

La inversión sostenible como integradora de los aspectos sociolaborales, ambientales y de gobernanza en el mercado financiero: productos, medición y normativa en Europa

María Ángeles Fernández Izquierdo (autora de contacto)

Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad.

Universitat Jaume I (Castelló, España)

afernad@uji.es | <https://orcid.org/0000-0001-5048-956X>

María Jesús Muñoz Torres

Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad.

Universitat Jaume I (Castelló, España)

munoz@uji.es | <https://orcid.org/0000-0002-7500-0617>

Juana María Rivera Lirio

Profesora titular en el Departamento de Finanzas y Contabilidad.

Universitat Jaume I (Castelló, España)

jrivera@uji.es | <https://orcid.org/0000-0002-8434-6222>

Idoya Ferrero Ferrero

Profesora titular en el Departamento de Finanzas y Contabilidad.

Universitat Jaume I (Castelló, España)

ferrero@uji.es | <https://orcid.org/0000-0002-0964-9223>

Elena Escrig Olmedo

Profesora titular en el Departamento de Finanzas y Contabilidad.

Universitat Jaume I (Castelló, España)

eescrig@uji.es | <https://orcid.org/0000-0001-9135-1276>

Extracto

La inversión sostenible (IS) se ha convertido en uno de los temas más destacados para la comunidad empresarial, los mercados financieros y la sociedad en los últimos años. Cada vez más, las inversiones buscan estimular la recuperación económica de una manera más sostenible, amplificando este impulso con la integración en la inversión de criterios ambientales, sociolaborales y de gobernanza (criterios ASG).





Es por ello por lo que, en este artículo, vamos a abordar la IS en Europa, centrándonos en describir los productos y las diferentes tipologías de inversión que el mercado financiero ofrece como instrumentos de inversión; en la medición y evaluación de los criterios ASG, pues el interés en invertir en sostenibilidad está creando una gran demanda de datos, calificaciones y clasificaciones de criterios ASG, lo que genera una proliferación de agencias e índices bursátiles de sostenibilidad; y en analizar la reciente legislación europea y el destacado papel que está teniendo en el impulso de la IS.

En las consideraciones finales remarcaremos algunos aspectos que resultan controvertidos actualmente, en relación con los nuevos productos de inversión sostenibles, los nuevos modelos de medición de la sostenibilidad y la reciente normativa, así como las recomendaciones sobre la necesidad de una mayor coherencia en las finanzas sostenibles europeas.

Palabras clave: inversión sostenible; criterios de inversión ambientales, sociolaborales y de gobernanza; productos de inversión sostenibles; bonos verdes; fondos de inversión sostenibles; agencias de *rating* de sostenibilidad; índices bursátiles de sostenibilidad; normativa europea de finanzas sostenibles.

Recibido: 28-04-2022 / Aceptado: 28-04-2022

Cómo citar: Fernández Izquierdo, M. Á., Muñoz Torres, M. J., Rivera Lirio, J. M., Ferrero Ferrero, I. y Escrig Olmedo, E. (2022). La inversión sostenible como integradora de los aspectos sociolaborales, ambientales y de gobernanza en el mercado financiero: productos, medición y normativa en Europa. *Revista de Trabajo y Seguridad Social. CEF*, 469, 203-229.



Sustainable investment as an integrator of socio-labour, environmental and governance aspects in the financial market: products, measurement and regulations in Europe

María Ángeles Fernández Izquierdo

María Jesús Muñoz Torres

Juana María Rivera Lirio

Idoya Ferrero Ferrero

Elena Escrig Olmedo

Abstract

Sustainable investing has become one of the hottest topics for the business community, financial markets and society in recent years. More and more investors are seeking to stimulate economic recovery in a more sustainable way, amplifying this momentum with investment with environmental, socio-labor and governance (ESG) criteria.

That is why, in this paper, we are going to address sustainable investment in Europe, focusing on describing the products and the different types of investment that the financial market offers as investment instruments. Moreover, we are going to discuss about the measurement and evaluation of ESG criteria, since the interest in investing in sustainability is creating a great demand for ESG data, ratings and classifications, which generates a proliferation of sustainability agencies and stock indices. Finally, we will analyze the recent European legislation and the outstanding role it is having in promoting sustainable investment.

In the final considerations, we will highlight some aspects that are currently controversial, in relation to the new sustainable investment products, the new sustainability measurement models and the recent regulations, as well as recommendations on the need for greater coherence in European sustainable finance.

Keywords: sustainable investment; environmental, socio-labor and governance investment criteria; sustainable investment products; green bonds; sustainable investment funds; sustainability rating agencies; sustainability stock indexes; European regulations on sustainable finance.

Citation: Fernández Izquierdo, M. Á., Muñoz Torres, M. J., Rivera Lirio, J. M., Ferrero Ferrero, I. y Escrig Olmedo, E. (2022). Sustainable investment as an integrator of socio-labour, environmental and governance aspects in the financial market: products, measurement and regulations in Europe. *Revista de Trabajo y Seguridad Social*. CEF, 469, 203-229.



Sumario

1. Introducción
 2. Productos de IS
 3. Medición y evaluación de la sostenibilidad
 4. Normativa europea
 5. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

1. Introducción

El panorama dinámico y rápidamente cambiante de nuestro mundo actual se ha visto muy afectado por las crecientes turbulencias sociolaborales y ambientales, así como por la crisis pandémica mundial de la COVID-19. En este contexto, la sociedad exige una agenda sostenible real y efectiva para asegurar una justicia social para la humanidad que no sobrepase los límites planetarios que advierten desde diversos ámbitos científicos como el [Centro de Resiliencia de Estocolmo](#)¹.

Para ello se requiere un enfoque integral para afrontar los retos de un futuro sostenible reorientando los flujos de capital hacia inversiones sostenibles, donde se integre la valoración no solo financiera, sino también la sociolaboral, ambiental y de buen gobierno de la empresa. Estos aspectos están redefiniendo el modelo económico, la creación de valor, el trabajo digno, el rol de la empresa en la sociedad, el sistema financiero, la valoración de activos y lo que implica la sostenibilidad.

Según Muñoz Torres y Rivera Lirio (2016), la contribución del sistema financiero al desarrollo sostenible incluye la consideración de varios temas clave, entre los que se destacan: una perspectiva de largo plazo, la reducción de las desigualdades, la mitigación de la pobreza, la integración de los problemas sociolaborales y ambientales, y una supervisión eficaz del sistema financiero. La integración de la sostenibilidad en el sistema financiero podría cerrar la brecha entre las políticas y objetivos fundamentales como el crecimiento, la mitigación de la pobreza, el trabajo digno y el acceso a oportunidades económicas.

Los mercados financieros están llamados a reorientar sus actividades para promover la transición hacia una economía sostenible en un proceso que puede conllevar ciertos riesgos. Un marco de referencia de la sostenibilidad a nivel global son los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Los ODS pueden servir como guía para orientar los esfuerzos corporativos y públicos para el desarrollo sostenible (Hummel y Szekely, 2022), constituyendo de este modo un referente para las inversiones responsables (Diener y Habisch, 2020).

Dado el papel que la inversión tiene en operacionalizar los ODS, recogida en la [Addis Ababa Action Agenda de 2015](#)², la inversión sostenible (IS) se está convirtiendo en uno de

¹ <https://www.stockholmresilience.org/>

² <https://www.un.org/esa/ffd/publications/aaaa-outcome.html>

los temas más destacados para la comunidad empresarial, los mercados financieros y la sociedad en los últimos años. Cada vez más, las inversiones buscan estimular la recuperación económica de una manera más sostenible, amplificando este impulso por la inversión con criterios ambientales, sociolaborales y de gobernanza (ASG).

La IS es un concepto amplio. Existen multitud de razonamientos, enfoques y definiciones. Se basan en conceptos que van desde los principios éticos hasta la mera búsqueda de mejores resultados de inversión. Además, existen diferentes métodos para invertir de manera sostenible. Por ello, en este artículo vamos a centrarnos en la IS en Europa y examinaremos, en primer lugar, los productos y las diferentes tipologías de inversión que el mercado financiero ofrece como instrumentos de inversión.

En segundo lugar, nos centraremos en la medición y evaluación de los criterios ASG, pues el interés en invertir en sostenibilidad está creando una mayor demanda de datos, calificaciones y clasificaciones de ASG, lo que genera una proliferación de agencias e índices bursátiles de sostenibilidad.

En tercer lugar, abordaremos el tema normativo, dado que el impulso legislativo del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea, la concienciación y madurez de los inversores y el desarrollo de la dimensión social de la IS para superar el impacto de la COVID-19 han propiciado su progresión durante los 2 últimos años evidenciando expectativas de crecimiento a largo plazo.

En las consideraciones finales, remarcaremos algunos de los aspectos que resultan controvertidos actualmente, en relación con los nuevos productos de IS, los nuevos modelos de medición de la sostenibilidad y la reciente normativa, así como las recomendaciones sobre la necesidad de una mayor coherencia en las finanzas sostenibles europeas.

2. Productos de IS

La IS es un enfoque de inversión que considera factores ASG en la selección y gestión de carteras (Global Sustainable Investment Alliance –GSIA–, 2020) que requiere propiedad activa y conciencia intergeneracional (Woods y Urwin, 2010). De hecho, el [Reglamento \(UE\) 2019/2088](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, define las IS como aquellas que se realicen en una actividad económica que contribuya a objetivos de tipo medioambiental o social medidos a través de indicadores clave, siempre y cuando dichas inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de esos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza.

El rápido progreso del mercado de la IS ha conllevado el desarrollo de una gran industria bursátil sostenible al servicio de las instituciones financieras de gestión de patrimonios públicos y privados. Las inversiones que a nivel global se realizan con criterios de sostenibilidad han experimentado fuertes tasas de crecimiento en los últimos años, con un especial protagonismo de Europa como región que más ha apostado por la aplicación de estos criterios de inversión.

La forma más extendida de invertir con criterios ASG es la adquisición de participaciones en instrumentos de inversión colectiva como los fondos de inversión o fondos de pensiones sostenibles. En 2020, los fondos de IS recaudaron 223.000 millones de euros en Europa, casi el doble que en 2019, y se prevé, según PwC (2022), que para el año 2025 la cifra alcance los 7,6 millones de euros y que el 57 % de los fondos de inversión se gestionen con criterios ASG.

Estos fondos permiten dirigir el ahorro hacia determinados títulos valores que, además de ofrecer rentabilidad financiera, conllevan la financiación de empresas socialmente responsables. La evolución de los criterios de decisión de las inversiones sostenibles ha dado lugar a diferentes metodologías de preselección de activos financieros (renta variable, renta fija pública y privada, derivados, etc.) para la gestión óptima de carteras y, en consecuencia, a diferentes generaciones de instituciones de inversión colectiva que invierten según criterios de IS, pudiendo ser seleccionado un activo emitido por una empresa tanto por el «modo» en que esta lleva a cabo su actividad como por la propia actividad desarrollada.

Existen diferentes formas de enfocar, evaluar, participar e implementar la inversión en materia de IS que dan lugar a diversas estrategias de inversión con diferente eficacia e impacto. Según las definiciones de la GSIA (2019), que establece una de las clasificaciones más fiables, estas se dividen en seis tipologías que se recogen en el cuadro 1.

Cabe destacar que, en Europa, Francia lidera claramente el segmento de la IS con el uso de estrategias de inversión más avanzadas, como la integración de factores ASG. Este crecimiento puede atribuirse principalmente a la favorable legislación en este país. En los últimos años ha ofrecido incentivos fiscales a las inversiones sociales (deducciones por inversiones en la comunidad) y a principios del año 2016 hubo un importante paso normativo en el fomento de la inversión social, dentro de la Ley de transición energética, que incluyó un *label* de carácter público para fondos de inversión socialmente responsable (fondos ISR) (Spainsif, 2016). En España, se está trabajando actualmente en un borrador para que a finales de 2022 se pueda poner en marcha un Plan Nacional de Finanzas Sostenibles, que permita implementar la regulación en este ámbito e incentivar la IS y emitir bonos soberanos sostenibles.

Cuadro 1. Tipologías de IS

Estrategia	Definición
Exclusión o selección negativa (<i>screening</i> negativo)	Se excluye del universo de inversión a compañías de determinados sectores controvertidos (armas, pornografía o tabaco) o con prácticas no alineadas con los criterios ASG.
<i>Best in class</i> o selección positiva	Se invierte en compañías con el mejor desempeño en sostenibilidad dentro de su sector.
Cumplimiento de normas internacionales (<i>norms-base- screening</i>)	Se evitan las inversiones en aquellas empresas que incumplan con tratados o normas internacionales como, por ejemplo, los Diez principios del Pacto Mundial ³ o los Principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos ⁴ .
Integración de los factores ASG	Se incluye de manera explícita el análisis de criterios ASG en el análisis financiero que lleva a cabo la entidad para la toma de decisiones de inversión. Hay organizaciones como Sustainalytics o V.E-Vigeo Eiris que analizan las empresas para extraer información sobre su desempeño ASG.
Inversión de impacto	Inversiones que además de rentabilidad financiera buscan generar un impacto positivo para solucionar problemas de carácter social o ambiental. Por ejemplo, las microfinanzas o las inversiones en comunidades locales.
Diálogo activo y voto	Implicación de los inversores/as a través del diálogo con la alta dirección y/o los consejos de administración de las empresas para fomentar mejoras en materia ASG a través del voto para influir en el comportamiento corporativo.

Fuente: GSIA (2019).

La disponibilidad de una mayor oferta de datos ASG está suponiendo un cambio en las prácticas de IS. La dinámica de las calificaciones AGS da forma a la evolución de la IS, hasta el punto de que la simple evaluación negativa se considera una práctica obsoleta o no avanzada (Townsend, 2020), frente al análisis AGS prospectivo que se esfuerza por

³ <https://www.pactomundial.org/que-puedes-hacer-tu/>

⁴ https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinessshr_sp.pdf

evaluar la materialidad de los datos no tradicionales para determinar qué empresas son las más adecuadas para hacer frente a los riesgos de sostenibilidad globales. Según World Economic Forum (2022), los principales riesgos globales son los riesgos relacionados con el cambio climático, los fenómenos meteorológicos extremos, la pérdida de biodiversidad, la erosión de la cohesión social y las crisis de los medios de subsistencia. Por ello, para hacer frente a estos riesgos de sostenibilidad globales, están ganando terreno estrategias de IS como la integración de factores ASG, el diálogo activo y votación, y la inversión de impacto, entre otras (Eurosif, 2018). Estas estrategias permiten la creación de carteras de activos más acordes con la demanda-oferta actual en materia ASG, y que ciertos autores (Agrawal y Hockerts, 2019; Hebb, 2013) consideran no tanto avances en la IS sino subproductos incluidos dentro de ella.

Los productos que más se han desarrollado en los últimos años son los bonos sostenibles, que son aquellos donde los fondos monetarios se aplican para financiar o refinanciar una combinación de proyectos verdes (a través de los bonos verdes) y proyectos sociales (a través de los bonos sociales).

Desde la emisión del primer bono verde en 2007 por parte del Banco Europeo de Inversiones y el Banco Mundial, con el objetivo de financiar proyectos que tuvieran un impacto positivo en el medioambiente, este mercado ha experimentado un fuerte crecimiento, hasta superar a cierre de 2020 el billón de dólares de emisiones acumuladas, según los datos de Climate Bonds Initiative (2021). Los bonos sociales han mostrado un especial dinamismo como respuesta para financiar algunos de los acuciantes problemas derivados de la COVID-19. A pesar del aumento de emisiones, este conjunto de bonos sigue siendo un producto financiero marginal en la Unión Europea (UE), alcanzando solo un porcentaje del 2 % del total de bonos en circulación de la EU-27 al final del 2020 (Tribunal de Cuentas Europeo, 2021).

Adicionalmente, han ido surgiendo en el mercado otros bonos que permiten invertir en proyectos ligados a los criterios de sostenibilidad. Entre ellos destacan los bonos «*sustainability-linked*» (vinculados al cumplimiento de determinados indicadores de sostenibilidad); los bonos «*ODS-linked*» (vinculados al cumplimiento de los ODS); los bonos de género (ligados a inversiones que promueven iniciativas de equidad de género); los bonos azules (vinculados a promover la conservación de la vida oceánica); o los bonos de transición (para apoyar la transición verde) (Blasco y Delrieu, 2021).

Otros instrumentos de IS que cabe destacar son los vehículos de inversión en microfinanzas (VIM), que son productos financieros, intermediados por organizaciones o por gestores de fondos de inversión, especializados en microfinanzas que movilizan las inversiones y las canalizan en las instituciones de microfinanzas (IMF). Por tanto, sus activos provienen de fuentes públicas y privadas (inversores individuales e instituciones). Su cartera de clientela son las IMF y, a través de estas, invierten en la comunidad, particulares o microempresas de ámbito familiar mediante la concesión de microcréditos.

3. Medición y evaluación de la sostenibilidad

Las agencias de calificación de la sostenibilidad, también llamadas agencias de *rating* en sostenibilidad, han asumido un papel muy activo en la definición de metodologías y modelos de valoración que puedan servir de apoyo al inversor sostenible en su proceso de toma de decisiones. En la mayoría de los casos, los resultados de la evaluación realizada por estas agencias se combinan con la evaluación financiera para la generación de índices bursátiles sostenibles.

Las agencias de *rating* en sostenibilidad o de *rating* ASG (Fernández Izquierdo *et al.*, 2019) tienen como modelo de negocio la evaluación de la sostenibilidad de las organizaciones que someten a escrutinio mediante metodologías de investigación propias y no accesibles al mercado. Los criterios de valoración utilizados por las agencias de *rating* de sostenibilidad condicionan la composición de los índices de sostenibilidad más representativos del mercado y, por lo tanto, también la composición de los fondos de IS, debido a la utilización de los índices como *benchmarking* de gestión de carteras.

Esta evaluación la hacen desde la utilización de metodologías propias y diferenciadas entre agencias y a partir de datos que ellas mismas recaban, bien directamente de las empresas analizadas mediante el envío de cuestionarios o a través del estudio de la información pública que estas ofrecen. Además, suelen contar con el apoyo de contrapartes en los diferentes países, normalmente ONG y otras organizaciones de la sociedad civil, que verifican y garantizan la calidad de la información analizada como fuentes externas (Fernández Izquierdo *et al.*, 2019).

Estas agencias, además de realizar una función como consultoras, ofrecen a los inversores otros productos y servicios como bases de datos, *benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis de riesgos extrafinancieros, asesoría e incluso *rating* de sostenibilidad de países.

Por su parte, los índices bursátiles de sostenibilidad son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en este caso del segmento del mercado de la IS, que evalúan el desempeño de una entidad en términos ASG (Fernández Izquierdo *et al.*, 2018). Estos instrumentos incorporan aquellas organizaciones que integren satisfactoriamente los criterios de rendimiento económico y desarrollo sostenible. Además, se examinan con regularidad para asegurar que las empresas integrantes siguen cumpliendo con los requisitos de sostenibilidad establecidos. La metodología de elaboración de un índice bursátil depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica. Las familias «S&P Dow Jones Sustainability Indices» (DJSI) y «FTSE4Good Index Series I FTSE Russell» son algunas de las más relevantes, por su alcance, en los mercados bursátiles de la sostenibilidad.

La selección de las empresas que componen cualquier índice de la familia DJSI se lleva a cabo mediante la Evaluación global de sostenibilidad corporativa (CSA) anual de S&P Global

y tras el análisis de RepRisk, que permite detectar controversias en las compañías. El proceso comienza determinando el llamado «universo invitado», es decir, aquellas empresas que serán invitadas a formar parte del proceso. El universo invitado varía entre los índices y subíndices de la familia de DJSI (DJSI, 2021).

Por su parte, la metodología de construcción de la serie de índices FTSE4Good se basa en los resultados que proporciona FTSE Russell's ESG Ratings y sigue tres pasos. En primer lugar, se han de seleccionar las empresas participantes en función de cómo responden a los riesgos ASG, para que se incluyan únicamente aquellas que los gestionen correctamente. El segundo paso consiste en aplicar criterios de exclusión, es decir, eliminar aquellas empresas implicadas en negocios controvertidos, siendo algunos ejemplos la industria de las armas químicas, biológicas y nucleares, del tabaco y de la producción de carbón. El último paso consiste en la publicación y posterior revisión, semestralmente en junio y diciembre, de la serie de índices FTSE4Good (FTSE, 2020).

Los *rankings* e índices de empresas, de acuerdo con su *performance* en términos de sostenibilidad, han adquirido una gran importancia y, como resultado, el número de agencias de calificación de la sostenibilidad u organizaciones que proporcionan *ratings* de sostenibilidad se ha incrementado rápidamente. Existen múltiples proveedoras de información ASG que elaboran *ratings* de sostenibilidad. Los *ratings* ASG más relevantes, según el informe *Rate the raters 2020* (SustainAbility Institute, 2020), son:

- Bloomberg ESG Data. Bloomberg es una entidad estadounidense fundada en 1981. Se especializa en el mercado de asesoría financiera, datos y tecnología. Entre sus servicios profesionales se incluyen las finanzas sostenibles. Proporciona datos, investigación y noticias y elabora *ratings* e índices de sostenibilidad. Ofrece métricas ASG y puntuaciones ASG para más de 11.800 empresas en más de 100 países, además de otros datos y ratios derivados, así como *datapoints* específicos de sectores y países y datos históricos que se remontan a 2006.
- ISS ESG Corporate Rating. En 2018, la entidad ISS adquirió Oekom, una agencia de investigación y calificación de sostenibilidad creada en 1993 y con sede en Múnich. En su *rating* de sostenibilidad se evalúan más de 30 temas ambientales, sociales y de gobernanza universales, como el impacto ambiental de la cartera de productos, el cumplimiento de los derechos humanos y la ética empresarial, dando lugar a un análisis de 140 factores con una calificación y una puntuación numérica. La metodología de evaluación se basa en un sistema de calificación de 12 puntos desde A+, que corresponde a un excelente desempeño, a D-, bajo desempeño.
- MSCI ESG Ratings. Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) es una entidad estadounidense fundada en 1969, especializada en proporcionar herramientas y servicios de apoyo a la toma de decisiones para la comunidad de inversión global. MSCI ESG Ratings utiliza una metodología basada en reglas, diseñada para medir la resiliencia de una empresa ante riesgos ambientales, sociales y de gobierno

corporativo importantes de la industria a largo plazo. Califican a las empresas en una escala de AAA a CCC de acuerdo con su exposición a riesgos ASG importantes para la industria y su capacidad para gestionar esos riesgos en relación con sus pares.

- S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). S&P Global adquirió en 2019 el negocio de calificaciones sostenibles de RobecoSAM, una entidad creada en 1995 especialista en inversiones y gestión de activos. S&P Global Corporate Sustainability Assessment utiliza una metodología basada en reglas que permite extraer una puntuación global de una media de 1.000 *datapoints* por empresa. Para obtener la información dispone de 61 cuestionarios específicos para distintas industrias que contienen aproximadamente entre 100-130 preguntas y cubren 23 temas clave ASG. Además, su análisis sirve de base para la elaboración del S&P Dow Jones Indices, uno de los principales proveedores de índices a nivel mundial.
- Sustainalytics' ESG Risk Ratings. Sustainalytics es una empresa líder en la investigación y análisis de criterios ASG a nivel global. Entre sus productos y servicios destacan: ESG Risk Ratings, soluciones para cubrir requisitos reglamentarios relacionados con la taxonomía de la UE, estudios sobre sectores, *rating* ASG de países, análisis de posibles controversias, etc. El modelo de Sustainalytics mide la exposición de una empresa a los riesgos ASG materiales específicos de la industria y cómo de bien esa empresa está gestionando tales riesgos. Además, Sustainalytics participa en la elaboración del índice del mercado bursátil Jantzi Social Index, entre otros. En 2020, Morningstar se convirtió en el único propietario de Sustainalytics. Esta agencia ha asesorado y participado en la creación del bono social del Instituto de Crédito Oficial en sus diferentes emisiones.
- Refinitiv ESG Company Scores. Refinitiv nace de la conocida Thomson Reuters, una entidad canadiense fundada en 2008 tras la adquisición de Reuters por The Thomson Corporation, ambas agencias de información que proporcionan noticias sobre el mercado financiero. La puntuación ESG de Refinitiv mide el rendimiento ASG de la empresa en función de datos notificados verificables de dominio público. Captura y calcula más de 630 medidas ASG a nivel de empresa, de las cuales un subconjunto de 186 de las más comparables y materiales por industria impulsan el proceso general de evaluación y puntuación de la empresa.
- V.E ESG Assessment. Moody's ESG Solutions adquirió la participación mayoritaria de V.E (Vigeo Eiris), una de las agencias de calificación de sostenibilidad más importantes, creada en 2002, cuya línea de actuación incluye la elaboración de *ratings* de sostenibilidad e índices, la proporción de datos climáticos y el desarrollo de certificados de finanzas sostenibles. V.E ESG Assessment proporciona una visión a largo plazo de la resiliencia y crecimiento de la empresa, su exposición y gestión al riesgo ASG y el análisis del impacto ambiental y social de sus operaciones y productos.

La existencia de un gran número de agencias de análisis de sostenibilidad con metodologías diversas ha conllevado procesos de fusiones y adquisiciones o alianzas por parte de las agencias de mayor poder y peso en el mercado (Escrig Olmedo *et al.*, 2019). Además, las agencias de análisis de la sostenibilidad están siendo integradas dentro de las agencias de *rating* crediticio que analizan riesgos financieros. Así, destaca el caso de MSCI que ha ido adquiriendo diversos proveedores de datos ASG, como las agencias de análisis de sostenibilidad pioneras KLD Research & Analytics, Innovest y RICR, y otras de análisis de riesgos como RiskMetrics. De este modo, se da respuesta a uno de los objetivos prioritarios marcados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés –European Securities and Markets Authority–) en su hoja de ruta en materia de finanzas sostenibles 2022-2024 (ESMA, 2022b): lograr un adecuado seguimiento, monitoreando, evaluando y analizando los riesgos y factores ASG en los mercados. Por ello, las agencias de *rating* crediticio están aumentando sus esfuerzos para identificar los principales riesgos ASG a través de la integración de las metodologías de evaluación de las agencias de *rating* de sostenibilidad.

Es importante destacar que, con el fin de evaluar la sostenibilidad corporativa de una manera objetiva y fiable, que evite el riesgo de *greenwashing* (lavado verde) o *socialwashing* (lavado social), deben tener estructuras independientes y ser transparentes sobre su proceso de evaluación. Por ello, ESMA ha enviado a la Comisión Europea una carta en la que propone desarrollar una regulación europea para las agencias de calificación de sostenibilidad. En concreto, expone a la Comisión Europea la necesidad de un marco normativo que contemple al menos cuatro aspectos: la calificación ASG; el registro y supervisión de la autoridad pública; unos requisitos específicos aplicables a las calificaciones y evaluaciones ASG; y los requisitos organizativos y de gestión de conflictos de intereses (ESMA, 2021).

Según el estudio realizado por Muñoz Torres *et al.* (2019), en el que se analizan los criterios y las metodologías de evaluación de la sostenibilidad utilizadas por las principales agencias de análisis de la sostenibilidad, y que se recoge en el cuadro 2, si se comparan los criterios positivos utilizados por cada agencia de manera pormenorizada y su agrupación en categorías ASG y la información e indicadores que contiene cada criterio de evaluación sobre la empresa que se analiza, existe bastante heterogeneidad. En términos generales, podemos observar que las agencias de *rating* ASG evalúan la *performance* considerando una perspectiva de «triple resultado». Además, la mayoría de las agencias de calificación ASG analizadas tienen en cuenta criterios específicos de la industria, porque cada industria se enfrenta a diferentes desafíos sociales y ambientales.

En cuanto a los criterios del pilar sociolaboral, los aspectos que se han considerado sustancialmente en el proceso de evaluación de todas las agencias de calificación ASG analizadas han sido: condición de trabajo de calidad, salud y seguridad, gestión laboral y derechos humanos. Estos ponen de relieve la importancia de «los empleados» como parte interesada clave para la empresa. Sin embargo, las cuestiones relacionadas con el comportamiento empresarial y la ética del mercado parecen menos importantes.

Cuadro 2. Categorías de impacto utilizadas por las principales agencias de *rating* en sostenibilidad

Criterios ambientales positivos	Criterios sociales positivos	Criterios positivos de gobierno corporativo
<ul style="list-style-type: none"> • Intensidad de carbono/emisiones. • Cambio climático. • Control de impactos ambientales en el ciclo de vida general de los productos y servicios. • Ecodiseño/desarrollo de productos y servicios ecológicos. • Ecoeficiencia. • Emisiones. • Consumo/eficiencia energética. • Informes ambientales. • Política ambiental/gestión. • Gestión de riesgos ambientales. • Residuos peligrosos. • Materiales reciclados y reutilizados. • Empaquetado. • Gestión de la contaminación y recursos. • Protección de la biodiversidad. • Abastecimiento de materias primas. • Consumo de energía renovable/materias primas renovables. • Impacto en viajes y transporte. • Gestión/reducción de residuos. • Uso y gestión del agua. • Criterios específicos de la industria. 	<ul style="list-style-type: none"> • Comportamiento empresarial. • Derechos e intereses de la clientela. • Relaciones comunitarias. • Ciudadanía corporativa/filantropía. • Gestión de la relación con la clientela-satisfacción. • Responsabilidad de la clientela y responsabilidad del producto. • Diversidad. • Desarrollo y capacitación de capital humano. • Criterios de derechos humanos. • Integración de normas sociales/ambientales tanto en el proceso de selección de proveedores como en la cadena de suministro general. • Gestión del trabajo. • Proveedores locales. • La ética del mercado. • No discriminación y promoción de la igualdad. • Privacidad y seguridad de los datos. • Seguridad, calidad e impacto del producto. • Protección de los niños/as-exclusión del trabajo infantil y del trabajo forzoso. • Condición de trabajo de calidad, salud y seguridad. • Respeto de la libertad sindical y la libertad sindical. • Inversión responsable. 	<ul style="list-style-type: none"> • Prácticas anticompetitivas-política antimonopolio. • Política contra OPA. • Sistemas de auditoría y control. • Gestión de la marca. • La ética empresarial y el fraude. • Códigos de conducta/cumplimiento. • Funciones y comités de gobierno corporativo. • Diversidad de la junta. • Estructura de la junta. • Prevención de la corrupción y el soborno. • Remuneración de las personas integrantes del equipo ejecutivo/política de compensación. • Respeto de los derechos de los/las accionistas. • Gestión de riesgos y crisis. • Transparencia (por ejemplo, transparencia fiscal). • Visión y estrategia. • Criterios específicos de la industria.



Criterios ambientales positivos	Criterios sociales positivos	Criterios positivos de gobierno corporativo
---------------------------------	------------------------------	---



- Derechos de los pueblos indígenas.
- Participación de las partes interesadas.
- Informes sociales.
- Gestión de la cadena de suministro.
- Atracción y retención de talento.
- Equilibrio entre la vida laboral y la vida personal.
- Criterios específicos de la industria.

Fuente: Muñoz Torres *et al.* (2019).

Con respecto a los aspectos ambientales, los criterios de análisis más utilizados fueron: política/gestión ambiental (87,5 %), uso y gestión del agua (87,5 %) y la protección de la biodiversidad (87,5 %). Además, en los últimos años, el aspecto que se ha incorporado sustancialmente al proceso de evaluación de las agencias de calificación ASG ha sido el cambio climático (75 %).

Hay que destacar que los tres aspectos de gobierno corporativo considerados por la mayoría de las agencias de calificación ASG fueron: funciones y comités de gobierno corporativo (100 %), prevención de la corrupción y soborno (87,5 %) y transparencia (87,5 %). Menos importantes parecen ser para las agencias de calificación ASG los criterios de estrategia de visión, códigos de conducta y gestión de marca.

4. Normativa europea

La sostenibilidad debe ser el núcleo de la recuperación por parte de la UE de la pandemia de la COVID-19. En marzo de 2018, a raíz del [Acuerdo de París de 2016](https://ec.europa.eu/clima/eu-action/international-action-climate-change/climate-negotiations/paris-agreement_es)⁵, la Comisión

⁵ https://ec.europa.eu/clima/eu-action/international-action-climate-change/climate-negotiations/paris-agreement_es

Europea publicó su **Plan de Acción para Financiar el Desarrollo Sostenible**⁶, que introduce la sostenibilidad en la agenda política de los mercados de capitales, presenta 3 objetivos para financiar el desarrollo sostenible y propone 10 líneas de acción para lograr estos objetivos (cuadro 3).

Cuadro 3. Plan de Acción para Financiar el Desarrollo Sostenible

Objetivos generales	Acciones
<p>Reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles a fin de alcanzar un crecimiento sostenible e inclusivo.</p>	<p>Acción 1. Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles.</p> <p>Acción 2. Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes.</p> <p>Acción 3. Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.</p> <p>Acción 4. Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.</p> <p>Acción 5. Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.</p>
<p>Gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático, el agotamiento de los recursos, la degradación del medioambiente y los problemas sociales.</p>	<p>Acción 6. Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.</p> <p>Acción 7. Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.</p> <p>Acción 8. Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.</p>
<p>Fomentar la transparencia y el largoplacismo en las actividades financieras y económicas.</p>	<p>Acción 9. Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.</p> <p>Acción 10. Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.</p>

Fuente: Fernández Izquierdo *et al.* (2019).

Para implementar las acciones clave, la Comisión Europea ha adoptado algunas medidas, entre las que destaca la elaboración de una taxonomía europea (Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020) que permite definir qué es sostenible y representa un marco para facilitar la IS en actividades ambientales. Además, pretende servir de ayuda a los inversores,

⁶ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el Desarrollo Sostenible. Bruselas, 8 de marzo de 2018. COM(2018) 97 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

a las empresas e incluso a la ciudadanía para tomar decisiones de inversión considerando los criterios ASG y el grado de contribución de estas inversiones sobre la Agenda 2030.

El Reglamento sobre taxonomía se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) el 22 de junio de 2020 y entró en vigor el 12 de julio de 2020. El [Reglamento 2020/852](#)⁷ (taxonomía) indica que una actividad económica tendrá la consideración de medioambientalmente sostenible cuando dicha actividad económica: i) contribuya sustancialmente a uno o más de los 6 objetivos medioambientales definidos (mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático; uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; transición hacia una economía circular, prevención de residuos y reciclado; prevención y control de la contaminación; protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas); ii) no cause perjuicio significativo a los objetivos restantes (DNSH); iii) cumpla con las garantías mínimas exigidas, como, por ejemplo, las Líneas directrices de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos para empresas multinacionales y los Principios rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos; y iv) se ajuste a los criterios técnicos de selección establecidos por la Comisión Europea. Su elegibilidad final depende de que alcance o no determinados umbrales en métricas, como, por ejemplo, la intensidad de carbono. El sistema de clasificación de la taxonomía para actividades sostenibles se basa en criterios de selección técnicos establecidos por un grupo de expertos técnicos.

De acuerdo con la regulación de la taxonomía, tres tipos de actividad económica pueden clasificarse como sostenibles: actividades que contribuyen directamente a los objetivos de sostenibilidad definidos, «actividades habilitadoras» que facilitan el logro de dichos objetivos al proporcionar tecnologías o servicios habilitadores y «actividades de transición» que apoyen el cambio hacia una economía neutra en CO₂ mientras no se disponga de alternativas tecnológicas. El Reglamento de taxonomía se aplica desde el 1 de enero de 2022 para los objetivos «mitigación del cambio climático» y «adaptación al cambio climático» y para los demás objetivos ambientales deberá aplicarse desde el 1 de enero de 2023 en adelante.

El primer acto delegado ha establecido los criterios técnicos de selección para las actividades que contribuyen sustancialmente a la mitigación del cambio climático o la adaptación al cambio climático (el «[Acto delegado sobre el clima](#)»⁸). Será aplicable a partir del 1 de enero de 2022 y cubrirá sectores que son responsables de casi el 80 % de las emisiones

⁷ <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2020-80947>

⁸ Reglamento delegado (UE) 2021/2139 de la Comisión, de 4 de junio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo y por el que se establecen los criterios técnicos de selección para determinar las condiciones en las que se considera que una actividad económica contribuye de forma sustancial a la mitigación del cambio climático o a la adaptación al mismo, y para determinar si esa actividad económica no causa un perjuicio significativo a ninguno de los demás objetivos ambientales. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2021-81725>

directas de gases de efecto invernadero en Europa. Incluye sectores como energía, silvicultura, manufactura, transporte y edificios. El acto delegado sobre los 4 objetivos ambientales restantes (el «Acto delegado ambiental») se aplicará a partir del 1 de enero de 2023.

La decisión de la Comisión Europea de incluir el gas natural y la energía nuclear como sectores sostenibles ha creado cierta controversia. De hecho, Eurosif (2022), si bien reconoce la aprobación en principio del Acto delegado complementario de taxonomía (AD) y comprende el contexto político y las motivaciones que llevaron a la inclusión del gas natural y la energía nuclear en el marco de la taxonomía de la UE, lamenta la probabilidad de que esta decisión afecte negativamente tanto a la credibilidad como a la utilidad del marco para la inversión sostenible, obstaculizando así los objetivos mismos del [Pacto Verde Europeo](#)⁹ que pretende apoyar.

Sin embargo, no es la única cuestión discutible de la taxonomía verde, pues esta se centra principalmente en aspectos relacionados con el cambio climático para definir qué actividades son sostenibles, pero no señala las actividades que pueden causar daño o que, aunque teniendo un alcance positivo en el medioambiente, este no sea significativo. Por ello, la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles ha propuesto seguir avanzando en la definición de la taxonomía (EC-Platform on Sustainable Finance, 2021).

La taxonomía verde o ambiental debe venir complementada con la taxonomía social, como marco imprescindible para canalizar las inversiones sostenibles. El 28 de febrero de 2022, la Comisión Europea publicó el *Informe final de taxonomía social* (EC-Platform on Sustainable Finance, 2022), que fija 3 objetivos sociales a cumplir:

- Trabajo decente, incluyendo todas las personas trabajadoras de la cadena de valor, y con los subobjetivos de diálogo social, salarios dignos, salud y seguridad y formación continua.
- Estándares de vida adecuados y bienestar de las personas consumidoras finales, con los subobjetivos de atención sanitaria, vivienda social y cuidados de larga duración.
- Comunidades y sociedades inclusivas y sostenibles, con los subobjetivos de acceso a infraestructura económica básica e inclusión de las personas con discapacidades.

Como puntos a resaltar, cabe destacar el alcance de dicha clasificación a toda la cadena de valor de la empresa, la incorporación del concepto de contribución adicional positiva

⁹ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. El Pacto Verde Europeo. Bruselas, 11 de diciembre de 2019. COM(2019) 640 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:52019DC0640>

(considerando las contribuciones sociales que hacen las actividades que actúan en colectivos desfavorecidos), así como la alineación de dichas actividades con la propia de la empresa en cuestión.

A la vista de todos los cambios sucedidos, en julio de 2021, la UE da a conocer la [Estrategia renovada en finanzas sostenibles](#)¹⁰, que amplía parte del [Plan de Acción de 2018](#)¹¹, compuesta de 6 acciones desglosadas en una serie de medidas que se irán aplicando en los próximos años: i) ampliar las herramientas ya existentes de finanzas sostenibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición; ii) mejorar la inclusión de las pymes y los/las consumidores, brindándoles las herramientas y los incentivos adecuados para acceder a la financiación de la transición; iii) mejorar la resiliencia del sistema económico y financiero frente a los riesgos de sostenibilidad; iv) incrementar la contribución del sector financiero a la sostenibilidad; v) garantizar la integridad del sistema financiero de la UE y supervisar su transición ordenada hacia la sostenibilidad; y vi) desarrollar iniciativas y normas internacionales de financiación sostenible y apoyar a los países socios de la Unión.

El Plan de Acción de la Unión Europea sobre Finanzas Sostenibles incluye además una serie de normativas interconectadas diseñadas para fomentar la IS: el [Reglamento de divulgación de finanzas sostenibles](#), la [Directiva de información no financiera](#)¹² y la [nueva Directiva de informes de sostenibilidad corporativa](#)¹³. Estas tres normas resultan componentes importantes de un ecosistema financiero sostenible y representan un paso importante hacia la reorientación del capital a la economía sostenible.

En este sentido, el [Reglamento de divulgación en materia de finanzas sostenibles de la UE](#) (SFDR, por sus siglas en inglés –Sustainable Finance Disclosures Regulation–) es un conjunto de normas de la UE que entró en vigor el 10 de marzo del 2021, con el fin de que el perfil de sostenibilidad de los fondos sea más comparable y fácil de entender para los

¹⁰ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible. Estrasburgo, 6 de julio de 2021. COM(2021) 390 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>

¹¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

¹² Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos (DOUE L 330, de 15 de noviembre de 2014). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>

¹³ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) núm. 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad. Bruselas, 24 de abril de 2021. COM(2021) 189 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:52021PC0189>

inversores. Los productos se clasifican en tipos específicos y se incluyen métricas para evaluar el impacto de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el proceso de inversión de cada fondo.

El reglamento establece obligaciones de divulgación de sostenibilidad para productos financieros y asesoría financiera tanto a nivel de entidad como de producto. A nivel de entidad, el [SFDR](#) requiere que las empresas divulguen información sobre cómo una entidad integra los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión o asesoramiento financiero. A nivel de producto, el [SFDR](#) requiere que las empresas financieras, como, por ejemplo, gestoras, divulguen más información dependiendo de los objetivos de un producto financiero dado. Esto se aplica a todos los productos de la entidad, ya sea que estén destinados a cumplir objetivos de sostenibilidad o no. Para los productos que promuevan características «ambientales» o «sociales», debe haber información adicional sobre cómo se cumplen, incluida la divulgación del grado de alineación con la taxonomía de las actividades económicas subyacentes (productos del «artículo 8»). Para los productos que tienen como objetivo la IS, debe haber una explicación sobre cómo se logra el objetivo, así como información adicional sobre la alineación con el Reglamento de taxonomía (productos del «artículo 9»).

El [Estándar europeo de bonos verdes](#)¹⁴ es un estándar europeo voluntario, disponible para todas las emisiones (privadas y soberanas dentro o fuera de la UE) para ayudar a financiar inversiones sostenibles. [La Comisión Europea también ha elaborado un Reglamento sobre el estándar de bonos verdes de la UE](#) de carácter voluntario¹⁵. Así, para superar las debilidades de las etiquetas de mercado existentes, los bonos calificados como «verdes» según el estándar europeo deben cumplir, entre otros, los siguientes criterios: i) los fondos recaudados por el bono deben asignarse en su totalidad a actividades económicas que sean sostenibles según la taxonomía; además, ii) el emisor debe informar anualmente sobre el uso de los fondos en un informe de asignación de bonos verdes europeos; iii) también se especifica que el cumplimiento de las normas debe ser supervisado por revisores externos registrados y supervisados por ESMA. Los revisores externos publicarán «revisiones previas a la emisión» y «revisiones posteriores a la emisión» del uso de los fondos. Estos criterios estrictos están diseñados para fomentar la integridad del mercado al evitar el lavado verde, mejorar la confianza de los inversores y el emisor.

¹⁴ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en

¹⁵ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos. Bruselas, 6 de junio de 2021. COM(2021) 391 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>

Desde el punto de vista de la inversión, la Comisión tiene prevista la modificación de la [Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros](#)¹⁶ (MiFID II, por sus siglas en inglés –Markets in Financial Instruments Directive–) y la Directiva de distribución de seguros para garantizar que se tengan en cuenta las preferencias de sostenibilidad en la evaluación de idoneidad. Los principales cambios a las directrices generales se pueden agrupar en tres grandes bloques: la recogida de información de la clientela acerca de sus preferencias de sostenibilidad; la evaluación de las preferencias de sostenibilidad y los requisitos organizacionales, donde las empresas deberán asegurar que sus personas trabajadoras están formadas apropiadamente en temas de sostenibilidad y de que se guarde un registro de las preferencias de sostenibilidad de su clientela, y de los cambios en dichas preferencias si los hubiera.

La [propuesta de la Comisión Europea sobre la Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativos](#) modifica la Directiva de divulgación de información no financiera. En ella se desarrolla la perspectiva de la doble materialidad (financiera y de impacto) que debe incluirse en los informes no financieros de la empresa. Así, los estándares europeos de *reporting* de sostenibilidad deberían incluir qué información cumple los criterios de materialidad. EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) plantea en este documento de trabajo definiciones, guías, herramientas y procedimientos que podrían ser usados para determinar qué temas o subtemas de sostenibilidad son materiales.

En la [declaración conjunta sobre las prioridades legislativas de la UE para 2022](#)¹⁷, el Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea y la Comisión Europea se han comprometido a mejorar el marco regulatorio en materia de gobierno corporativo sostenible. Teniendo como base los estándares voluntarios sobre conductas empresariales responsables, cada vez más empresas utilizan procesos de debida diligencia para identificar riesgos en su cadena de valor.

Complementando la taxonomía social, la Comisión Europea ha publicado (marzo 2022) una [propuesta de Directiva sobre debida diligencia en sostenibilidad corporativa](#)¹⁸, cuyo principal objetivo es fomentar la sostenibilidad y responsabilidad corporativa en la cadena de valor de la empresa. Plantea exigir a las empresas identificar y prevenir, eliminar o mitigar impactos adversos resultado de sus actividades sobre los derechos humanos o sobre el medioambiente.

¹⁶ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DOUE L 173, de 12 de junio de 2014). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32014L0065>

¹⁷ https://ec.europa.eu/info/strategy/strategic-planning/joint-priorities-eu-institutions-2021-2024_es

¹⁸ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937. Bruselas, 23 de febrero de 2022. COM(2022) 71 final. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/1_2_183888_annex_dir_susta_en.pdf

Esta propuesta de directiva pretende completar la actual [Directiva de divulgación de información no financiera](#) y sus modificaciones propuestas en la Corporate Sustainability Reporting Directive, añadiendo obligaciones corporativas para identificar, prevenir y mitigar los daños externos resultantes de impactos adversos sobre derechos humanos y el medioambiente derivados de las operaciones de las empresas, sus filiales y en la cadena de valor. Sin embargo, será necesaria una buena gobernanza para alcanzar los objetivos fijados en materia social y climática, por lo que la ampliación de la aplicación de las normas de la UE sobre información no financiera deberá fomentar todavía más estos aspectos (Spainsif, 2021).

5. Consideraciones finales

La evolución de los productos ISR (inversión socialmente responsable) presenta una tendencia claramente positiva, tanto a nivel institucional como en clientela minorista. Cada vez son más los inversores que consideran la ISR como un elemento clave a la hora de gestionar sus activos.

De hecho, el impulso legislativo del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea, la concienciación y madurez de los inversores y el desarrollo de la dimensión social de la inversión ASG para superar el impacto de la COVID-19 han propiciado su crecimiento durante el último año en Europa. Sin embargo, el crecimiento de la IS no está exento de controversias, máxime cuando el término sostenible vale miles de millones en el mundo de las finanzas. Así, en el año 2020, los fondos de IS recaudaron 223.000 millones de euros en Europa, y se prevé, según PwC (2022), que para el año 2025 la cifra alcance los 7,6 millones de euros. En este contexto surgen distintas reflexiones en relación con los nuevos productos de IS, la medición de la sostenibilidad corporativa y la normativa de IS en el mercado financiero europeo.

El número de productos financieros que presentan características de sostenibilidad está aumentando rápidamente en Europa, de hecho, en el año 2021, más de 250 fondos se transformaron en productos sostenibles, sin embargo, no existe un consenso global sobre qué constituye un producto de IS.

El primer aspecto a destacar que crea controversia surge con la entrada en funcionamiento (el 1 de enero de 2022) del primer bloque de criterios técnicos para la selección de las actividades a considerar sostenibles, dado que son las propias gestoras de inversión quienes catalogan sus productos y los comercializan indicando el porcentaje de alineación de su cartera de inversiones con la taxonomía y clasifican los productos según las características del artículo 6, 8 o 9 del [SFDR](#). Este hecho desvirtúa en gran medida el propósito de la regulación convirtiendo la clasificación en una estrategia de *marketing*, donde muchas gestoras están realizando grandes esfuerzos para convertir sus productos a artículos 8 o 9, olvidando por completo que la finalidad de la regulación es buscar una mayor transparencia

para la inversión final a la vez que crear una oferta mucho más gradual y rigurosa de los productos de IS, lo que no significa que toda la inversión tenga que ser sostenible, sino mantener siempre un grado de diversificación consecuente con el perfil de riesgo de cada inversor.

En este sentido, se espera que la entrada en vigor de la reforma de **MiFID II** (agosto de 2022) tenga un impacto positivo en la clasificación de los productos, dado que se establece que en el test de idoneidad se incluirán preguntas relativas al grado de interés en la sostenibilidad para poder ofertar productos de IS.

Según el **SFDR**, para cubrir las necesidades de los criterios ASG, se debe cumplir al menos una de las tres características que se exigen: contar con una proporción mínima de inversiones sostenibles, tener una proporción mínima de inversiones alineadas con una taxonomía que sigue en proceso de desarrollo, o que integre las PIA (principales incidencias adversas), que tienen en cuenta las consecuencias negativas de una inversión en los aspectos medioambientales o sociales.

Otra decisión que ha creado controversia es la aprobación en febrero de 2022 del **Acto delegado complementario final sobre la taxonomía de actividades sostenibles**¹⁹ con el que se cataloga al sector de gas y al de las nucleares como energías sostenibles para la transición ecológica, pese a que el grupo de asesoría experta emitiera un informe en el que cuestionaba la compatibilidad de esta decisión con los planes de descarbonización de la UE. Es también clave que se envíen señales claras sobre el abandono de la financiación a industrias directamente relacionadas con el riesgo climático, como es el caso de los combustibles fósiles.

Si bien la decisión de la Comisión Europea no es definitiva, pues está abierto el proceso para que el Consejo de Europa y el Parlamento Europeo presenten alegaciones al proyecto, este hecho, junto a la plena crisis de seguridad con Rusia con la guerra de Ucrania, ha puesto en tela de juicio también a la industria armamentística, que tradicionalmente está excluida de la IS, surgiendo detractores y defensores de incluirla bajo el paraguas de seguridad ciudadana, dentro de la lista de actividades económicas y criterios de inversión para alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible de la UE.

Por parte de la medición, hay múltiples aspectos que son evaluados y puntuados por las agencias de *rating* en sostenibilidad, sin embargo, no existe ninguna metodología estándar por parte de estas agencias e índices para la agregación y proceso de valoración final de las compañías. La técnica más extendida entre las agencias consiste en la agregación de puntuaciones de los diferentes criterios analizados. También existen otras técnicas como la utilización de medias ponderadas o desviaciones típicas respecto a la media. Estas metodologías de agregación, siendo sencillas, presentan diferentes problemas, como el de compensación entre resultados positivos en alguno de los criterios de análisis con otros no

¹⁹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_22_711

tan buenos, lo que no está alineado con la definición de sostenibilidad fuerte (Escrig Olmedo *et al.*, 2017); o el denominado «efecto memoria» que aparece al no tener como referencia el tiempo ni valoraciones anteriores en el cálculo de los *ratings* sucesivos y no incorporar los posibles avances (o retrocesos) de la organización en términos de sostenibilidad (Escrig Olmedo *et al.*, 2014; 2019). Además, se debe seguir avanzando en el diseño de metodologías de evaluación que incorporen la medición de riesgos ASG y midan la contribución a los ODS.

En este contexto, son varias las iniciativas que han aparecido para tratar de mejorar el proceso de calificación de la sostenibilidad y su transparencia. Las más importantes son Rate the raters y Global Initiative for Sustainability Rating (Fernández Izquierdo *et al.*, 2018). Por su parte, ESMA publicó en febrero de 2022 una solicitud de pruebas (*Call for evidence*) acerca de la naturaleza y el uso de los *ratings* ASG en el mercado europeo (ESMA, 2022a). El objetivo de esta *Call for evidence* es crear una idea del tamaño, estructura, recursos, ingresos y oferta de productos de los diferentes proveedores de *ratings* ASG en la UE. ESMA pretende complementarla con las opiniones y experiencias de los usuarios de estos proveedores de *ratings*, así como de las entidades que cubren a los proveedores de *ratings* ASG. Los resultados serán compartidos con la Comisión Europea para la preparación de su propia consulta pública en la necesidad de regular el mercado de *ratings* ASG.

Con respecto a la normativa, la controversia principal surge en cuanto a la entrada en vigor de las diferentes normas y la demora en otras. Mientras que clasificar los productos según las características del artículo 6, 8 o 9 del [SFDR](#) ya está en vigor, la modificación del [Reglamento de MiFID](#) está previsto que entre en vigor en agosto y sus normas técnicas reglamentarias (RTS –*regulatory technical standards*–) en enero de 2023, lo que implica asesorar sin tener todas las herramientas disponibles. Por ello, EFPA Europa (Asociación Europea de Planificación Financiera –EFPA, por sus siglas en inglés, European Financial Planning Association–) ha solicitado a la Comisión Europea un aplazamiento de la normativa hasta que entren en vigor las RTS.

En cualquier caso, la nueva regulación europea será positiva porque dotará de mayor transparencia a la inversión, evitará el *greenwashing* y el *socialwashing* y permitirá la integración de las preferencias de inversión de diferentes *stakeholders*. De hecho, con la taxonomía se facilitará que las empresas publiquen información de calidad sobre sostenibilidad, aunque es cierto que en estos momentos la taxonomía verde se centra principalmente en actividades que cumplen los objetivos climáticos de la UE, lo que podría condicionar un tipo de inversiones muy concretas y propiciar que los inversores dejen de invertir en otras cuestiones.

Otro aspecto clave que la normativa debería trabajar es el crecimiento de la intermediación financiera no bancaria (IFNB o *shadow banking*). Este modelo de negocio permite realizar actividades fuera de las miradas del regulador, y dado su crecimiento a nivel global y en el mercado europeo, puede generar importantes riesgos sistémicos, tanto de forma directa como a través de sus interconexiones con el sistema financiero y bancario tradicional.

Las finanzas sostenibles son una herramienta de gran valor para la transformación sostenible, y los nuevos instrumentos comunitarios de financiación Next Generation proporcionarán una ocasión extraordinaria para su despegue, pero precisan madurar. De acuerdo con la auditoría del Tribunal de Cuentas Europeo (2021), concluimos que hace falta una actuación más coherente de la UE para reorientar las finanzas públicas y privadas hacia inversiones sostenibles. A pesar de haber centrado sus acciones en reforzar la transparencia en el mercado, la Comisión no las ha complementado con medidas para hacer frente al coste de las actividades económicas no sostenibles. Además, la Comisión debe aplicar criterios coherentes para determinar la sostenibilidad de las inversiones que apoya con cargo a su presupuesto y orientar mejor los esfuerzos encaminados a generar oportunidades de IS.

Los criterios de sostenibilidad formarán parte natural de las decisiones financieras en muy poco tiempo. El desafío de unas finanzas sostenibles enfocadas a la transformación precisa de nuevas competencias y perfiles profesionales y asesoría financiera en el sector, que no deben olvidar que para afrontar los retos de un futuro sostenible se requiere un enfoque integrador y multidimensional para los diferentes miembros de la cadena de suministros que aborden explícitamente un equilibrio entre las dimensiones ASG de la sostenibilidad, sin que la mejora de una de ellas suponga minoraciones en las otras, evitando también en las metodologías de evaluación las compensaciones de puntuaciones negativas con positivas, e integrando los intereses de los *stakeholders* en la toma de decisiones. También será necesario tener en cuenta la consideración de la perspectiva intergeneracional en el largo plazo, que permita en el proceso de evaluación integrar el «análisis de puntos críticos» y la priorización de las acciones potenciales en torno a los impactos de sostenibilidad económicos, ambientales, sociales y de gobernanza. Para identificar tales impactos será necesario conocer metodologías de cálculo de huellas, como son la Huella Ambiental Organizacional de la Comisión Europea, que mide los impactos ambientales, y la metodología UNEP/SETAC, que mide los impactos sociales y las condiciones sociolaborales de las personas trabajadoras.

Esto posibilitará la creación de un etiquetado europeo para la certificación de productos financieros sostenibles que facilite la inversión con criterios de sostenibilidad y permitirá a los inversores conocer el verdadero impacto sostenible de sus inversiones de forma integral.

Referencias bibliográficas

- Agrawal, A. y Hockerts, K. (2019). Impact investing strategy: Managing conflicts between impact investor and investee social enterprise. *Sustainability*, 11(15), 4117. <https://doi.org/10.3390/su11154117>
- Blasco, J. L. y Delrieu, J. C. (Dirs.). (2021). *El rol de las finanzas en una economía sostenible. Papeles de la Fundación n.º 60*. Fundación de Estudios Financieros. <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/03/ELROL-DE-LAS-FINANZAS.pdf>
- Climate Bonds Initiative. (2021). *Sustainable debt global state of the market 2021*. <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2021>
- Diener, J. y Habisch, A. (2020). A plea for a stronger role of non-financial impact in the socially responsible investment discourse. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(2), 294-306. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2020-0039>
- DJSI. (2021). Dow Jones Sustainability Index Methodology. <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-sustainability-indices.pdf>
- EC-Platform on Sustainable Finance. (2021). *Transition finance report, 2021*. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/210319-eu-platform-transition-finance-report_en.pdf
- EC-Platform on Sustainable Finance. (2022). *Final report on social taxonomy*. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf
- Escrig Olmedo, E., Fernández Izquierdo, M. Á., Ferrero Ferrero, I., Rivera Lirio, J. M. y Muñoz Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11(3), 1-19. <https://doi.org/10.3390/su11030915>
- Escrig Olmedo, E., Muñoz Torres, M. J., Fernández Izquierdo, M. Á. y Rivera Lirio, J. M. (2014). Lights and shadows on sustainability rating scoring. *Review of Managerial Science*, 8(4), 559-574. <http://dx.doi.org/10.1007/s11846-013-0118-0>
- Escrig Olmedo, E., Muñoz Torres, M. J., Fernández Izquierdo, M. Á. y Rivera Lirio, J. M. (2017). Measuring corporate environmental performance: A methodology for sustainable development. *Business Strategy and the Environment*, 26(2), 142-162. <http://dx.doi.org/10.1002/bse.1904>
- ESMA. (2021). ESMA letter to EC on ESG ratings. <https://www.esma.europa.eu/document/esma-letter-ec-esg-ratings>
- ESMA. (2022a). *Call for evidence on market characteristics for ESG rating providers in the EU*. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-250_call_for_evidence_on_market_characteristics_for_esg_rating_providers_in_the_eu.pdf
- ESMA. (2022b). Sustainable Finance Roadmap 2022-2024. <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance/sustainable-finance-roadmap-2022-2024>
- Eurosif. (2018). *European SRI study*. <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>
- Eurosif. (2022). Declaración de PRI: Acto delegado climático. <https://www.spainsif.es/declaracionpri-actodelegadoclimatico/>
- Fernández Izquierdo, M. Á., Muñoz Torres, M. J., Escrig Olmedo, E., Rivera Lirio, J. M. y Ferrero Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, 73(224), 367-385. <http://hdl.handle.net/10234/181938>

- Fernández Izquierdo, M. Á., Muñoz Torres, M. J., Rivera Lirio, J. M., Ferrero Ferrero, I. y Escrig Olmedo, E. (2019). Capítulo 9. Inversión socialmente responsable. *Memento Práctico*. Francis Lefebvre.
- FTSE. (2020). FTSE4Good Index Overview. <https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good>
- GSIA. (2019). *Global sustainable investment report 2019*. <http://www.gsi-alliance.org>
- GSIA. (2020). *Global sustainable investment report 2020*. <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing: What does it mean? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 71-74. <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776255>
- Hummel, K. y Szekely, M. (2022). Disclosure on the sustainable development goals-Evidence from Europe. *Accounting in Europe*, 19(1), 152-189.
- Muñoz Torres, M. J., Fernández Izquierdo, M. Á., Rivera Lirio, J. M. y Escrig Olmedo, E. (2019). Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(2), 439-452. <https://doi.org/10.1002/csr.1695>
- Muñoz Torres, M. J. y Rivera Lirio, J. M. (2016). Sustainability impact assessment in ESAs. En M. Andenas y G. Deipenbrock (Eds.), *Regulating and supervising European financial markets* (pp. 193-214). Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-32174-5_8
- PwC. (2022). *PwC-ESG report. The growth opportunity of the century*. <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>
- Spainsif. (2016). *La inversión socialmente responsable en España. Estudio Spainsif 2016*. https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf
- Spainsif. (2021). *La gobernanza en las finanzas sostenibles*. https://www.spainsif.es/wp-content/uploads/2021/12/Gobernanza_finanzas_sostenibles.pdf
- SustainAbility Institute. (2020). *Rate the raters 2020: Investor survey and interview results*. <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>
- Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020). *Sustainable finance: TEG final report on the EU taxonomy*. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf
- Townsend, B. (2020). From SRI to ESG: The origins of socially responsible and sustainable investing. *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 10-25. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.010>
- Tribunal de Cuentas Europeo. (2021). *Informe especial 22/2021: Finanzas sostenibles: La UE necesita una actuación más coherente para reorientar la financiación hacia inversiones sostenibles*. https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21_22/SR_sustainable-finance_ES.pdf
- Woods, C. y Urwin, R. (2010). Putting sustainable investing into practice: A governance framework for pension funds. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 1-19. <http://www.jstor.org/stable/40929264>
- World Economic Forum. (2022). *Global risks report 2022, 17th edition*. https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf

