iniciativas.

En este sentido, las instituciones públicas, consideradas en sentido amplio, están teniendo 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 venido ejerciendo un rol relevante en distintos ámbitos que es de gran utilidad y provecho cuando de cambios estructurales hablamos:

- **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), y en distinta medida en la acción en algunos estados como Francia (Ley de transición energética) o Reino Unido (Ley de Cambio Climático), son 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 establecimiento de estándares sobre los mismos; 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, generando un efecto demostración beneficioso para el resto de instituciones financieras y actores empresariales.

Por otro lado, el sector privado está desempeñando 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 la existencia de incentivos, normas o requisitos que actuaran como factores de estímulo.

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

- **Identificación de riesgos, bien 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 medioambientales en particular, y en general 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 como ya ocurre con otro tipo 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 que otros agentes pudieran estar emitiendo en este sentido. 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 dada la racionalidad de la misma 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 al que hay que añadir a la sociedad civil, cuyo cambio en los hábitos de consumos hacia productos más respetuosos con la salud y el medio ambiente y el comportamiento ético de las empresas empiezan a influir en las decisiones de compra. Un número creciente de consumidores está pasando a considerarse “comprometido”, consideran sus decisiones de consumo son una herramienta muy potente para cambiar el mundo, lo cual ejerce de acelerador de los cambios en el sector público o privado.

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

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

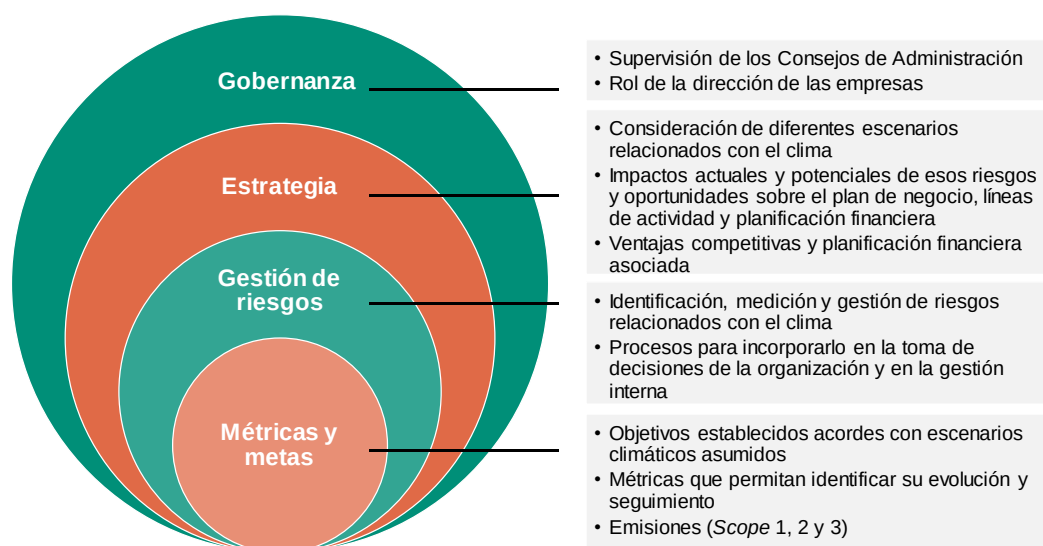
3.1. G20 / Financial Stability Board (FSB) sobre Riesgos Financieros asociados al Clima

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, explicando que, para cuando el cambio climático se convierta en un tema definitorio para la estabilidad financiera, probablemente también sería tarde para hacer algo al respecto. Dicho 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 por 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) Dicho Grupo tuvo 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 la resistencia de su actividad y modelos de negocio y gestión ante la emergencia climática a sus inversores.

Presentó sus recomendaciones en junio de 2017, poniendo el énfasis en la necesidad de plantear dicho 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 en la materia de gran repercusión a futuro. **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

Esa iniciativa promulgada desde el G20 y el mencionado 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 dicha consideración, 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, cuál es la creación de la **Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero** (NGFS por sus siglas en inglés). Es el único foro en todo 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 reúne, 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 financiero¹⁹, concentra sus líneas de acción en 3 ámbitos diferentes:

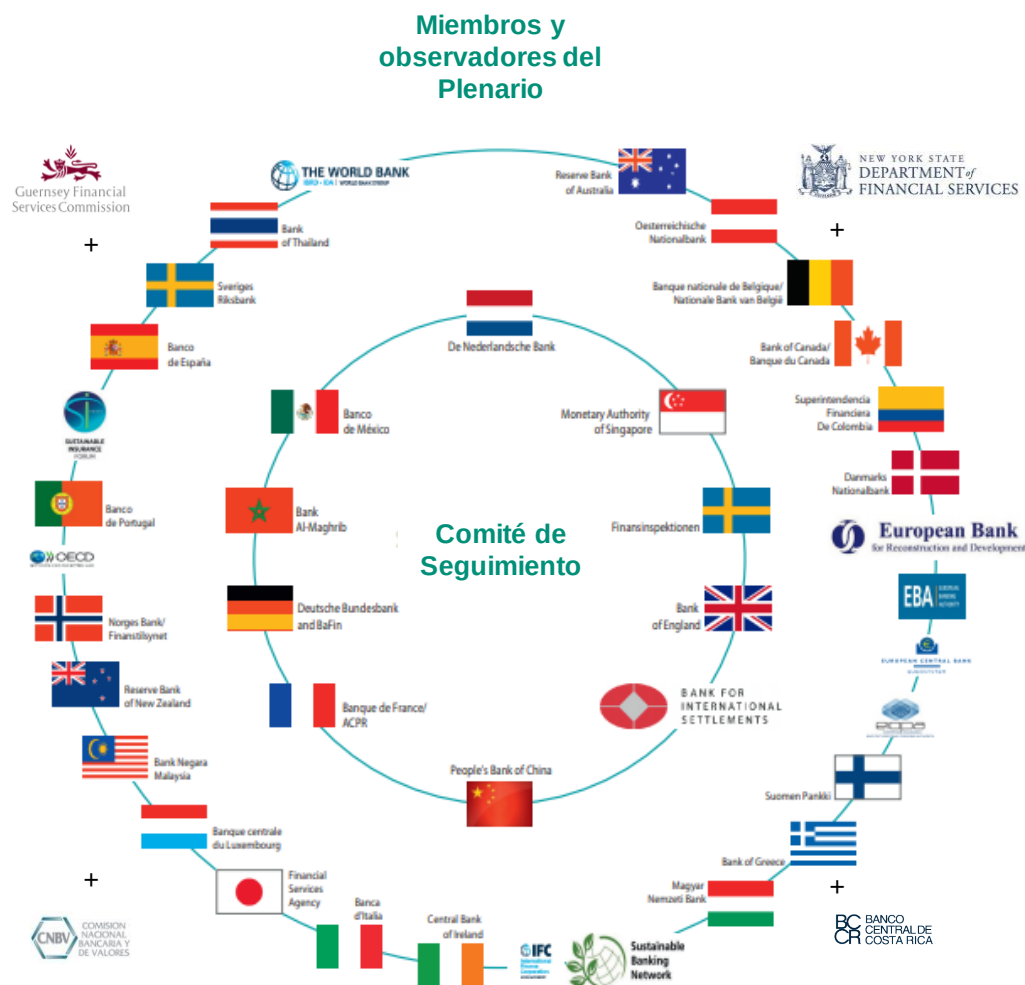
- supervisión microprudencial
- macrofinanzas
- integración de las finanzas verdes

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 extra 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

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.

El mismo supuso iniciar 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 sociedad²⁰”. 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 que incluyó 10 iniciativas, que se resumen en la ilustración adjunta, y de las cuales destacamos las siguientes 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 al mismo, 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.

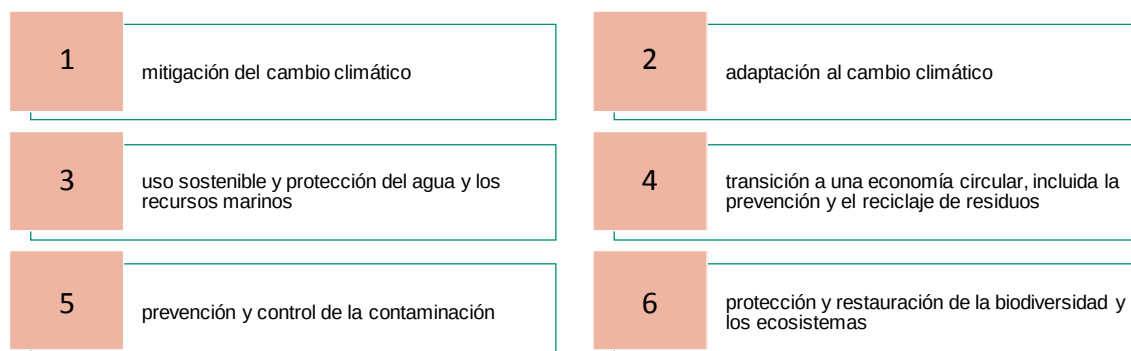
La propuesta actual identifica y define seis objetivos ambientales de la UE (ver Ilustración 7). Además, para calificar como ambientalmente sostenibles, las actividades económicas tendrán que cumplir con una serie de requisitos (ver Ilustración 8).

Los avances definidos hasta la fecha permiten distinguir una lista de 67 actividades económicas²² 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 de qué actividades se consideran "adecuadas" a largo plazo.

²¹ https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en

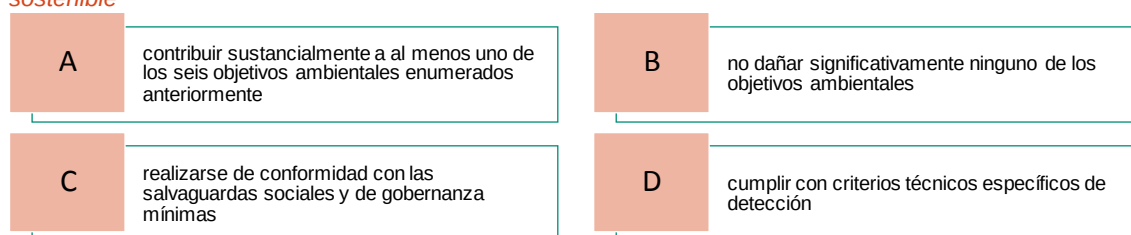
²² Dichas actividades se corresponden con los siguientes sectores: agricultura, manufactura, energía, transporte, tecnologías de información y comunicación y construcción.

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



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Comisión Europea²³

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



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Comisión Europea²⁴

El establecimiento de la taxonomía y sus usos deben definirse aún en detalle, pero a priori la Comisión Europea ha establecido que:

- se necesita legislación que establezca en términos claros y ciertos criterios para que las actividades económicas califiquen como "ambientalmente sostenible" para fines de inversión,
- es necesario 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", entonces la forma en que se garantiza dicho objetivo debe divulgarse a los agentes financieros siguiendo las referencias de la taxonomía.

- Crear estándares y “etiquetas” (labels) vinculadas a productos financieros verdes. El creciente interés de consumidores por este tipo de etiquetas se espera que se traslade a los productos financieros que se desarrollen bajo su amparo, dándoles una visibilidad, mecanismos de control y gobernanza que debería favorecer una mayor demanda de los mismos.

La Comisión ha comenzado recientemente su trabajo en una etiqueta ecológica de la UE para productos financieros ecológicos²⁵. Ejemplos similares ya existen en numerosos países, entre los que cabe destacar Francia. Asociado a su Ley de Transición Energética, aprobada en 2015, se han creado etiquetas sobre "Transición energética y ecológica para el clima" e "Inversiones Socialmente

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

Responsables” que permiten, bajo unos criterios predeterminados, que algunos productos financieros se promocionen vinculados a ellas.

La propuesta europea para el estándar de bonos verdes²⁶ se anticipa muy similar 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, alentando a los emisores a emitir sus bonos como “Bonos Verdes de la UE”.

- Diseñar nuevos **índices de mercado**. La existencia de estos índices de referencia 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 entre rentabilidad y 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 exigente reducción 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 definidos²⁷:

- *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, la Comisión ha modificado los actos delegados de la MiFID II y la Directiva sobre Distribución de Seguros (DSS) en 2018 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 en este ámbito, 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 Inglaterra²⁸, y que de forma interna ya desarrolló el Banco Central de Holanda²⁹.

- 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

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

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>

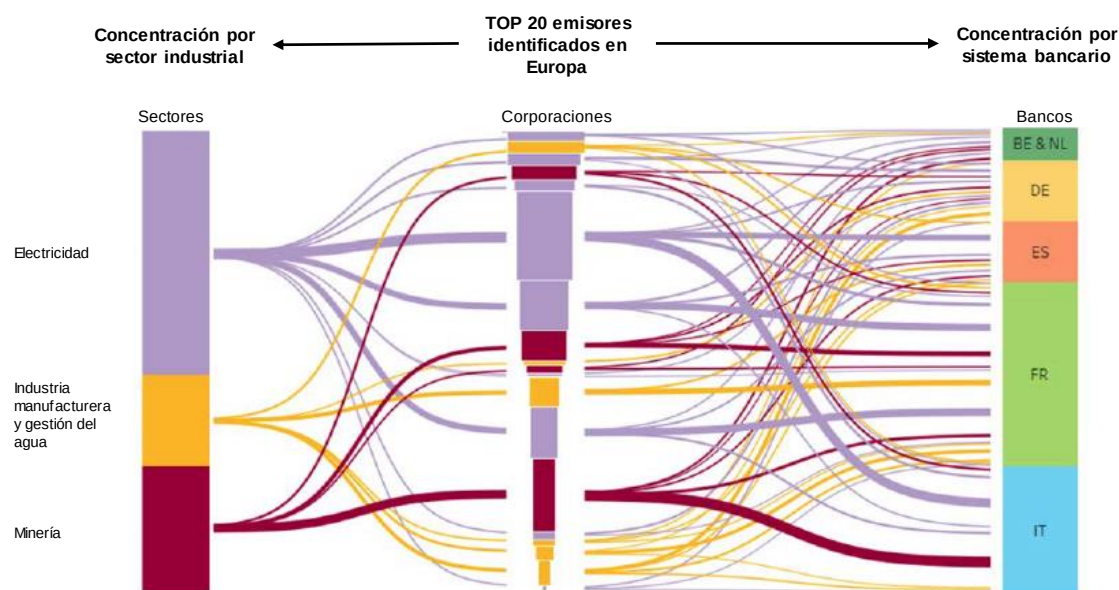
²⁹ https://www.dnb.nl/en/binaries/OS_Transition%20risk%20stress%20test%20versie_web_tcm46-379397.pdf y https://www.dnb.nl/en/binaries/Waterproof_tcm47-363851.pdf

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, se espera que una vez definida la taxonomía de activos e inversiones sostenibles sea 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 que las exposiciones al riesgo de transición, aunque están bastante contenidas en 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. En ella se 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 actividad³⁰. Se entiende como premisa en este caso, que las empresas contaminantes habían alcanzado unos mayores márgenes que les otorgaba esa menor morosidad, en parte derivado de no haber tenido que asumir los costes de contaminación que generaban, por lo 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 e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, recientemente

³⁰

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

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

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 y, particularmente, aquellos relacionados con el clima. Información que, por otro lado, ya han empezado a tener en cuenta diversas entidades financieras que han iniciado un cambio de estrategia para ir disminuyendo su exposición a inversiones de activos varados para intentar dar un giro y aumentar su apuesta 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 nombre³². A las entidades financieras y aquellas otras entidades grandes se les exigiría, en caso de que fuera aprobada en el Parlamento, analizar la exposición al riesgo climático de su actividad, incluyendo los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a dichos riesgos.

Aspirando 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. El objetivo final de misma es ampliar la movilización de capital privado hacia inversiones ambientalmente sostenibles para lo que la creación de este foro pretende ayudar a la cooperación internacional y, cuando corresponda, la coordinación de enfoques e iniciativas para los mercados de capital (como taxonomías, revelaciones, estándares y etiquetas), que son 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. La **estrategia de finanzas verdes del Reino Unido** trata a la vez de “enverdecer el sistema financiero” que opera en dicho país favoreciendo que se internalicen capacidades que se requieren en el sistema para poder tener en cuenta los aspectos climáticos y ambientales, a la vez que se moviliza la capacidad financiera existente para alcanzar un crecimiento limpio y resiliente, es decir se financia lo “verde”. Un tercer objetivo planteado se deriva de lo anterior y es que dicha estrategia contribuya a que el país aproveche las oportunidades existentes en la materia y les posicione como centro financiero clave en la materia.

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

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

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 privado. Aun así, será necesario activar muchas más acciones y de mayor calado que las actuales, y que éstas se materialicen de forma efectiva en modelos de negocio generalistas dado que, de no materializarse de forma autorregulada, puede ser necesario que se tenga que establecer nueva normativa para que aceleren su transformación.

Las razones de ese movimiento temprano de algunos agentes financieros cabe atribuirles, 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 aquellos activos que dejarán de ser productivos en ese nuevo modelo de crecimiento, lo que se han venido en denominar **activos varados** (*"stranded assets"*). Según algunas estimaciones³⁴, el 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 que es actualmente el décimo país en ese ranking mundial. Esta estimación no incluye las inversiones en infraestructuras y sectores auxiliares, ni tampoco 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 año³⁵. 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.

Esa constatación de los riesgos y oportunidades que el nuevo modelo de crecimiento llevará asociados son, en nuestra opinión, las principales razones que han animado el desarrollo de iniciativas privadas y que seguirán haciéndolo en el futuro, con independencia de la presión por parte de reguladores y supervisores, que sin duda servirá como factor acelerador y decisivo de unos comportamientos que los agentes financieros privados han asumido de forma racional, pero aún no de manera mayoritaria.

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/>

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 fue evolucionando 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 irán ganando peso emisores privados de diferentes países, siendo España 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 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 el impacto del mismo.

Porque 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).

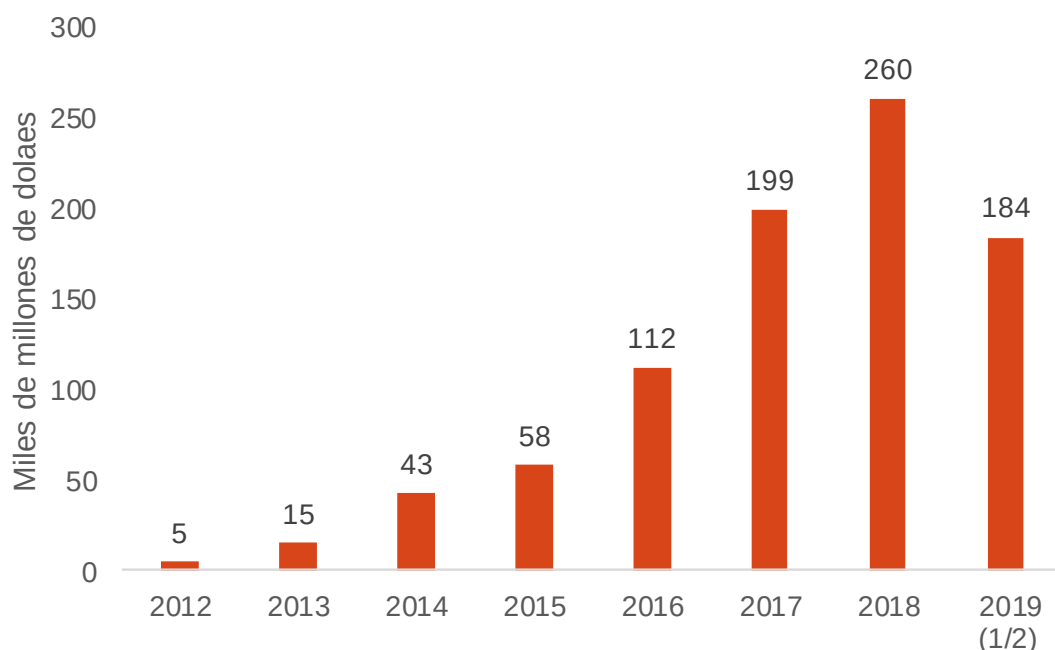
La característica común de este tipo de productos financieros es su vínculo directo o indirecto con aquellas actividades económicas consideradas sostenibles. Listado de prácticas y proyectos que, por otro lado, tampoco aparecen reguladas en ningún tipo de normativa, sino que de momento son fruto del 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 financieras³⁷ y no financieras que quieren vincularse a ella. 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.

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

³⁶ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>

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>

Gráfico 2. Emisiones anuales de deuda sostenible a nivel mundial

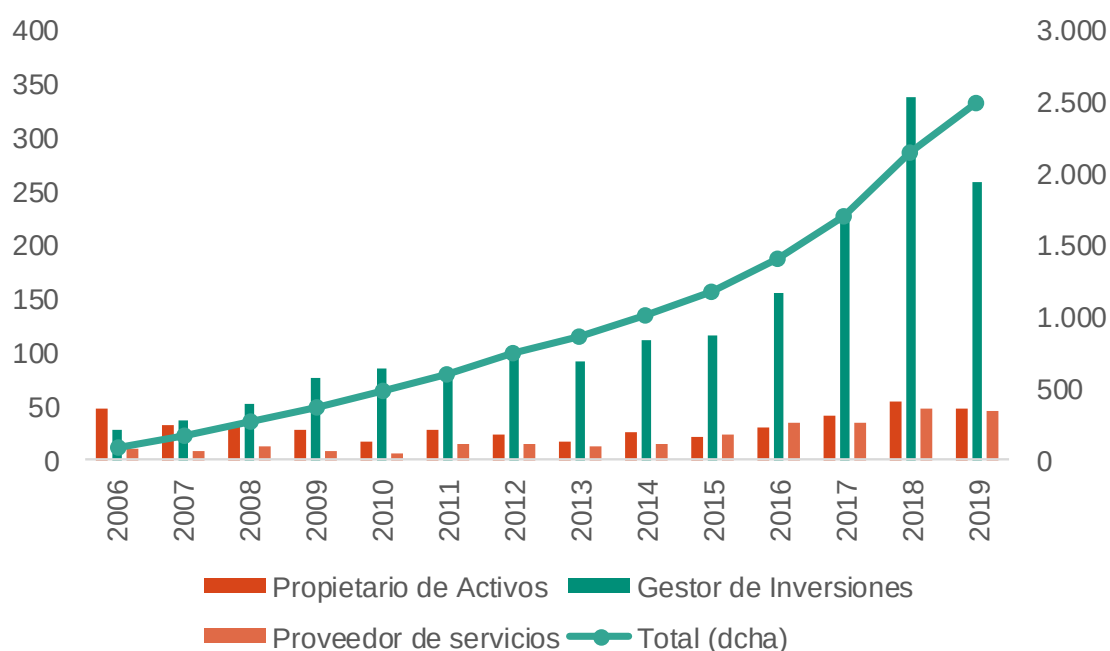


Fuente: Bloomberg

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

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

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

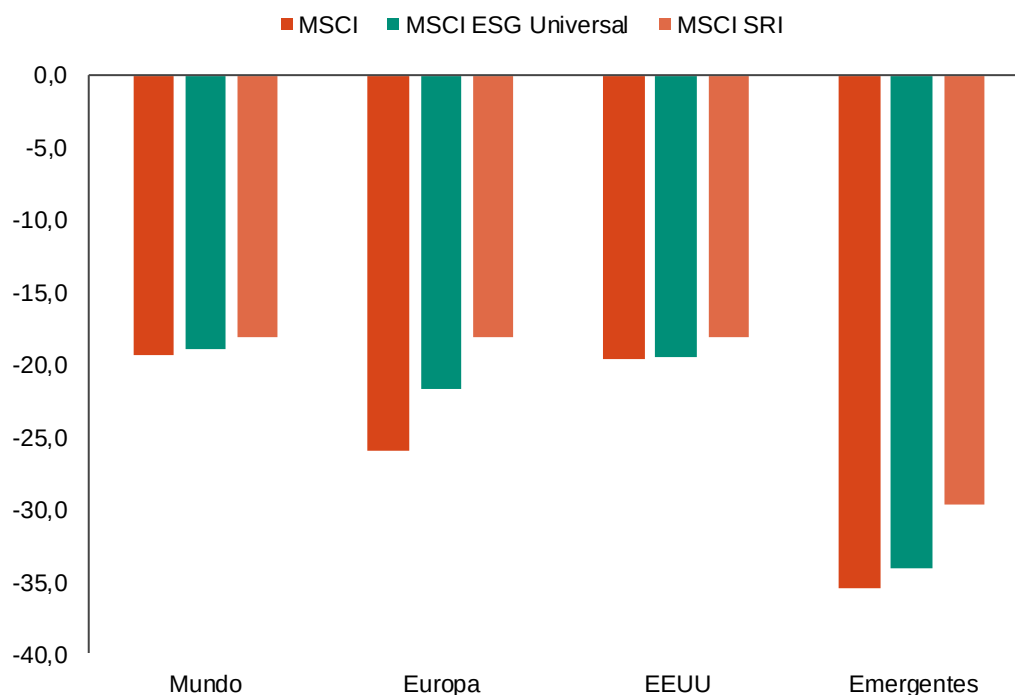


Fuente: UNPRI

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, valorando la otra parte del binomio, podemos ver que la clave está en que este tipo de gestión de inversiones otorga, en promedio, una menor pérdida media relativa a eventos extremos (ver **¡Error! La autoreferencia al marcador no es válida.**). Por ello, 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

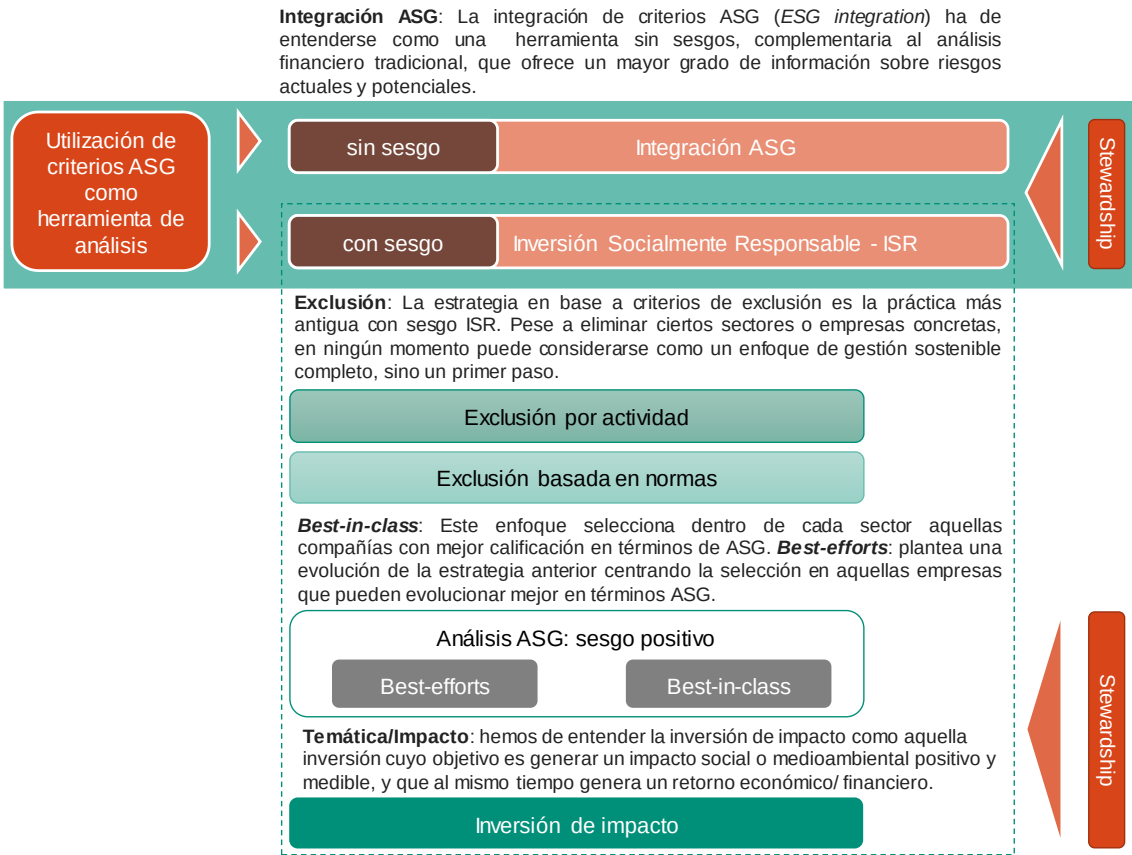


Fuente: Allianz GI & Afi (2019). Sostenibilidad y gestión de activos.

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 CO₂ o grandes empresas relevantes por la importancia material de las mismas 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, presionando para ello a las empresas más contaminantes de las que son inversores.

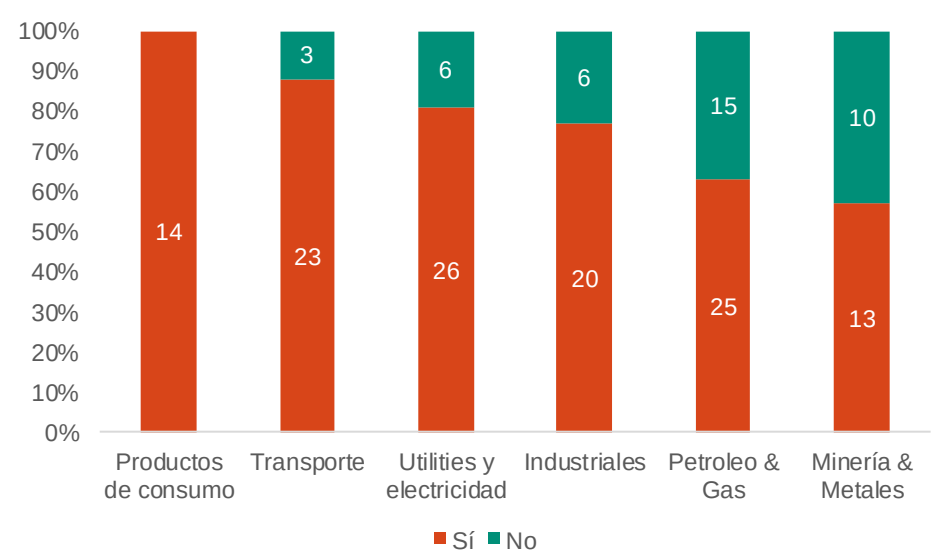
El progreso alcanzado de dicha coordinación es muy relevante tanto en número de signatarios (370 en la actualidad), volumen bajo gestión (35 billones de dólares) y empresas bajo el radar y acción. En este entorno, empresas como Royal Dutch Shell, Glencore, Maersk, Nestle, Volkswagen, o PetroChina han comprometido avances recientes en materia de sostenibilidad de su actividad y modelos de negocio fruto de esta acción coordinada de inversores (ver Gráfico 5).

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



Fuente: Afi

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, en este sentido, 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 una serie de principios de acción en pos de una gestión de la actividad más sostenible. Los **Principios para la Sostenibilidad en los Seguros** fueron aprobados en 2012, contando en la actualidad con 70 entidades vinculadas al mismo. 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.

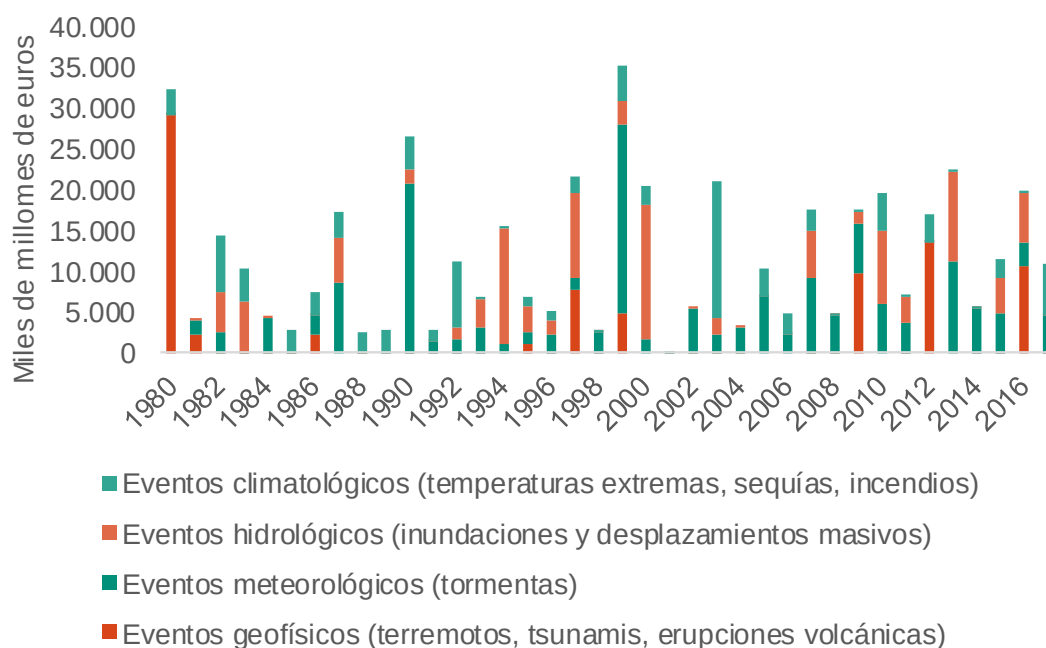
Desde el punto de vista ambiental, la correcta medición del coste de una prima se ha hecho mucho más compleja al aumentar fuertemente la volatilidad y la incertidumbre por la frecuencia y severidad de algunos desastres naturales (ver Gráfico 6). Muchas entidades aseguradoras, principalmente europeas, 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 dichos 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 actividad³⁸.

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 incapacidad³⁹. 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.

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

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

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

4.4. Ámbito del Sistema Bancario

Finalmente, el sector bancario es el último que ha abrazado de forma generalizada la necesidad de incorporar de forma coordinada una serie de 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, 2019⁴⁰).

Además, contrario a muchas creencias, dicho comportamiento no está centrado en la disponibilidad de una gobernanza de mayor calidad (subrating “G”), que se ha considerado un elemento clave en muchos análisis, sino que gran parte de las diferencias provienen de la gestión de aquellos aspectos sociales (subrating “S”) más relevantes para la gestión bancaria⁴¹. Motivos todos ellos más que racionales para que la actividad bancaria se vaya comprometiendo con la sostenibilidad mediante un mayor número de compromisos, fijación de objetivos y desarrollo de líneas de acción en los próximos años.

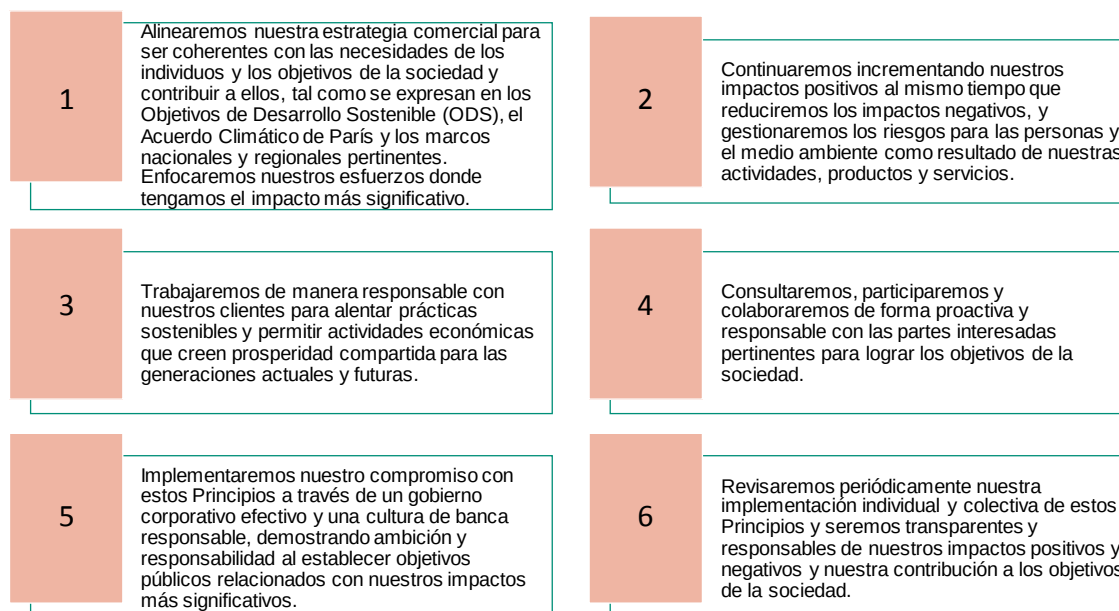
Quizás por todo ello, en septiembre de 2019, y con el apoyo final de más de 130 bancos, se promulgaron los denominados **Principios de Banca Responsable**. Su compromiso de apoyo ineludible a favor de los ODS y los objetivos del Acuerdo de París aparecen de forma explícita dentro de quienes los suscriben.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

individual en función de resultados les sitúa un paso más allá dado que les 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.

Ilustración 10. Principios de Banca Responsable



Fuente: UNEP⁴²

Caso particular lo ofrecen aquellas entidades cuyo propósito se centra en lo que denominan como “financiación de la economía real” y con una clara intencionalidad, 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 gestión⁴³. Estas entidades, 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 muy diversas mediante modelos de negocio diferentes, pero ofrecen unos resultados que, de forma consistente a lo largo del tiempo, alcanzan mejores resultados financieros más estables y mejores que los que tienen el conjunto de entidades bancarias más importantes, las consideradas como globales y sistémicas⁴⁴.

4.5. Servicios profesionales vinculados a las finanzas sostenibles

Acompañando dicha evolución de oferta y demanda de financiación sostenible, los últimos años han surgido un creciente número de **prestadores de servicio** que ofrecen elementos innovadores que dan soporte a las nuevas necesidades financieras en la materia (ver Ilustración 11). Pero si algo caracteriza a este producto es la transparencia. Los agentes financieros conocen en este proceso de financiación sostenible mucho más

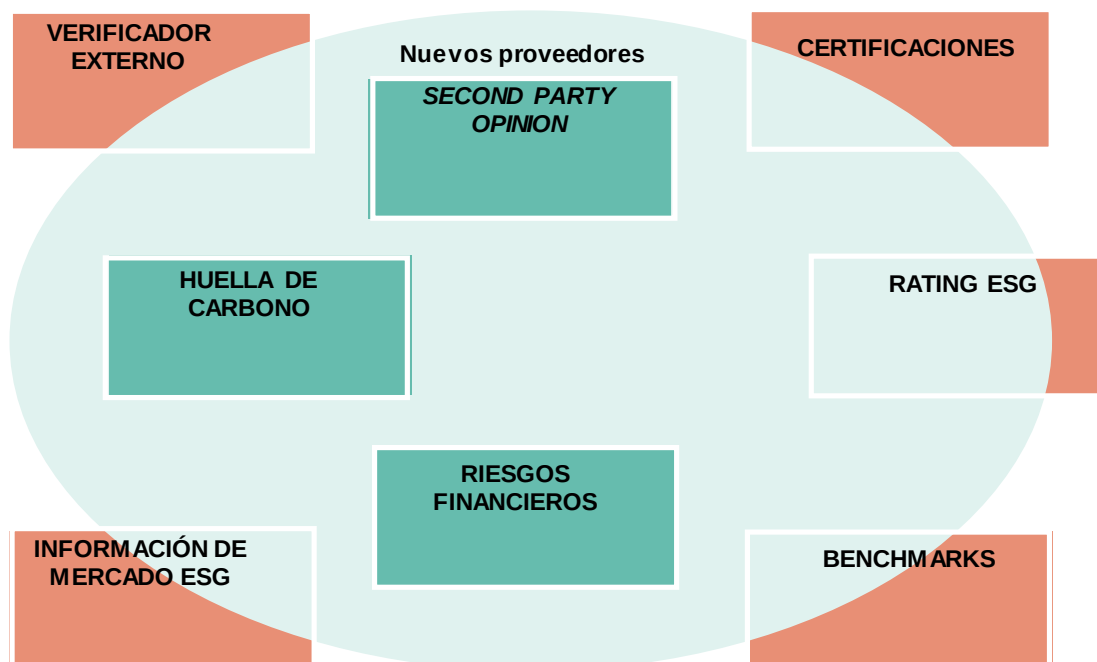
⁴² <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/>

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>

que lo que un agente financiero obtiene de la mayoría de operaciones financieras tradicionales, *plain vanilla*, que realiza.

Ilustración 11. Proveedores de servicios financieros sostenibles



Fuente: Banco de España⁴⁵

Nota: Lista de proveedores no exhaustiva

Muchas de estas iniciativas son realmente novedosas y su robustez aún debe de mejorarse, lo que hace que su utilización aún sea limitada –más allá de su desconocimiento-. No obstante, el ritmo de evolución e innovación que se está alcanzando, siendo alto, seguirá aumentando en los próximos años pues se espera que las iniciativas planteadas en este aspecto se retroalimenten entre sí, de modo que las finanzas sostenibles lleguen a ser la ecuación normal en este mercado.

5. Desafíos futuros y Recomendaciones

Las finanzas sostenibles no son una moda pasajera que ha llegado al sector financiero. Se trata de un elemento que ya ha pasado a ser 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 como soporte de la actividad económica y social tienen. 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. Ello requiere incrementar la financiación destinada a financiar actividades sostenibles. Las expectativas en este sentido son

⁴⁵

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasional/es/19/Fich/do1916.pdf>

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 distintas 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, alcanzando una movilización que puede tener enormes repercusiones en la actividad económica en general, dada 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”, es decir apoyando 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, incumpliendo los objetivos climáticos asumidos a escala global. Por ello, 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 marcan notablemente la transformación, principalmente por expectativas generadas, 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 y en parte derivado de la escasa vinculación de las finanzas en este ámbito, por lo que se requiere una mayor responsabilidad de la misma 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 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 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.

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

Presentar modelos de negocio compatibles con dicha responsabilidad será exigido tanto por reguladores y supervisores, como por el propio mercado e inversores, ante lo cual las entidades deben adoptar estrategias claramente proactivas. En definitiva, financiar teniendo en cuenta factores de sostenibilidad para hacer el sector financiero más sostenible.