

# FINANZAS SOSTENIBLES: ¿UN NUEVO PARADIGMA DE INVERSIÓN?





## ÍNDICE

- 4 PRESENTACIÓN: Finanzas sostenibles: ¿un nuevo paradigma de inversión?**  
Gloria González Sanz y Óscar Sierra Martín  
Economistas sin Fronteras
- 6 Mirada crítica: el debería ser de las finanzas sostenibles**  
Beatriz Fernández Olit  
Universidad de Alcalá y Economistas sin Fronteras
- 11 Retos para la transparencia y medición del impacto social y medioambiental**  
Pablo Esteban-Sánchez  
Grupo de investigación UNED FINRES y Economistas sin Fronteras
- 18 Financiación combinada y capital catalítico en la inversión de impacto**  
Agustín Vitórica Gutiérrez-Cortines  
Co-Fundador y Co-CEO de GAWA Capital y miembro de la Junta Directiva de SpainNAB
- 24 La taxonomía ambiental de la Unión Europea: estado de la cuestión a comienzos de 2022**  
Andrea González González  
Subdirectora de Spainsif
- 29 La taxonomía social desde una perspectiva sindical**  
Mario E. Sánchez Richter  
Secretaría Confederal de Políticas Públicas y Protección Social de CCOO
- 34 Finanzas sostenibles desde el Tercer Sector**  
Gorka Goikoetxea Rico y Eduardo Uribe Cabello  
Fundación Anesvad
- 37 Sostenibilidad e impacto: la visión de las finanzas éticas**  
Pedro M. Sasia  
Presidente de Febea y Vicepresidente de Banca Etica  
Tommaso Rondinella  
Responsable del Departamento de Modelo de Impacto y Evaluación Socioambiental de Banca Etica
- 44 El libro recomendado: número monográfico sobre finanzas sostenibles de la Revista Diecisiete**  
Julián Romero Zarco  
Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO)
- 47 Para saber más**

Los textos de este dossier reflejan exclusivamente la opinión de sus autores/as, que no tiene por qué coincidir con la posición institucional de EsF al respecto.

**Economistas sin Fronteras** necesita tu apoyo. Si crees que nuestros Dossiers EsF o nuestra actividad general aportan utilidad social, ayúdanos a mantener nuestro trabajo. Queremos ser una ONG de referencia en la búsqueda de una economía justa y contribuir a facilitar el diálogo y fomentar el trabajo en red de los distintos agentes sociales y económicos. Porque sólo a través del logro de una amplia participación social podremos alcanzar una economía justa. Puedes realizar la aportación económica que desees:

Rellenando el formulario  
en el siguiente enlace:

**Dona ahora**

O también a través de **BIZUM:**



**01895**

Código de la Fundación  
Economistas sin Fronteras

Puede verse la forma de donación a través de bizum en  
<https://ecosfron.org/unete/dona-con-bizum/>

Si deseas hacerte socia o socio de nuestra organización y colaborar de forma periódica con Economistas sin Fronteras, puedes hacerlo cumplimentando el formulario disponible en nuestra web:

**Hazte socio/a**

O a través del teléfono 91 549 72 79 • Toda la información en <https://ecosfron.org/unete/>

La legislación española para las entidades sin fines lucrativos establece un trato fiscal más favorable para las aportaciones y donaciones realizadas por personas físicas, que posibilitan una deducción en la cuota del IRPF.



## CONSEJO EDITORIAL

José Ángel Moreno - *Coordinador*

Luis Enrique Alonso

María Eugenia Callejón

Marta de la Cuesta

María Luisa Gil Payno

Juan A. Gimeno

José María Sumpsi

Carmen Valor

*Coordinación de este número:*

**Gloria González Sanz y Óscar Sierra Martín**

Economistas sin Fronteras

ISSN 2603-848X Dossieres EsF

**Dossieres EsF es una publicación digital  
trimestral de Economistas sin Fronteras**

Imagen de cubierta: *Ilustración compuesta a partir  
de gráficos vectoriales procedentes de Ingimage y  
AdobeStock.*

Maquetación: LA FACTORÍA DE EDICIONES, SL

**Economistas sin Fronteras (EsF)** es una Organización No Gubernamental de Desarrollo (ONGD), fundada en 1997 en el ámbito universitario, que actualmente integra a personas interesadas en construir una economía justa, solidaria, sostenible y feminista, con una orientación prioritaria en la erradicación de la pobreza y las desigualdades.

En **Economistas sin Fronteras** creemos necesario otro modelo de desarrollo, que ponga a la economía al servicio del ser humano y no, como sucede en la actualidad, a millones de personas al servicio de la economía.

Nuestro objetivo es contribuir a la construcción de una ciudadanía socialmente responsable, activa y comprometida con la necesaria transformación social. Queremos ser una ONG de referencia en la búsqueda de una economía justa y contribuir a facilitar el diálogo y fomentar el trabajo en red de los distintos agentes sociales y económicos. Porque sólo a través del logro de una amplia participación social podremos alcanzar una economía justa.

Las aportaciones de nuestras personas asociadas son fundamentales para que podamos planificar y realizar proyectos de larga duración.



Dossieres EsF, por Economistas sin Fronteras (<http://www.ecosfron.org/publicaciones/>), se distribuye bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

Se permite la reproducción total o parcial y la comunicación pública de la obra, siempre que no sea con finalidad comercial y siempre que se reconozca la autoría de la obra original. No se permite la creación de obras derivadas.

**Economistas sin Fronteras**

c/ Gaztambide, 50  
(entrada por el local de SETEM)

28015 Madrid

Tel.: 91 549 72 79

[ecosfron@ecosfron.org](mailto:ecosfron@ecosfron.org)

c/ Ronda s/n Bolunta

48005 Bilbao

Tel.: 94 415 34 39

[ecosfron.euskadi@ecosfron.org](http://ecosfron.euskadi@ecosfron.org)

## FINANZAS SOSTENIBLES: ¿UN NUEVO PARADIGMA DE INVERSIÓN?

**Gloria González y Óscar Sierra**  
*Economistas sin Fronteras*

En los últimos años estamos siendo testigos de la gran transformación a la que se enfrenta el sistema financiero. De un lado, en un intento de conseguir aumentar la confianza de la ciudadanía, que, de manera especial tras la crisis de 2008, cambió significativamente su visión sobre los mercados e intermediarios financieros; de otro, las fusiones y el cierre de numerosas oficinas, unido a su enorme digitalización, están provocando una profunda exclusión financiera, que afecta de manera especialmente hostil a las áreas rurales y a colectivos vulnerables, bien por no tener acceso a las tecnologías de la información y comunicación (TIC), bien por no contar con los conocimientos y habilidades necesarias para su manejo. Y en medio de este ir y venir de intentos del sector por gozar de una mejor reputación a la vez que se excluye del sistema a los más vulnerables, aparece el que podría ser el nuevo paradigma de la inversión, al amparo de la bandera de la sostenibilidad.

Son múltiples las voces que se preguntan si puede la banca, y todo lo que implica su negocio, ser ética y sostenible. En torno a ello podemos encontrar reflexiones en los dossiers [número 8](#), dedicado a la banca ética, y [número 27](#), sobre la inversión de impacto. A modo introductorio, se define al sistema financiero como aquel conjunto de instituciones, medios y mercados cuyas funciones, entre otras, deberían ser canalizar el ahorro y la inversión y mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, por lo que su capacidad de influencia en el desarrollo de una sociedad es sustancialmente significativa.

Si hiciéramos *zoom* dentro de este gran sistema, podríamos focalizar nuestra atención en una parte del mismo, las finanzas sostenibles, es decir, aquellas que no solo influyen en el crecimiento económico, sino también en un desarrollo más humano y equilibrado económica, social y medioambientalmente. Si acercáramos aún más esta lupa imaginaria, dentro de las finanzas sostenibles distinguiríamos sus diferentes tipologías, entre las que destacan la inversión socialmente responsable (ISR) y la banca ética, desde cuyos enfoques se aborda el presente dossier.

El primer artículo, de **Beatriz Fernández Olit**, profesora de la Universidad de Alcalá, nos aproxima al modelo financiero actual desde una perspectiva crítica. Realiza un recorrido por las iniciativas a las que se está sumando el sector financiero desde 2015 hasta nuestros días, para alinear sus objetivos con el desarrollo sostenible, y profundiza en aspectos como la inexistencia de cambios profundos de visión en el sector, el segundo plano al que continúan relegados los países en desarrollo, la lentitud en la aplicación efectiva de las finanzas sostenibles o el *green* y *socialwashing*.

El siguiente artículo, elaborado por **Pablo Esteban-Sánchez**, miembro del Grupo de investigación UNED FINRES, continúa con un marcado carácter académico. En su artículo desarrolla que, a pesar del crecimiento del mercado en torno a la inversión de impacto, aún existen importantes retos para la medición del impacto y para asegurar el acceso a una información relevante y comparable que sirva para gestionar el impacto y tomar decisiones de financiación e inversión. Asimismo, identifica los principales retos para la medición y gestión de estos impactos, destacando, entre otros, su naturaleza multidimensional; las dificultades para establecer modelos lógicos causa-efecto; el mayor horizonte temporal; las dificultades para la atribución del impacto; la diversidad de marcos conceptuales, herramientas y propuestas de indicadores para la medición del impacto; el alcance limitado de la normativa en materia de reporte y verificación; la complejidad y falta de capacitación y recursos para sistematizar la medición; y la incertidumbre respecto a la diligencia debida en materia de transparencia y reporte de información de sostenibilidad y medición de impacto.

Siguiendo el hilo tendido por el autor anterior, en el tercer artículo **Agustín Vitórica Gutiérrez-Cortines**, Co-fundador y Co-CEO de GAWA Capital y miembro de la Junta Directiva de SpainNAB, pone el foco en la financiación combinada y el capital catalítico, dentro de la inversión de impacto. Nos presenta la financiación combinada como una fórmula innovadora

de financiación que permite catalizar mayor inversión privada a los países en vías de desarrollo, considerándose una eficiente forma de combinar esfuerzos públicos y privados para la movilización de capital de impacto a gran escala. Asimismo, analiza el capital catalítico como aquel que se ofrece, exclusivamente, en inversiones con un fuerte componente de adicionalidad y gracias al cual se pueden alinear los intereses entre los actores que intervienen en una determinada cadena de valor para que el capital fluya. El autor presenta el fondo HURUMA como el primer proyecto español que cuenta con una estructura de financiación combinada.

La cuarta exposición viene de la mano de **Andrea González González**, Subdirectora de Spainsif. Ella nos acerca a la Taxonomía Ambiental de la UE, clasificación que identifica actividades económicas que contribuyen a los objetivos ambientales de la Unión y expone su utilidad como base para el desarrollo de otras acciones normativas y herramientas. De otro lado, no solo muestra la aplicación de la misma en la UE, sino también en el contexto internacional, y analiza su proyección de futuro, así como los retos que tiene por delante, tales como la inclusión del gas natural y la energía nuclear en el listado de actividades verdes, el tratamiento de los bonos y emisores soberanos y el uso de estimaciones respecto a la disponibilidad de información de sostenibilidad.

Y tras esta aproximación a la Taxonomía Medioambiental, llegamos al quinto artículo, en el que **Mario E. Sánchez Richter**, miembro de la Secretaría Confederada de Políticas Públicas y Protección Social de CCOO, nos acerca a la futura Taxonomía Social desde una perspectiva sindical. Su punto de partida es la evidencia de que los criterios sociales siempre han sido la parte menos desarrollada de la ISR, a pesar de lo cual se está desarrollando una Taxonomía Social, de la que ya se disponen los primeros borradores, en los que se recoge el importante papel que puede jugar ésta en la reducción de la desigualdad y los efectos positivos que podría tener para el crecimiento económico, la estabilidad política y social y la inversión.

El sexto artículo aborda las finanzas sostenibles desde la perspectiva del Tercer Sector. **Gorka Goikoetxea y Eduardo Uribe**, de la Fundación Anesvad, profundizan en que, aunque se ha extendido la idea de que la gestión patrimonial y financiera es ajena y lejana

al mundo de las organizaciones sociales, muchas de ellas -especialmente las fundaciones- gestionan un patrimonio relevante. Consideran que el escenario de una estructura económica y social diferente, en un contexto internacional totalmente alejado del de finales del siglo pasado, obligará a replantear la forma de contribuir a la misión social de estas entidades, alejándose de las formas más tradicionales que utilizaron en su inicio.

El último artículo, antes de la reseña bibliográfica, analiza la sostenibilidad y el impacto desde la visión de las Finanzas Éticas, a través de **Pedro M. Sasía**, presidente de Febea y vicepresidente de Banca Ética, y **Tommaso Rondinella**, responsable del Departamento de Modelo de Impacto y Evaluación Socioambiental de Banca Ética. Los autores exponen que, en contraste con la reciente aproximación a las finanzas sostenibles que promueve la Unión Europea, los modelos de banca ética que se vienen planteando desde 2001, con la creación en Bruselas de la Federación Europea de Banca Ética y Alternativa ([febea.org](http://febea.org)), plantean un modelo financiero que difiere de la banca tradicional en aspectos tan importantes como los criterios para aprobar créditos, la estructura salarial o el modelo de gobernanza. Es decir, no se trata de una línea de negocio sostenible, sino de todo un proceso de implementación de la sostenibilidad y análisis del impacto de manera transversal.

Por último, **Julián Romero Zarco**, desde el Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO), nos presenta el monográfico que la revista *Diecisiete* ha dedicado a las Finanzas Sostenibles. En él se viene a ratificar la importancia de las finanzas en el proyecto transformacional que proponen los Objetivos de Desarrollo Sostenible y deja latente que el concepto que alude a este tipo de finanzas se encuentra en continua revisión. En la revista encontraremos las firmas de algunos de los autores que han colaborado en el presente dossier, realizando un interesante recorrido por alguno de los temas ya presentados en párrafos anteriores, así como por otras cuestiones, tales como el papel de las agencias de *rating* de sostenibilidad, un estudio de caso sobre el *matchfunding*, la presentación de una experiencia real relacionada con las microfinanzas en el Banco Solidario en Ecuador o los últimos avances en la inclusión financiera en México.

A semejanza de dossieres anteriores, el volumen se cierra con la sección «Para saber más». ■

Beatriz Fernández Olit

Universidad de Alcalá y Economistas sin Fronteras

### La encrucijada de las Finanzas Sostenibles

Actualmente nos encontramos en una encrucijada respecto al modelo económico que predominará durante los próximos años, y en particular respecto al modelo financiero. Es indudable que el compromiso con el desarrollo sostenible, materializado actualmente como Agenda 2030, está más imbricado que nunca en las políticas públicas y, aparentemente, también en la estrategia de la empresa privada. Podemos afirmar sin miedo a equivocarnos que el reto climático ha revolucionado los mercados financieros y el mundo de la inversión desde la salida de la crisis financiera: al menos sobre el papel, todas las entidades financieras, bancos, gestoras, etc. se identifican hoy en día como líderes en sostenibilidad. Pero que estemos ante el mayor nivel de compromiso, debate y también de artificio<sup>1</sup> alcanzado por el sector financiero en relación al desarrollo sostenible, no tiene por qué ser suficiente para conseguir esta transformación.

Para situarnos, podemos valorar el 2015 como un año-hito para el planteamiento de nuevos esquemas económicos y productivos basados en la sostenibilidad; un momento desde el que mirar hacia adelante, pero también hacia atrás (nunca está mal aprender de los errores): la firma del Acuerdo de París, tratado jurídicamente vinculante sobre el cambio climático suscrito por 196 países, y además, la aprobación del compromiso «Transformar nuestro mundo: Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible» por 193 naciones en la sede de la ONU, suponían asumir un compromiso a nivel mundial. Dicho compromiso debería permeabilizarse desde los gobiernos a todos los agentes económicos, especialmente a la empresa y los mercados financieros. No en vano, el FMI y los bancos multilaterales de desarrollo declaraban ese mismo año que la consecución de los Objetivos

de Desarrollo Sostenible (ODS) establecidos por la Agenda 2030 requerirían movilizar una cantidad ingente de recursos financieros, estimada en billones de euros, y afirmaban que: «El cambio de paradigma nos exige un marco de financiación de muy amplio espectro capaz de canalizar todo tipo de recursos e inversiones, públicas y privadas, a nivel nacional y a nivel global» (De la Cuesta et al, 2021, p. 11).

En el caso del sector financiero, se ha desatado desde entonces una frenética multiplicidad de iniciativas para alinear sus objetivos con el desarrollo sostenible. Algunas de ellas, sin ánimo de exhaustividad, son: la Task-Force on Climate Change Financial Disclosure (TCFD)<sup>2</sup>, autorregulación sobre gestión de riesgos y transparencia en sostenibilidad creada por el Financial Stability Board (FSB) en 2015; la activación en 2021 de la Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)<sup>3</sup>, un marco regulatorio de sostenibilidad armonizado para la industria europea de servicios financieros, alineado con la Agenda 2030, y su cara más visible, la Taxonomía Europea de Actividades Económicas Sostenibles; o la Net-Zero Banking Alliance, creada en el seno de Naciones Unidas y en torno a la COP26<sup>4</sup> de Glasgow en 2021, por la que los bancos firmantes se han comprometido a tener una cartera de negocio totalmente neutra en emisiones de CO<sub>2</sub> en 2050. Hasta los bancos centrales y organismos supervisores se han aliado para impulsar la sostenibilidad, creando su propia red: la Network for Greening the Financial System (NGFS)<sup>5</sup>. La Unión Europea está exigiendo, además, información no financiera de las empresas, bajo esquemas obligatorios y homogéneos, a través de la Directiva de Información No Financiera (NFRD) y la futura Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

Es posible que buena parte de esta explosión de la sostenibilidad en el sector financiero se esté quedando

1. Entiéndase artificio desde cualquiera de sus acepciones. Según el Diccionario de la Real Academia Española: 1. Arte, primor, ingenio o habilidad con que está hecho algo / 2. Predominio de la elaboración artística sobre la naturalidad / 3. Artefacto (objeto construido para un determinado fin) / 4. Disimulo, cautela, doblez.

2. <https://www.fsb-tcfd.org/>

3. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>

4. Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2021.

5. <https://www.ngfs.net/en>



por el momento en mero ruido. En parte por la dificultad para seguir todos estos cambios a tanta velocidad, y en parte porque los cambios que se requieren deberían ir mucho más allá de la integración de aspectos ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) en decisiones de inversión que, por lo demás, se toman de la misma manera. Nadie ha querido quedarse atrás en su posicionamiento (su *signalling*), pero el sector no ha podido transformarse lo suficiente en tan pocos años: algo más de un lustro.

- Deben cambiarse los procesos operativos, especialmente el análisis de riesgos. Esto implica la dotación de recursos, como la formación de las personas que están en el día a día de la operativa financiera, además de la generación de conocimiento, y la aplicación de nuevas tecnologías de análisis y fuentes de información sobre aspectos (ASG), que no son ni mucho menos perfectas.
- Además, una transformación tan intensa requiere sobre todo cambios en la cultura de las organizaciones, en sus prioridades y, por supuesto, renuncias a cuestiones que se daban por establecidas. Por ejemplo, ¿tiene sentido que los inversores que quieren conseguir beneficios ambientales o sociales pretendan maximizar sus márgenes de rentabilidad financiera? ¿Quién absorberá entonces los costes de la transformación energética, por ejemplo?
- Así, llegamos al tercero de los aspectos que requieren cambios profundos: el liderazgo y el buen gobierno. Más allá de los avances en transparencia que se han ido produciendo, ¿han cambiado las fórmulas de gobierno de empresas, de los organismos económicos y del propio sector financiero, para garantizar que estos objetivos se van a tomar realmente en serio, que no se priorizará a un determinado grupo de interés — los inversores (o determinados inversores) — frente al resto de la sociedad? ¿Hay capacidad de liderazgo para movernos hacia una economía descarbonizada y sostenible, cuando en los ámbitos de decisión participan aún las mismas personas y, en muchos casos, las mismas reglas de juego que llevaron a la crisis financiera? Un ejemplo de ello son los paraísos fiscales y la merma que suponen para el bienestar de los países, lo que no ha sido adecuadamente corregido tras la crisis financiera (Paredes-Gázquez *et al*, 2014).

Por mucho que se anuncie a bombo y platillo la transformación del modelo económico y, en particular, la consolidación de las Finanzas Sostenibles, es posible que lo que veamos por el momento sean castillos

de papel, con el riesgo de que cualquier viento un poco intenso los eche abajo. Analicemos con más detenimiento algunos problemas de base de las Finanzas Sostenibles, para poder esbozar las líneas, quizá más utópicas que realistas, a las que se debería ajustar un sistema financiero realmente transformador.

### Los costes de la transición energética requieren nuevos planteamientos

El Pacto Verde Europeo (diciembre de 2019) tiene como objetivo final la total descarbonización de la economía europea en 2050. El sector financiero es uno de los canalizadores básicos de los recursos vinculados al mismo, que son vistos como el impulso definitivo para la salida de la crisis COVID-19 y del periodo de incertidumbre que ha planeado sobre Europa desde la Gran Recesión. Sin embargo, su viabilidad se enfrenta a las siguientes dificultades:

- No existe un análisis completo sobre su impacto económico, por ejemplo, en cuanto a los costes que va a generar. Actualmente, las economías occidentales, y en concreto las europeas, se encuentran en un proceso inflacionario sin precedentes en el siglo XXI. Parte del problema puede encontrarse en la recuperación acelerada post-COVID, o en crisis geopolíticas que afectan a los recursos energéticos, pero conviene tener en cuenta que el coste de la transición energética tendrá que ser afrontado tarde o temprano por la sociedad. La política monetaria expansiva de los últimos años, intensificada con la afluencia de los fondos de transición *Next Generation*, marca desde el punto de vista macroeconómico una tendencia a la subida de precios. Los hogares tendrán que asumir, a través de su consumo, todo o parte del coste de esta transición necesaria. Lo cual, no está exento de riesgos y protestas sociales, que pueden poner en peligro su propia culminación.
- La alternativa pasa por reducir el coste para los hogares. Para ello, el Pacto Verde tendría que replantear sus bases y no focalizarse únicamente en el crecimiento, sino también plantear alternativas que no impliquen nueva producción, sino una optimización de los bienes ya existentes, e incluso valorar el decrecimiento. Así, podrían fortalecerse nuevas fórmulas de desarrollo desde la perspectiva de lo local, del intercambio colaborativo, y del consumo y la economía circular de cercanía, no lo suficientemente desarrolladas en el actual plan.

Estas fórmulas no son entendidas ni tienen tanto atractivo para los mercados financieros.

### No hay cambios profundos de visión en el sector financiero

En la respuesta a la inflación, también debe tenerse en cuenta a los agentes inversores, en la medida en que éstos estén dispuestos a asumir parte del coste de la transición a través de la reducción de sus márgenes de rentabilidad. Sin embargo, el mensaje lanzado desde el sector financiero respecto a las Finanzas Sostenibles es justamente el contrario: permiten obtener una alta rentabilidad<sup>6</sup>, lo que es justificado por los analistas al considerarse inversiones de alto riesgo y menor atractivo que otras (Peña *et al*, 2020)<sup>7</sup>. No se observa ningún cambio en los mercados que implique una «visión realmente sostenible» de las finanzas, promoviendo una búsqueda de rentabilidades positivas, pero no necesariamente maximizadas.

Una premisa para las Finanzas Sostenibles, que no se controla ni de la que se informa convenientemente, es el compromiso con la inversión a largo plazo. No basta por tanto con considerar aspectos ASG a la hora de invertir: es necesario implicarse (*engagement*) en el cambio de comportamiento empresarial. Sin embargo, esta es una tarea mucho más costosa en recursos que la inversión habitual y, en muchos casos, completamente ajena a la cultura de inversión de los agentes.

Finalmente, debemos reflexionar en profundidad sobre el impacto negativo del propio proceso de «financiarización», es decir, del ascenso de la importancia del capital financiero dentro del funcionamiento económico, que está afectando muy preocupantemente a la estructura de rentas de la población y al bienestar

social (Alonso y Fernández, 2012). Los mercados financieros no son democráticos: no toda la población participa en ellos como beneficiaria de su rentabilidad. Lo hacen aquellos grupos de mayores rentas. Así, si la transición energética es tan rentable como las entidades bancarias insisten en destacar, servirá para aumentar las desigualdades en favor de quienes puedan destinar sus ahorros a financiarla. Como hemos visto, los costes, a través de la inflación, sí serán compartidos por toda la sociedad. Deberíamos reflexionar sobre si en esencia puede considerarse sostenible la *financiarización* de los servicios sanitarios, sociales o educativos, a la que están contribuyendo aquellos productos financieros que invierten en los mismos: la lógica es doblemente perversa, puesto que mientras esta inversión se autodenomina complacientemente como promotora de los ODS, se utilizan los servicios básicos para generar rentabilidad financiera, en detrimento de la prestación pública de los mismos. Así, casi nadie cuestiona que SICAV o fondos de inversión radicados en territorios *offshore* (abundantes en la propia UE), que hipócritamente pueden estar invirtiendo en la sanidad o educación privadas, puedan considerarse inversión socialmente responsable (ISR).

### Los países en desarrollo siguen siendo relegados

La COP27 se celebrará en Egipto en 2022 y uno de los objetivos para la misma es garantizar la financiación, tanto pública como privada, a los países en vías de desarrollo a fin de que puedan adaptarse al cambio climático. En la anterior, en Glasgow, se reconoció el incumplimiento del objetivo establecido en París de que los países desarrollados movilicen anualmente 100.000 millones de dólares US. Es precisamente en los territorios más vulnerables donde se están experimentando ya los mayores costes debidos al cambio climático, y sus efectos se desencadenan en forma de hambrunas<sup>8</sup> o de las poco conocidas migraciones climáticas<sup>9</sup>. Una de las reclamaciones no atendidas de los países en desarrollo es poder canjear deuda por derechos de emisión, para compensar que el desarrollo de los países ricos se haya logrado precisamente a costa de externalidades climáticas negativas que actualmente sufren ellos.

6. Véase, por ejemplo, el mensaje transmitido desde las entidades financieras, donde, aunque en ocasiones se refuerza la idea del compromiso a largo plazo, lo que se destaca principalmente es la alta rentabilidad de estas inversiones, superior a la de otros activos del mercado: [La imparable rentabilidad de las energías renovables \(25/10/21\) https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/la-imparable-rentabilidad-de-las-energias-renovables/](https://www.bbva.com/es/sostenibilidad/la-imparable-rentabilidad-de-las-energias-renovables/); El desafío de la transición energética (19/04/19) <https://www.caixabankresearch.com/en/economics-markets/commodities/challenge-energy-transition>; Invertir en Transición Energética: Ideas de Inversión para aprovecharla (10/01/22) <https://www.bankinter.com/blog/mercados/invertir-transicion-energetica>

7. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/09/Productos\\_financieros\\_transicion\\_energetica\\_digital.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/09/Productos_financieros_transicion_energetica_digital.pdf)

8. [La primera hambruna del cambio climático se desata en Madagascar](#). Noticias ONU, 2 noviembre 2021.

9. <https://migracionesclimaticas.org/>



## Lentitud en la aplicación efectiva de las Finanzas Sostenibles

Existen consolidadas dudas respecto al poco progreso en la aplicación práctica de las medidas contra el cambio climático. Como plantea Terceiro Lomba (2019), resulta bastante dudoso que el sistema financiero vaya a canalizar finalmente los suficientes recursos económicos para la financiación de la nueva infraestructura energética. Este autor señala las incoherencias de un modelo en que es precisamente el sector petrolero el que mejor se ha adaptado a las recomendaciones de sostenibilidad, como las del Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), mientras que los incentivos de sus directivos siguen estando condicionados a un aumento de la producción de combustibles fósiles. La declaración de la COP26, en noviembre de 2021, es considerada insuficiente por las organizaciones de la sociedad civil porque aún prevé la posibilidad de invertir en combustibles fósiles, siempre que no se trate de inversiones «ineficientes»<sup>10</sup>.

## El *greenwashing*, el *socialwashing* y el «ecopostureo»

No es oro todo lo que reluce, y esto mismo podría aplicarse al mercado de la ISR, por ejemplo. Así, mientras que no se regula lo que son las Finanzas Sostenibles, el mercado puede crecer sin ambages.

Una situación paradójica se ha vivido en la UE, donde el volumen de ISR se redujo a raíz del lanzamiento del Plan de Acción en Finanzas Sostenibles y de la SFDR en 2018<sup>11</sup>, que establecen estándares mínimos para que los fondos puedan considerarse ISR y evitar el *greenwashing*. De hecho, también en la banca, las Autoridades Europeas de Supervisión (ESAs) están elaborando unas normas técnicas de regulación por las que las entidades de crédito tendrán que informar, tanto en la información precontractual como a través de evaluaciones periódicas del impacto ambiental y social, sobre los productos comercializados como «sostenibles». La capacidad que tengan los consumidores de productos financieros de entender dichas evaluaciones o sellos, de poder diferenciar y de exigir productos ambiental y socialmente responsables, es fundamental para garantizar el logro de una economía más sostenible. Así, es necesario que las autoridades se impliquen activamente, ya que las iniciativas de autorregulación pueden suponer un riesgo de *greenwashing*.

## Conclusiones

Como recuerda Terceiro Lomba (2019) utilizando palabras del novelista norteamericano Upton Sinclair: «Es difícil hacer que una persona entienda algo cuando su salario depende de que no lo entienda». Esto pone de manifiesto que el ámbito clave en el que se deben lograr cambios para hablar de unas

FIGURE 1 Snapshot of global sustainable investing assets, 2016-2018-2020 (USD billions)

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
<b>Total (USD billions)</b>	<b>22,839</b>	<b>30,683</b>	<b>35,301</b>

Fuente: GSIA (2021).

10. <https://es.greenpeace.org/es/sala-de-prensa/comunicados/fin-cop26-valoracion-de-greenpeace/>

11. Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), 2021. Global Sustainable Investment Review 2020. <http://www.gsi-alliance.org/>

Finanzas verdaderamente Sostenibles es el del buen gobierno del sector financiero, en las prioridades y valores de los órganos de decisión y las personas que los conforman. Como se ha visto, no hay evidencias de estos cambios, u otros relacionados con una verdadera cultura sostenible, en los mercados financieros. La transformación que estamos observando, sin dejar de ser cierta, es a todas luces insuficiente.

Las Finanzas Sostenibles deberían dedicarse a sí mismas un ejercicio de introspección y valorar sus propios riesgos ASG como sector. En este artículo se han señalado varios, pero cabe destacarse que el descontento social que puede generarse a raíz de un proceso inflacionario, difícilmente evitable, aunque sí matizable, si no es compensado con una mejora de las condiciones salariales en el mercado de trabajo y con el mantenimiento del nivel real de ingresos de la población, puede generar serios desequilibrios sociales, incluyendo la desafección respecto a la lucha contra el cambio climático. Si, además, el desarrollo de las Finanzas Responsables no es efectivo, es lento o se basa en el *greenwashing*, este riesgo aumenta. El descontento social puede materializarse, en concreto, en un ascenso de la ultraderecha en el ámbito político, la cual cuestiona ampliamente el multilateralismo y las prioridades internacionales en cuanto a desarrollo sostenible y cambio climático (Sanahuja, 2021). ■

## Referencias

- Alonso Benito, L. E., y Fernández Rodríguez, C. J. (eds.) (2012). *La financiarización de las relaciones salariales: una perspectiva internacional*. Catarata.
- De la Cuesta González, M., Muñoz Torres, M.J., y Romero Zarco, J. (2021). Introducción del número «Finanzas Sostenibles». *Revista Diecisiete*, vol 5. <https://www.plataforma2030.org/es/revista-diecisiete-5>
- Paredes-Gázquez, J. D., Rodríguez-Fernández, J. M., y de la Cuesta González, M. «Los paraísos fiscales a discusión». XIV Jornadas de Economía Crítica.
- Sanahuja, J. A. (2021). «Pacto Verde Europeo: el giro ambiental de un actor global». *Anuario CEIPAZ 2020-2021*.
- Tena, A. (2021). «La COP26 fracasa en la ayuda a los países vulnerables y sella un acuerdo imperfecto sobre los combustibles fósiles», *Público*, 13/11/2021. <https://www.publico.es/sociedad/cop26-fracasa-ayuda-paises-vulnerables-sella-acuerdo-imperfecto-combustibles-fosiles.html>
- Terceiro Lomba, J. (2019). «Transición energética y sistema financiero». *Revista de Estabilidad Financiera*, nº. 37. Banco de España.

Pablo Esteban-Sánchez

Grupo de investigación UNED FINRES y Economistas sin Fronteras



### 1. Introducción

Durante las dos últimas décadas se han intensificado los debates y las iniciativas internacionales para avanzar en la integración de las consideraciones de sostenibilidad medioambientales, sociales y de gobernanza en los modelos económicos y empresariales y en las decisiones de inversión y financiación. Los objetivos climáticos marcados en el Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de la Agenda 2030<sup>1</sup> han servido de referencia para el lanzamiento de estas iniciativas.

El Plan de Inversiones del Pacto Verde Europeo (Comisión Europea, 2020) y el Plan de Acción de la UE «Financiar el desarrollo sostenible» (Comisión Europea, 2018) constituyen la hoja de ruta para dotar a la UE de una economía sostenible y asumir un papel de liderazgo de cara a la consecución de dichos objetivos.

En este contexto, las Inversiones de Impacto, según la Global Impact Investing Network (GIIN)<sup>2</sup> son aquellas realizadas con la intención prioritaria y explícita de generar un impacto positivo y mensurable en una o más de las dimensiones del desarrollo sostenible (económica, medioambiental, social y de gobernanza), a la vez que se identifican y mitigan los impactos potenciales negativos sobre cualesquiera de estas dimensiones. A esta intención se une la búsqueda de un rendimiento financiero que podría estar en línea con la tasa de mercado o por debajo de la misma, o simplemente buscar un retorno del capital, con distintos horizontes

temporales en función del perfil del inversor y del plazo, normalmente más largo que las inversiones tradicionales, requerido para generar el impacto social o medioambiental.

La gestión y gobernanza del proceso de generación del impacto con el fin de maximizarlo u optimizarlo en relación a sus costes y la toma de decisiones de inversión y financiación no es fácil y requiere de información de calidad y datos comparables. Existe hoy en día un importante déficit a cubrir para asegurar el acceso a este tipo información que permitiría mitigar el riesgo de *green y social washing*, que se hace mayor a medida que crece el mercado de la Inversión Socialmente Responsable tradicional (ISR) y la Inversión de Impacto (IM).

Este artículo identifica los principales retos que presenta la tarea de la medición y gestión de estos impactos.

### 2. Principales retos para la medición del impacto medioambiental y social

***La naturaleza multidimensional del impacto y la diversidad de enfoques a la hora de definir qué se debe medir. La doble materialidad del impacto***

La medición y gestión del impacto (MGI) es de por sí compleja, ya que responde a una *naturaleza multidimensional* económica, social, medioambiental y de gobernanza; involucrando a muchos grupos de interés con distintas necesidades de información para tomar sus decisiones de intervención, gestión, verificación, financiación o inversión de impacto.

1. [Objetivos de Desarrollo Sostenible | PNUD \(undp.org\)](#)

2. [What You Need to Know about Impact Investing | The GIIN](#)

Los 17 ODS son un reflejo de la diversidad de aristas que implica la MGI.

Asimismo, el objetivo no debería ceñirse exclusivamente en la medición después de la intervención, sino también durante el largo proceso de generación del impacto para optimizar la gestión y el control y mejorar la calidad de las intervenciones y las capacidades de las organizaciones intervinientes.

Una de las cuestiones que por tanto causa más controversia en materia de MGI gira en torno a la difícil tarea de consensuar qué se debe medir y las métricas a utilizar. Ello se evidencia en gran medida por la diversidad de herramientas y propuestas de métricas, que responden a distintos intereses de grupos de interés.

Así, una gran parte de las decisiones en torno a la *Inversión socialmente responsable* (ISR) y a la financiación verde y sostenible tradicional tienen en cuenta motivaciones que van más allá de las cuestiones éticas y morales, y se focalizan principalmente en una orientación hacia los riesgos ASG y sus implicaciones e impactos en la estabilidad financiera y el valor o rendimiento financiero del activo invertido o los riesgos financieros que asumen los inversores. Es lo que se denomina un enfoque de *materialidad financiera*, es decir, sólo es relevante el impacto que afecta al rendimiento financiero. Unas de las iniciativas internacionales más relevantes con un enfoque de materialidad financiera es la propuesta del TCFD del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017), o el futuro estándar en el que están trabajando el Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB) de la IFRS<sup>3</sup>.

Ahora bien, la inversión de impacto por su propia definición debe focalizarse también en la medición de los impactos medioambientales y sociales que dichas actividades tienen sobre su entorno y el conjunto de sus grupos de interés. Es lo que se denomina un enfoque de *materialidad social y medioambiental*. En este contexto, el impacto social y medioambiental debe ser medido a través de métricas claras, transparentes y verificables.

La UE defiende combinar el enfoque de la materialidad financiera con el de la materialidad social y medioambiental, lo que se conoce por la *doble*

*materialidad*. Así lo promueve a través de la Directiva 2014/95 sobre Reporte de Información no financiera-NFRD - (Parlamento Europeo y Consejo de la UE, 2014), la propuesta de la *Corporate Sustainability Reporting Directive* —CSRD— (Comisión Europea, 2021) y el futuro estándar europeo de reporte de informes de sostenibilidad (ESRS)<sup>4</sup> en el que está trabajando el European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG).

### **Las dificultades para establecer modelos lógicos causa-efecto para medir el impacto (Modelo de la Teoría del cambio)**

Cuando hablamos de los riesgos climáticos, la Network for Greening the Financial System (NGFS) establece bajo la óptica de la materialidad financiera un modelo para entender el impacto de dichos riesgos en los riesgos financieros tradicionales.<sup>5</sup>

Pero la definición de modelos lógicos causa-efecto para la MGI bajo la óptica de la materialidad social y medioambiental no resulta sencilla.

La MGI requiere de un modelo que explique cómo y porqué de la gestión y desarrollo de una serie de intervenciones, actividades o proyectos se derivan unos impactos positivos sociales y medioambientales. Ese modelo debería estar alineado con los principios y propósitos de la entidad interviniente y del inversor de impacto, lo que no resulta sencillo, ya que en dichos impactos intervienen grupos de interés, beneficiarios y entidades diversas e interrelacionadas. Esta falta de conocimiento a la hora de ligar el impacto a una intervención en concreto genera una *incertidumbre* en el desempeño social en términos de impacto y hace difícil además construir un «*business case*» que compagine el impacto social con un rentabilidad financiera o sostenibilidad económica.

Resulta por tanto crítico evaluar si los impactos tienen su origen en una relación causal con las intervenciones y actividades desarrolladas (Ebrahim, 2019; Brest and Harvey, 2018; White, 2006).

La figura 1, propuesta por Alnoor Elbrahim, muestra los elementos principales para la construcción de un modelo lógico causa-efecto y un sendero para el mapeo de impactos sociales.

3. [IFRS - International Sustainability Standards Board](#)

4. [Sustainability reporting standards interim draft - EFRAG](#)

5. [reporte-de-la-ngfs-una-llamada-a-la-accion-es-290719-0.pdf](#)

**Figura 1.** Modelo lógico causa efecto para la medición del impacto (Teoría del Cambio o Cadena de Valor del Impacto)



Fuente: Ebrahim (2019)

Este tipo de modelo es el recogido en el marco conceptual para la Medición y Gestión del Impacto de la Cadena de Valor de Impacto (CVI) o Teoría del Cambio (TDC). Y ha servido de base para la Guía de la European Venture Philanthropy Association (EVPA) para la Medición del impacto<sup>6</sup>.

### Mayor horizonte temporal y falta de control para la consecución del impacto

Otro de los elementos que aportan complejidad a los modelos de MGI es la *falta de control* sobre las actividades y condiciones necesarias para producir un impacto positivo en el largo plazo (Ebrahim, 2019). Los diversos y múltiples actores que intervienen en un proyecto de impacto social muchas veces no están coordinados o se escapan del control de la entidad que quiere medir el impacto.

Además, el impacto puede requerir de un largo horizonte temporal, que también escaparía a su control, dificultando la MGI.

Incluso los escenarios climáticos propuestos por la NGFS tienen horizontes temporales de 30 años o incluso de 50 años, incorporando un dinamismo que dificulta la MGI.

### Dificultades para la atribución del impacto

De lo anterior se infiere dificultades para la atribución o apropiación de un impacto social o medioambiental en las actuaciones que requieren de un conjunto diverso más o menos coordinado de actores e intervenciones, que pueden ir desde legisladores, empresas, entidades sociales, inversores, beneficiarios...

Si el control de todos ellos trasciende los límites de la organización que pretende atribuirse un determinado resultado o impacto, se complica su medición y contabilización. Y ello dificulta el reporte a los inversores y donantes que exigen una rendición de cuentas del impacto, especialmente cuando además del impacto persiguen un rendimiento financiero.

En estos casos, las entidades intervinientes suelen ofrecer datos de los resultados a corto plazo que quedan bajo su control y alcance. Pero en raras ocasiones pueden medir y atribuirse el impacto social a largo plazo. En esas circunstancias, sería conveniente cambiar el foco de la medición del impacto a largo plazo y, en lugar de tratar de *atribuirse* el impacto, presentar datos de su *contribución* a la consecución del impacto.<sup>7</sup>

No es de extrañar que un estudio del 2014 (J. P. Morgan & GIIN, 2015), realizado entre 146 inversores de impacto, haya evidenciado que, mientras que la mayoría de los inversores se quejaban de la

6. EVPA | [Measuring and managing impact - A practical guide](#)

7. Ebrahim (2019) presenta unas herramientas para determinar la idoneidad de una medición del impacto bajo el enfoque de la atribución o de la contribución.



falta de calidad de los datos y metodologías para la medición del impacto social a largo plazo, se mostraban al mismo tiempo satisfechos con el desempeño social de sus inversiones medido sólo por los resultados a corto plazo.

Aun así, el sector público y los inversores y donantes exigen una mayor profesionalización y rigurosidad en la medición del impacto, llegando incluso a solicitar una verificación independiente.

### Diversidad de marcos de referencia, herramientas y propuestas de indicadores para la medición del impacto

Las dificultades ya referidas y la diversidad de grupos de interés que necesitan información de diferente índole para la toma de sus decisiones han propiciado distintos marcos conceptuales, guías, modelos de reporte, herramientas y propuestas de indicadores. Ello conlleva importantes desafíos para la transparencia y comparabilidad de las mediciones.

Este artículo no pretende analizar cada una de las principales herramientas, porque excedería de sus limitaciones, pero el lector puede profundizar consultando las referencias a las fuentes citadas a continuación.

En el plano del impacto medioambiental, las metodologías utilizadas para medir la huella de carbono, hídrica, medioambiental son complejas y no siempre coinciden. Las más avanzadas son las de medición de la huella de carbono, sin que por ello ninguna se haya convertido todavía en un referente universal (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020).

Pero por el lado de la medición y gestión del impacto social, la realidad es incluso más compleja, coexistiendo también distintas metodologías. Spain-Nab (Vitórica Gutiérrez-Cortines *et al*, 2021) hace una excelente recopilación de los marcos conceptuales y herramientas más conocidas internacionalmente. Forética (Trujillo *et al*, 2018) también presenta un resumen de las metodologías más conocidas. Tal y como señala el GIIN en su Encuesta Anual del 2020 (Global Impact Investing Network, 2020), los enfoques de la MGI se están volviendo más estandarizados y comparables a medida que crece el mercado de la inversión de impacto, si bien la «fragmentación» permanecerá entre los desafíos para los próximos años. Incluso hay quienes defienden aplicar métodos individualizados caso por caso, ajustados a la singularidad de cada proyecto o entidad interviniente, aunque más costosos y obviamente menos comparables.

Figura 2. Marcos conceptuales y estándares e indicadores para la Medición y Gestión del Impacto

MARCOS CONCEPTUALES Y METODOLÓGICOS		
<b>Objetivo:</b> Formalización de un lenguaje común		
<b>Función:</b> Proporcionar normas comunes para la práctica de la MGI		
Herramientas	Foco	Usuario principal
Impact Management Project (IMP) ③	Segmentación de activos (productos de inversión y activos invertidos) por clases de impacto para la gestión	Todos
Guía de la European Venture Philanthropy Association (EVPA) ④	Medición del impacto en start-ups, entidades sociales y filantrópicas	Todos
Cadena de Valor de Impacto (CVI) o Teoría del Cambio (TDC) ⑤	General para determinar cadena de causalidad para medición	Todos
Marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas (ODS) ⑥	General para mapear actividades, productos o servicios con objetivos de impacto	Todos
Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) ⑦	Informar sobre riesgos y oportunidades relacionados con el cambio climático para la toma de decisiones	Proveedores de capital, empresas cotizadas y otros

## ESTÁNDARES E INDICADORES

**Objetivo:** Comparabilidad y eficiencia.

**Función:** Informar y comunicar sobre los efectos materiales de los activos para la toma de decisiones de gestión.

Herramientas	Foco	Usuario principal
IRIS <sup>1</sup> del Global Impact Investing Network (GIIN) 	Métricas por sector (muy enfocadas a países emergentes)	Inversores con intención de contribuir a soluciones (C)
Indicadores ODS de la Agenda 2030 (ONU) 	Indicadores por país para medir la contribución a los ODS	Todos
Estándares de práctica de impacto de los ODS (PNUD) 	Toma de decisiones para alcanzar los ODS por clase de activo	Inversores en <i>private equity</i> , bonos, empresas
Estándares de desempeño de impacto del Global Impact Investing Network (GIIN) 	Comparabilidad de inversiones de impacto para asignación de capital en todas las clases de activos	Inversores
Estándares de sostenibilidad: GRI, CDP y CDSB <sup>1</sup> , SASB <sup>1</sup> 	Métricas e indicadores según materialidad para distintos <i>stakeholders</i> por sector de actividad	Empresas e inversores

1. Tienen en cuenta exclusivamente la materialidad financiera o creación de valor para la empresa

Fuente: Vitórica Gutiérrez-Cortines, A. et al. (2021). *La medición y gestión del impacto*, MGI. SpainNab.

De cualquier forma, en un proyecto de impacto social es importante realizar una evaluación de si el proyecto responde y en qué medida satisface las necesidades reales de los beneficiarios últimos de la intervención. Y habría lugar a enfoques diferentes de la información a divulgar según el grupo de interés al que vaya dirigida, entre otros, inversores y/o donantes, entidades intervinientes y beneficiarios.

A medida que el mercado de la Inversión de Impacto crece, el riesgo del *green* y el *impact washing* es mayor, y con ello crece también la necesidad de impulsar verificaciones independientes que aumenten la confianza de los inversores. Y ello debería observarse especialmente cuando se quiera comercializar productos y activos de inversión sostenible y/o de impacto entre familias, pymes e individuos.

### Alcance limitado de la normativa en materia de reporte y verificación de información sobre sostenibilidad e impacto

La UE, en su Directiva NFRD y en la propuesta de Directiva CSRD, propicia un marco regulatorio que obliga a las grandes empresas y empresas

cotizadas (excepto micro-empresas) a la divulgación de información sobre sostenibilidad e impacto de sus actividades económicas y de inversión, requiriendo su verificación. Para el resto de empresas, la divulgación es totalmente voluntaria.

Respecto a qué actividades económicas son consideradas medioambiental o socialmente sostenibles, la taxonomía verde de la UE establecida en el Reglamento de la Taxonomía UE 2020/852 (Parlamento Europeo y Consejo de la UE, 2020) se circunscribe por el momento a las actividades verdes, pendiente del tratamiento que se dará a las actividades «marrones» perjudiciales para el medioambiente, que necesitan urgentemente de una transición al estar presentes significativamente en muchos países y activos de inversores. La UE, además, está abordando ya los trabajos para desarrollar una futura Taxonomía Social. Definir categorías para una taxonomía social resulta complicado por la variedad de dimensiones y ODS a tener en cuenta.

Asimismo, la propuesta de ley para el estándar de Bono Verde Europeo obliga a reportar un informe

de impacto durante la vida del bono, recomendando su verificación y unos informes anuales de asignación de fondos.

En el plano del impacto social, la iniciativa del Impact Management Project (IMP)<sup>8</sup> logra crear una taxonomía voluntaria que incluye una clasificación de activos o actividades basadas en el alineamiento con el marco de los ODS, según respondan a la intención de (A) actuar para evitar o reducir daños, (B) beneficiar o generar resultados positivos para los grupos de interés o bien (C) contribuir a soluciones y resultados positivos para colectivos desatendidos o vulnerables.

### **Complejidad y falta de capacitación y recursos para sistematizar la medición de impacto**

Las dificultades mencionadas en este artículo conllevan que la medición del impacto medioambiental y social resulte compleja y onerosa para muchas empresas y organizaciones sociales.

Por ello es importante promover el desarrollo de un sector de proveedores especializados en materia de medición del impacto, verificación y auditoría, y promover la capacitación al tercer sector. Dedicar recursos de formación para profesionalizar y sistematizar la recogida y tratamiento de la información.

En este sentido, el uso de tecnologías digitales podría ayudar al análisis inteligente de datos y el reporte y seguimiento de los datos en tiempo real, haciendo menos oneroso el cumplimiento y medición del impacto social y medioambiental.

### **La incertidumbre respecto a la diligencia debida en materia de transparencia y reporte de información de sostenibilidad y medición de impacto**

Todavía no se ha aclarado en la legislación en qué medida se vería afectada la responsabilidad de los administradores y empresas en materia de debida diligencia y cumplimiento de las obligaciones en materia de transparencia y reporte de información de sostenibilidad y de medición de impacto.

La CE trabaja en un proyecto de ley sobre debida diligencia y gobierno corporativo sostenible en torno

a los derechos humanos y el medio ambiente. Y en líneas paralelas trabajan el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo.

## **3. Conclusiones**

En torno a la necesaria medición del impacto existen aún importantes retos para asegurar el acceso a una información relevante, de calidad, verificable y comparable que sirva para gestionar el impacto y tomar decisiones de financiación e inversión.

Resulta clave avanzar en una homogeneización de los estándares y metodologías de medición; definir métricas que respondan a las distintas necesidades de inversores, empresas, entidades intervinientes y beneficiarios; comprender bien las relaciones entre las causas y los efectos en este tipo de inversiones; y asegurar el acceso a la información necesaria, adoptando los mecanismos de verificación que sean necesarios.

A pesar de los avances dados por las distintas iniciativas en Europa y otras regiones, persiste la necesidad de afrontar estos retos para el definitivo y urgente impulso de una transición que responda a los objetivos del Acuerdo de París y a los ODS de la Agenda 2030. ■

## **Referencias bibliográficas**

- Brest, P & Harvey, H. (2018). *Money Well Spent: A Strategic Plan for Smart Philanthropy*, Second Edition. Stanford University Press.
- Comisión Europea (2018), Comunicación 97 final, Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible, Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>
- (2020a), Comunicación 21 final, Plan de Inversiones para una Europa Sostenible. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&from=EN>
- (2021), 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) n.º 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad. Disponible

8. [Guide to classifying the impact of investments - Impact Management Project](#)

- en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>
- Ebrahim, A. (2019). *Midiendo el cambio social: Desempeño y rendición de cuentas en un mundo complejo*. Barcelona, Ediciones Deusto.
- Foro Académico de Finanzas Sostenibles (2020). Metodologías de análisis para el alineamiento de carteras financieras con la acción climática. [https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/landingi-editor-uploads/Z1xF2844/Monografia002\\_Alineamiento\\_de\\_carteras\\_financieras\\_final.pdf](https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/landingi-editor-uploads/Z1xF2844/Monografia002_Alineamiento_de_carteras_financieras_final.pdf)
- Global Impact Investing Network (2020). *Annual Impact Investor Survey. Executive summary*. Disponible en [https://thegiin.org/assets/GIIN %20Annual %20Impact %20Investor %20Survey %202020 %20Executive %20Summary.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020%20Executive%20Summary.pdf)
- J.P. Morgan & GIIN, (2015). Eyes on the Horizon: The Impact Investor Survey. Disponible en <https://thegiin.org/research/publication/eyes-on-the-horizon>
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2014), Directiva 2014/95/UE 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. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>
- (2020), Reglamento UE 2020/852 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures (2017), Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Disponible en <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>
- Trujillo, R.; Gómez, A. y Canales, R. (2018). *Midiendo el valor del Impacto Social Empresarial*. FORÉTICA. [https://foretica.org/wp-content/uploads/2018/12/midiendo\\_el\\_valor\\_del\\_impacto\\_social\\_empresarial-1.pdf](https://foretica.org/wp-content/uploads/2018/12/midiendo_el_valor_del_impacto_social_empresarial-1.pdf)
- Vitórica Gutiérrez-Cortines, A. et al. (2021). Toolkit para atraer fondos públicos y privados para catalizar la inversión de impacto. Parte 3: La medición y gestión del impacto, MGI; SpainNab. Disponible en [https://spainnab.org/images/pdfs\\_conocimiento/MGI Toolkit %20Fondos SpainNAB.pdf](https://spainnab.org/images/pdfs_conocimiento/MGI_Toolkit%20Fondos_SpainNAB.pdf)
- White, H. (2006). Impact evaluation: the experience of the Independent Evaluation Group of the World Bank; MPRA Paper n° 1111. Disponible en [https://mprapaper.ub.uni-muenchen.de/1111/1/MPRA\\_paper\\_1111.pdf](https://mprapaper.ub.uni-muenchen.de/1111/1/MPRA_paper_1111.pdf)

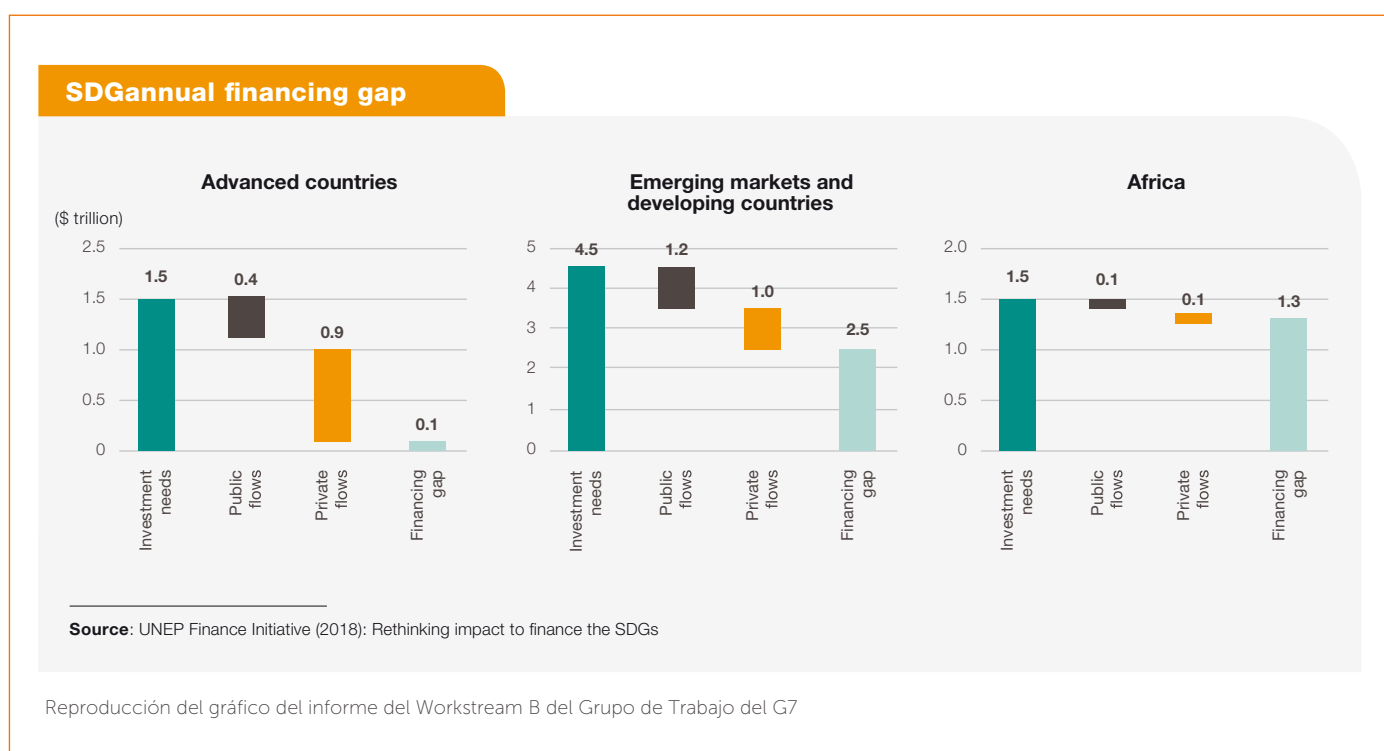
**Agustín Vitórica Gutiérrez-Cortines**

*Co-Fundador y Co-CEO de GAWA Capital y miembro de la Junta Directiva de SpainNAB*

### La brecha de financiación de los ODS

En diciembre de 2021, el grupo de trabajo para el impacto (Impact Taskforce), constituido por el

G7 a propuesta del Reino Unido, publicaba unas cifras actualizadas de la brecha de financiación en 2018. Las cifras son las siguientes:



Como se puede observar, la brecha de financiación para cumplir la Agenda 2030 en los países desarrollados ya está prácticamente cubierta por los flujos de capital públicos y privados. Sin embargo, la brecha para los países en vías de desarrollo es aún de gran magnitud, supone invertir 2.5 billones de dólares anuales, una cifra similar a dos veces el Producto Interior Bruto español cada año. Es relevante señalar que el 52 % de dicha brecha representa las necesidades de financiación específicas de África, el continente que más atrás se queda en los avances hacia los ODS.

Se estima además que dicha brecha de 2.5 billones de dólares anuales se ha incrementado hasta 4.2

billones<sup>1</sup> como consecuencia de los estragos realizados por la pandemia en los países en vías de desarrollo.

Es en este punto donde la inversión de impacto puede ser una importante fuente de financiación para proyectos que ayuden a lograr la Agenda 2030 en los países en vías de desarrollo. El citado informe del G7 de diciembre de 2021 concluía con la necesidad de impulsar fórmulas innovadoras de financiación que permitan catalizar mayor inversión privada a los países en vías de desarrollo, destacando entre ellas la financiación combinada.

1. OECD & UNDP, Scoping note for the G20, «Closing the SDG Financing Gap in the COVID-19 era».



## ¿Qué es la financiación combinada?

La financiación combinada puede ser una eficiente forma de combinar esfuerzos públicos y privados para la movilización de capital de impacto a gran escala. Es importante señalar que la financiación combinada es simplemente una forma de estructurar una operación por tramos de capital, no es un tipo específico de inversión de impacto o una clase de activo diferente.

La financiación combinada parte de la constatación de que distintos inversores tienen distintas expectativas de rentabilidad-riesgo, es decir, el retorno financiero que una inversión debe generar para compensar el riesgo asumido.

Adicionalmente, respecto al impacto como tercera variable a tener en cuenta en las inversiones, las expectativas de los inversores son también diferentes, habiendo inversores que anteponen el impacto a recibir un *mix* adecuado de rentabilidad-riesgo y otros que, aún importándoles el impacto, necesitan contar con un *mix* rentabilidad-riesgo eficiente por sus deberes fiduciarios de administración de activos.

Los llamados «inversores comerciales privados» son los que buscan primordialmente un *mix* rentabilidad-riesgo que sea eficiente, ya que, por lo general, se lo exigen sus deberes fiduciarios. Por lo general, significa que dicho *mix* caiga en la Frontera Eficiente de Rentabilidad-Riesgo.

Las inversiones de alto impacto que están dirigidas a contribuir a resolver un fallo de mercado que impide que fluyan fondos de forma natural suelen ofrecer un *mix* rentabilidad-riesgo ineficiente, por debajo de la Frontera Eficiente. La financiación combinada puede estructurarse de forma que los inversores privados vuelvan a ser situados en la Frontera Eficiente de Rentabilidad-Riesgo, sin que por ello se sacrifique el impacto perseguido.

Por otro lado, los inversores más filantrópicos, tanto públicos como privados, tienen un especial interés en maximizar el impacto de la inversión, estando dispuestos a aceptar un *mix*-rentabilidad riesgo diferente al que requiere el inversor comercial. El capital de este tipo de inversores más filantrópicos se denomina «capital catalítico», por su capacidad de catalizar capital comercial privado. Los principales proveedores de este tipo de capital son entidades públicas, pero

crecientemente estamos observando a organizaciones privadas como fundaciones u ONG suministrar este tipo de capital.

Como veremos más adelante, el capital catalítico sólo se ofrece en inversiones con un fuerte componente de adicionalidad y que, gracias a ese capital, pueden alinear los intereses entre los actores que intervienen en una determinada cadena de valor para que el capital fluya.

Por último, conviene aclarar que una estructuración de capital catalítico se puede realizar tanto dentro del pasivo de una empresa social como en el pasivo de un fondo de inversión. No obstante, la mayor parte de las transacciones de capital catalítico se están realizando a nivel fondo de inversión, por la mayor capacidad de movilización de capital comercial a gran escala que un fondo puede lograr.

## Instrumentos de capital catalítico

Existen diferentes instrumentos de capital catalítico. Se dividen en dos tipos por los efectos que producen en el capital comercial: instrumentos de reducción de riesgo o instrumentos de aumento de retorno. A continuación vemos en qué consiste cada tipo de instrumento:

### Instrumentos de reducción de riesgo

- **Asistencia Técnica:** es el tramo más «junior» de todos, ya que se trata de fondos que se donan para realizar un proyecto que refuerce a las entidades invertidas y amplifique su impacto. Generalmente, la entidad invertida financia un porcentaje del proyecto para asegurar la alineación de intereses. La Asistencia Técnica es un instrumento fundamental, ya que es necesaria para producir la transformación del modelo de negocio de las entidades invertidas para que cumplan con su misión social, contribuyendo a solucionar el fallo de mercado y asegurando que se genera el impacto deseado
- **Garantías:** es uno de los instrumentos principales de reducción de riesgos. Consiste en garantizar al inversor privado la recuperación de un cierto porcentaje de la inversión. Tiene la ventaja de no tener que desembolsar los fondos a no ser que ocurra

el evento que requiera al garante cubrir el capital garantizado.

- Tramo de Primera Pérdida: es un instrumento de capital *junior*» cuya función es similar a la de las garantías, pero en este caso está fondeado. Al estar desembolsado, pasa a invertirse de forma que, tanto su principal como su retorno, generen un importe que absorbe posibles pérdidas de inversión.
- *Mezzanine*: es un instrumento a mitad de camino entre la deuda y el capital, se sitúa en una posición «senior» al tramo de primera pérdida, luego el inversor de este tramo queda protegido ante los escenarios más negativos. Sin embargo, este tramo es «junior» al tramo del inversor privado, por lo que, para el inversor privado, este instrumento supone un tramo adicional de protección.

### Instrumentos de aumento de retorno

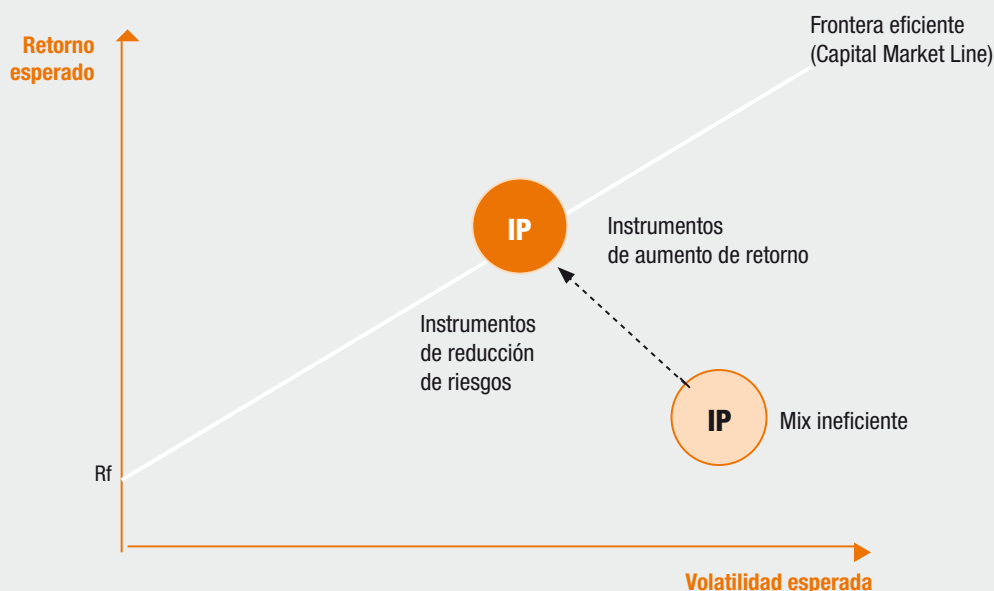
- Deuda junior concesional: es el instrumento de aumento de retorno por excelencia. Esta deuda es *pari-passu* a los inversores privados, es decir, recupera su inversión a la vez que los inversores privados. Sin embargo, cuando alcanza una rentabilidad equivalente al tipo de interés pactado, deja de re-

cibir flujos de caja, que pasan al inversor privado, que ve aumentado su retorno. La concesionalidad implica que el tipo de interés esté subvencionado, siendo menor al que se obtendría en el mercado.

- Deuda senior: en este caso, el retorno financiero también se encuentra limitado, pero esta deuda es «senior» al inversor comercial, luego, aunque aumenta el retorno del inversor privado, también aumenta su riesgo. Además, al no ser subvencionada, no aumenta el retorno en tanta medida.

En la siguiente gráfica se puede observar cómo los dos tipos de instrumentos pueden llevar una inversión de alto impacto desde un mix rentabilidad-riesgo ineficiente a la Frontera Eficiente Rentabilidad-Riesgo.

Como se puede observar, el inversor privado (IP) parte inicialmente de un mix ineficiente, que le sitúa por debajo de la Frontera Eficiente, que en este caso es el Capital Market Line<sup>2</sup>, que muestra la mejor remuneración por encima de la rentabilidad de un instrumento libre de riesgo (Rf) que se puede obtener por unidad de riesgo asumida.



2. Siguiendo las asunciones del Capital Asset Pricing Model, principal teoría financiera sobre el cálculo de la compensación de retorno sobre un riesgo esperado, elaborado en los años 1960s por William Sharpe, Jack Treynor, John Lintner y Jan Mossin.

Los instrumentos de reducción de riesgos desplazan al inversor privado a la izquierda del eje de abscisas, reduciendo el riesgo esperado de la inversión. Por otra parte, los instrumentos de aumento de retorno elevan la posición del inversor privado en el eje de ordenadas, aumentando el retorno esperado. El resultado es que el inversor privado se desplaza en diagonal para situarse en la Frontera Eficiente.

Cuánto instrumento y qué monto de cada tipo a utilizar va a depender del riesgo percibido en la inversión de impacto que se está considerando, y suele ser uno de los puntos clave de las negociaciones entre el promotor del proyecto y el proveedor de capital catalítico.

Una vez que la inversión de impacto propuesta se sitúa en la Frontera Eficiente, será mucho más sencillo atraer al inversor privado, especialmente al gran inversor institucional, que es el que controla la mayor parte de los activos financieros mundiales y el único con fondos suficientes para cubrir la brecha de los ODS.

### Un ejemplo español: el fondo HURUMA

Todo lo anterior se entenderá mejor analizando el primer proyecto español que tiene una estructura de financiación combinada. El proyecto tiene su origen en 2018, año en que la gestora de inversión de impacto GAWA Capital diseñó un fondo de impacto que ayudara a resolver un fallo de mercado cuya resolución ayudaría a cumplir la Agenda 2030 en lo que respecta a sus Objetivos más sociales, especialmente el ODS 1 de Fin de la Pobreza y el ODS 2 de Hambre Cero y también el objetivo medioambiental ODS 13 de Combatir el Cambio Climático y sus Efectos.

El fallo de mercado, en concreto, era la falta de acceso a financiación por parte de los pequeños productores agrarios. Se estima que cada año existe un déficit de acceso a financiación por parte de los pequeños productores en países en vías de desarrollo en 170 mil millones de dólares anuales<sup>3</sup>. Esta falta de financiación impide a los pequeños productores acceder a insumos de calidad (semillas, fertilizantes y otros)

3. «Pathways to Prosperity 2019, Rural and Agriculture Finance State of the Sector Report», Master Card Foundation, Initiative for Smallholder Finance.

que les permitirían aumentar su productividad y consecuentemente sus ingresos. Adicionalmente, esta falta de financiación les impide financiar adaptaciones al cambio climático.

Una contribución a solucionar este fallo de mercado tendría un impacto positivo directo en los ODS mencionados y garantizaría la adicionalidad de la inversión, requisito indispensable de la inversión de impacto que, junto a su vocación transformadora, es lo que la diferencia de otros tipos de inversiones sostenibles.

Las razones por las que no están fluyendo fondos de forma natural a estos pequeños productores son diversas. Entre ellas se incluye la falta de adaptación de las entidades financieras locales para poder financiar a este segmento y la alta percepción de riesgo de este colectivo. Otra causa es la falta de integración de este colectivo en las cadenas de valor agrarias, lo que cuestiona la poca capacitación del mismo en técnicas agrícolas y la calidad de sus productos.

GAWA Capital había trabajado durante siete años en la inversión en entidades financieras locales con presencia rural, pero sin servir a los pequeños productores. La firma había establecido una relación con la institución financiera de desarrollo española Cofides en su segundo fondo de inversión de impacto, que contaba con inversión de la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID) a través de su fondo Fonprode, brazo de cooperación financiera, gestionada por la AECID con apoyo de Cofides.

Una vez invertido el segundo fondo, se iniciaron conversaciones para una colaboración público-privada entre GAWA Capital, la AECID y Cofides para desarrollar un fondo de alto impacto que contribuyera a resolver dicho fallo de mercado mediante una estrategia de inversión que combinara:

- La inversión en entidades financieras locales y la adaptación de sus productos, procesos y personal para poder servir a los pequeños productores de forma sostenible en el tiempo. Esa transformación garantiza que la financiación continuará fluyendo cuando el fondo salga de la inversión.
- La inversión en empresas u organizaciones de la cadena de valor agrícola y su transformación para que incluyan a los pequeños productores como proveedores de sus productos o como clientes de

dichas empresas, recibiendo la necesaria capacitación en técnicas agrícolas y de adaptación al cambio climático.

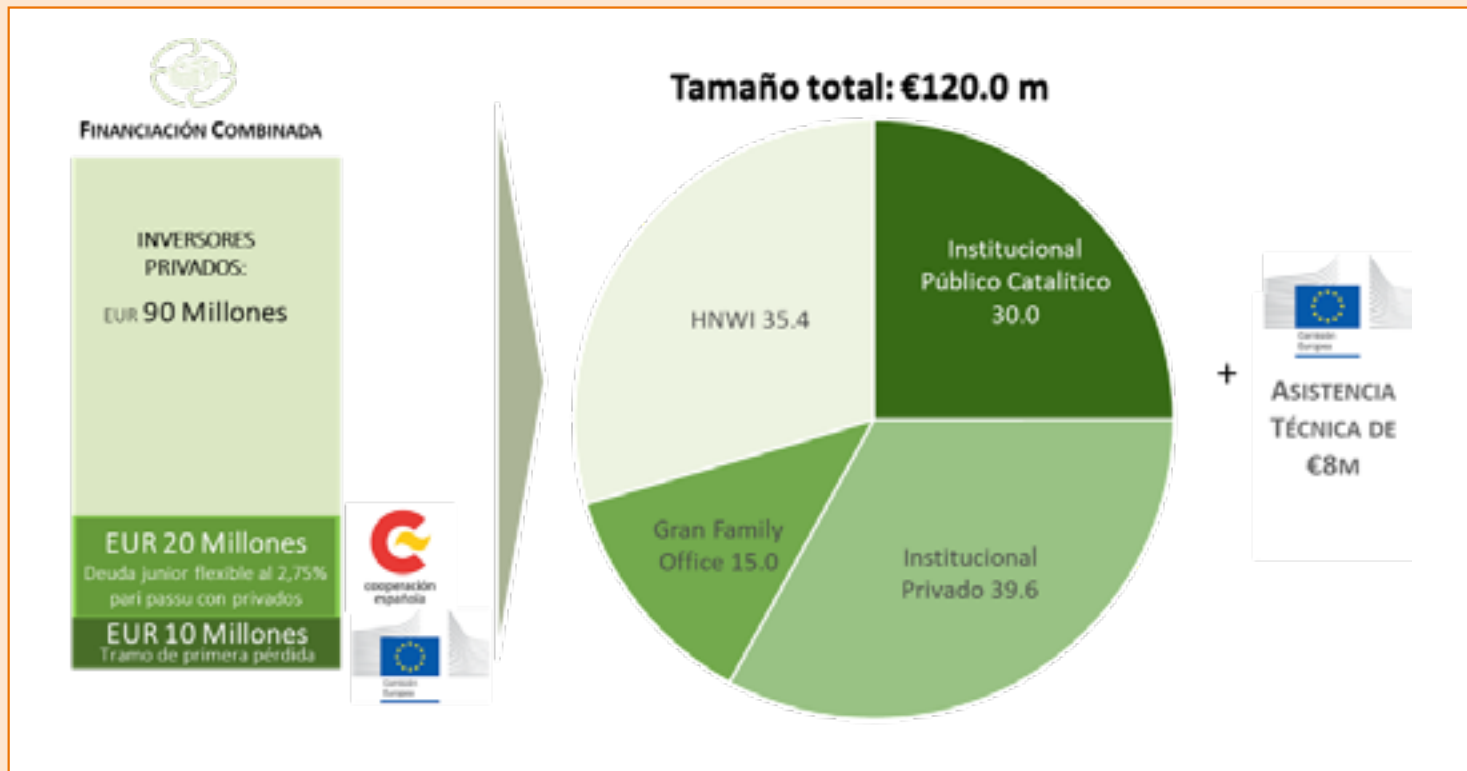
Para desarrollar un fondo así era necesario contar con los siguientes elementos:

- Unos instrumentos de capital catalítico que pudieran reducir la percepción de riesgo agrícola relacionado con los pequeños productores, mientras se aumentaba el retorno, para obtener un mix rentabilidad-riesgo eficiente. Con estos instrumentos, se catalizaría inversión privada a gran escala, atrayendo especialmente al gran inversor institucional.
- Un instrumento de asistencia técnica que pudiera financiar la transformación mencionada en las entidades invertidas mediante un proyecto específico que acompañara a cada inversión.

Para acceder a dichos instrumentos, Cofides y AECID propusieron el proyecto a la Comisión Europea. La Comisión Europea cuenta con varias facilidades de financiación combinada, divididas en distintas geografías o en distintas temáticas. Una de las facilidades se denomina AgriFi y está especialmente orientada a la financiación de la agricultura para el desarrollo.

Tanto Cofides como AECID son entidades acreditadas ante la Comisión para poder solicitar la movilización de capital catalítico. Para ello se sigue un riguroso proceso de solicitud y aprobación en el que se tiene en cuenta la adicionalidad de la inversión, el potencial catalizador de inversión privada que tiene la iniciativa y el *track record* de la gestora del fondo en la atracción de capital privado, en generación de impacto social y en generación de retornos financieros en sus anteriores fondos.

El gráfico a continuación describe la estructura final del fondo y la composición de inversores alcanzada finalmente, tras sólo 9 meses después de su lanzamiento.



La estructura quedó en la siguiente forma:

- Un tramo de «primeras pérdidas» de diez millones de euros invertido por la Comisión Europea (AgriFi). Este tramo no recupera su inversión hasta que el inversor privado no tenga un 4 % de retorno anual en su bolsillo. De esta forma, se convierte en un tramo protector del retorno privado. Para que el inversor privado incurra en pérdidas en su inversión, se debería de perder inversiones por 14 millones de euros (los diez millones más el retorno de los mismos).
- Un tramo de deuda junior concesional de 20 millones de euros invertido por la AECID, que recupera a la vez que el inversor privado, con una rentabilidad del 2,75 % anual, dejando el exceso de retorno para el inversor privado.
- Una facilidad de Asistencia Técnica de ocho millones de euros por fuera del fondo para la transformación de las entidades invertidas y la ampliación del impacto a largo plazo.

Con esta estructura, se lograron atraer 90 millones de euros de inversión privada, en su gran mayoría institucional, que se levantaron en sólo nueve meses, siete de ellos durante la pandemia. El fondo fue distribuido en España por CaixaBank Banca Privada.

Para alinear los intereses de las instituciones públicas de desarrollo y del inversor privado, se estableció un sistema riguroso de medición del impacto logrado, de forma que las métricas de impacto auditadas determinan la comisión de éxito a recibir por GAWA Capital.

## El *Toolkit* de SpainNAB para la movilización de capital catalítico

Concluimos este artículo con el «*toolkit*» de SpainNAB, la asociación española para la inversión de impacto. Durante el año 2020, SpainNAB realizó un proceso de investigación de la literatura existente sobre financiación combinada, tanto aplicada a la inversión de impacto en desarrollo como a la inversión de impacto en países desarrollados.

Ante la ausencia de herramientas prácticas para implementar estructuras de financiación combinada, se decidió preparar un *toolkit*<sup>4</sup> bajo el liderazgo de GAWA Capital y contando con el apoyo financiero de Arcano, Robeco y GSI.

El *toolkit* está montado sobre tres pilares, que llamamos las tres «A»: Adicionalidad, Asimetría y Atracción:

1. Adicionalidad: se identifica el fallo de mercado y las razones que impiden el flujo de capital, diferenciando entre retos financieros y no financieros. Se identifican las dinámicas de los grupos de interés involucrados y se trata de diseñar una solución con sostenibilidad financiera. En esta fase se comienzan a identificar fuentes de capital catalítico y la posible estructura de financiación combinada.
2. Asimetría: en este punto, se establece la cuantía e instrumentos de capital catalítico necesarios en colaboración con los proveedores del mismo y el mix rentabilidad-riesgo que se ofrecerá al inversor privado.
3. Atracción: para la atracción de capital privado a gran escala, se establecen colaboraciones con bancos distribuidores de producto y grandes inversores institucionales.

Este *toolkit* detalla cada uno de los pasos a dar. Fue presentado a bancos e inversores institucionales de España y de Latinoamérica en el año 2021, despertando mucho interés. ■

4. El *toolkit* es descargable en [https://spainnab.org/pdf/Toolkit\\_Financiacion\\_Combinada.pdf](https://spainnab.org/pdf/Toolkit_Financiacion_Combinada.pdf)



**Andrea González González**  
Subdirectora de Spainsif

### 1. ¿Qué es la Taxonomía Verde de la Unión Europea?

La Taxonomía Verde de la Unión Europea (UE) es una clasificación que identifica actividades económicas que contribuyen a los objetivos ambientales de la Unión basándose en la evidencia científica. Dichos objetivos ambientales son la mitigación y adaptación del cambio climático, la sostenibilidad y protección del agua y recursos marinos, la transición a una economía circular, la prevención y control de contaminación y la protección y restauración de la biodiversidad y ecosistemas.

La clasificación se basa en unos Criterios Técnicos de Selección (TSC) que definen los requisitos y umbrales específicos para cada actividad. Las actividades, además de no dañar significativamente ninguno de los objetivos ambientales ('No hacer daño significativo' o *Do Not Significant Harm* -DNSH-), han de respetar unas mínimas salvaguardas sociales, que incluyen, entre otros, el respeto a los derechos humanos y normas laborales.

Por el momento, se está desarrollando en mayor detalle la clasificación de actividades para los objetivos de adaptación y mitigación del cambio climático, tratando de identificar qué actividades económicas son compatibles con emisiones netas cero para 2050, el objetivo del Acuerdo de París, la ley climática de la UE y el Acuerdo Verde de la UE.

Los criterios para formar parte de la Taxonomía se redactaron por un grupo de expertos designado por la Comisión Europea. Se analizaron las mayores fuentes de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) en la UE apoyándose en el sistema de clasificación NACE, utilizado por Eurostat para identificar diferentes sectores y actividades económicas que contribuyen bien a resolver los retos derivados del cambio climático, bien a generar emisiones. Tras hacer ese análisis, se propusieron distintas categorías de actividades para pasar a formar parte de la Taxonomía Verde respecto a los objetivos climáticos:

1. Actividades que **contribuyen significativamente** a la acción climática.
2. Actividades **habilitadoras** que permiten que otras actividades hagan una contribución sustancial a uno o más de los seis objetivos de la Taxonomía. Un buen ejemplo es la fabricación de turbinas eólicas o vehículos eléctricos, que emplean materiales con alto impacto ambiental, pero que son necesarias para alcanzar los objetivos climáticos.
3. Actividades de **transición** que contribuyen a la mitigación del cambio climático bajo los siguientes criterios: (i) no existen alternativas tecnológicas o económicamente viables con bajas emisiones de carbono, (ii) los niveles de emisión de GEI corresponden al mejor desempeño del sector o industria y (iii) no obstaculizan el desarrollo y despliegue de alternativas bajas en carbono.

#### 1.1. Interacción con otras herramientas y normativa europea de finanzas sostenibles

La Taxonomía es una parte central de la agenda de finanzas sostenibles de la UE por su utilidad como base para el desarrollo de otras acciones normativas y herramientas. Por ejemplo, el Estándar de Bonos Verdes de la UE se basa en la Taxonomía para determinar la elegibilidad del uso de los fondos del bono. Este producto financiero está llamado a canalizar aproximadamente una tercera parte de los fondos de Recuperación y Resiliencia de la UE<sup>1</sup>. El último borrador de informe para una etiqueta ecológica de la UE para productos financieros minoristas ya incluye umbrales definidos por la Taxonomía para una inversión mínima en actividades económicas ambientales sostenibles<sup>2</sup>. Los *Benchmark* o Índices de Referencia Climáticos de la UE establecen, dependiendo del nivel de ambición del índice, una proporción mínima

1. Comisión Europea, 2021. Plan de recuperación para Europa. [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_es](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es)
2. Joint Research Centre - European Commission, 2021. Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products. [https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2021-03/2021.03.05\\_%20-%20EUEL\\_%20financiancial\\_%20products\\_%20-%20Technical\\_%20Report\\_%204\\_%20FINAL.pdf](https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2021-03/2021.03.05_%20-%20EUEL_%20financiancial_%20products_%20-%20Technical_%20Report_%204_%20FINAL.pdf)

de inversión verde en comparación con el universo invertible, relativa a la Taxonomía<sup>3</sup>. Igualmente, a medida que la Taxonomía toma forma, puede aplicarse de nuevas formas relacionadas con la asignación de fondos públicos o diseño de programas europeos.

Por la parte de divulgación, se apoya en la publicación de información de sostenibilidad de las empresas (la antigua directiva de Divulgación de Información No Financiera, ahora *Corporate Sustainability Reporting Directive* - CSRD<sup>4</sup>-) y de las entidades y productos financieros (el Reglamento de divulgación de finanzas sostenibles, SFDR, o *Sustainable Finance Disclosure Regulation*<sup>5</sup>). Es por esta vía por donde comienza la **puesta en marcha** de la Taxonomía: con el requerimiento de que ciertas entidades divulguen información sobre la elegibilidad (la inclusión de la actividad en la Taxonomía) y el grado de alineación (el cumplimiento de los criterios técnicos de selección de las actividades incluidas) de sus actividades y fondos durante 2022 y 2023.

Por ejemplo, las plantillas para divulgación de información precontractuales y periódicas de los productos de inversión comercializados como ambientalmente sostenibles incluyen divulgaciones relacionadas con la Taxonomía.

Una vez conocida la información sobre elegibilidad y alineación, le toca el turno a la inclusión de una pregunta para conocer las preferencias de sostenibilidad del inversor final en la modificación del test de idoneidad que llevan a cabo los asesores financieros (Regulación MiFID II). En caso de manifestarse dichas preferencias, se podrán ofrecer prioritariamente, entre otros, productos financieros con una

alineación mínima con la Taxonomía<sup>6</sup>. De este modo, se espera que los participantes de los mercados financieros incorporen de forma creciente esta información a su toma de decisiones de préstamo e inversión. Por el momento, los primeros pasos de aplicación de la Taxonomía generarán un nuevo marco de reporte para aportar más transparencia al mercado y, posteriormente, una mayor canalización de capitales a productos de inversión con objetivos de sostenibilidad.

## 1.2. Ampliación a una Taxonomía Verde extendida en la Unión Europea

Se han planteado distintas alternativas para ampliar la cobertura de actividades de la Taxonomía Verde dentro de los objetivos ambientales, generando taxonomías extendidas. Entre ellas, clasificaciones de actividades que perjudiquen sustancialmente los objetivos de sostenibilidad (Taxonomía Marrón), actividades neutras (Taxonomía Gris) o actividades que distingan entre tonalidades de verde dentro de la taxonomía ambiental<sup>7</sup>. Establecer nuevas categorías podría contribuir a tener información más fidedigna sobre el comportamiento ambiental real de las carteras; sin embargo, dichas propuestas plantean retos de usabilidad, disponibilidad de datos y aplicabilidad que podrían generar más costes que beneficios.

En paralelo al debate sobre la extensión de la Taxonomía Verde a taxonomías complementarias, la Plataforma de Finanzas Sostenibles se encuentra trabajando la propuesta de desarrollo de una taxonomía que dé cobertura al pilar social de las finanzas sostenibles, más allá de las salvaguardas mínimas incluidas en la Taxonomía Verde.

3. Comisión Europea, 2021. *EU climate benchmarks and benchmarks' ESG disclosures*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures_en)

4. Comisión Europea, 2021. *Corporate sustainability reporting*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)

5. Comisión Europea, 2021. *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en)

6. Comisión Europea, 2020. *Sustainable finance – obligation on investment funds to advise clients on social & environmental aspects*. [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12067-Sustainable-finance-obligation-on-investment-funds-to-advise-clients-on-social-&-environmental-aspects\\_en](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12067-Sustainable-finance-obligation-on-investment-funds-to-advise-clients-on-social-&-environmental-aspects_en)

7. Comisión Europea, 2020. *Draft reports by the Platform on Sustainable Finance on a social taxonomy and on an extended taxonomy to support economic transition*. [https://ec.europa.eu/info/publications/210712-sustainable-finance-platform-draft-reports\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/210712-sustainable-finance-platform-draft-reports_en)

## 2. La Taxonomía Verde de la UE en el contexto internacional

La idea de una guía regulatoria sobre lo que constituye una inversión verde se ha convertido en una «taxomanía»<sup>8</sup>, con numerosas iniciativas de taxonomías en desarrollo en todo el mundo. La posibilidad de que las distintas clasificaciones atiendan a criterios dispares y se genere así una mayor fragmentación en los mercados financieros es alta. Un buen ejemplo son las diferencias de la Taxonomía europea, basada en servicios y actividades de alta contribución ambiental, respecto de la japonesa, basada en actividades de transición, o la canadiense, basada en recursos naturales. De cara a establecer equivalencias y posibles convergencias entre las distintas taxonomías aprobadas y en desarrollo, la Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles de la Unión Europea trabaja con distintas regiones a nivel mundial para generar documentos como la comparativa «EU - China Common Ground Taxonomy»<sup>9</sup>.

Por el momento, con China y la Unión Europea a la cabeza, son operativas en los mercados financieros las taxonomías de Japón, Malasia (exclusivamente climática y basada en principios, no actividades), Mongolia (inspirada en la china) y ASEAN (basada en principios, pero inspirada en objetivos ambientales y actividades, como la europea).

La cantidad de taxonomías en desarrollo triplica la de taxonomías en funcionamiento. Entre ellas, se encuentran las de Canadá, Bangladesh, Chile, Colombia, República Dominicana, India, Indonesia, Nueva Zelanda, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam y, tras el Brexit, Reino Unido. Si bien presentan muy distintos grados de obligatoriedad, representatividad legal y aproximación a los objetivos ambientales, aproximadamente dos tercios de estas iniciativas han declarado un desarrollo en línea de lo que se establezca en la Taxonomía europea.

## 3. Valoraciones y perspectivas de la Taxonomía Verde de la Unión Europea

La Taxonomía es una herramienta inacabada y presumiblemente compleja de utilizar en el futuro próximo. En caso de que sea exitosa, se espera que en el mercado financiero se incorpore la alineación taxonómica a la toma de decisiones de inversión de forma generalizada en el largo plazo. En el presente, en cambio, se enfrenta a retos de desarrollo y puesta en marcha más allá de su usabilidad; entre ellos, la inclusión del gas natural y la energía nuclear en el listado de actividades verdes, el tratamiento de los bonos y emisores soberanos y el uso de estimaciones respecto a la disponibilidad de información de sostenibilidad.

### 3.1. La inclusión del gas natural y la energía nuclear en la Taxonomía Verde

La Taxonomía se encuentra en fase de aprobación de las instituciones europeas para los últimos documentos relacionados con los objetivos climáticos y en fase de desarrollo técnico para el resto de objetivos ambientales. En el centro del debate se encuentra el tratamiento del sector agrícola y la inclusión de la energía nuclear y el gas natural entre las actividades elegibles para el objetivo de mitigación del cambio climático; cuestión para la que varios Estados miembros han manifestado discrepancias con la propuesta del Grupo Técnico de Expertos a cargo del desarrollo de la selección de actividades elegibles.

Para asegurar la viabilidad política de la herramienta, a comienzos de 2022 la Comisión ha planteado una primera propuesta de inclusión del gas natural y la energía nuclear como actividades de transición, bajo ciertas condiciones de eficiencia y en horizontes temporales determinados<sup>10</sup>. Este cambio podrá generar distorsiones en el diseño y la aplicación de la Taxonomía respecto del resto de acciones del Plan de finanzas sostenibles, como las siguientes<sup>11</sup>:

8. *Climate Bonds Initiative, 2021. Taxomania! An International Overview* <https://www.climatebonds.net/2021/09/taxomania-international-overview>

9. *International Platform on Sustainable Finance, 2021. EU - China Common Ground Taxonomy Activities Table.* [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/211104-ipsf-common-ground-taxonomy\\_table-call-for-feedback\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/211104-ipsf-common-ground-taxonomy_table-call-for-feedback_en.pdf)

10. Comisión Europea, 2022. *EU Taxonomy: Commission begins expert consultations on Complementary Delegated Act covering certain nuclear and gas activities.* [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_22\\_2](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_2)

11. Eurosif, 2021. *Eurosif statement on risks arising from inclusion of natural gas & nuclear energy in the EU Taxonomy.* <https://www.eurosif.org/news/eurosif-statement-on-risks-arising-from-inclusion-of-natural-gas-nuclear-energy-in-the-eu-taxonomy/>

- El cambio de naturaleza de la estrategia europea para financiar una economía sostenible, pasando de «verde» a «de transición».
- El efecto llamada para otros sectores no incluidos en búsqueda de un tratamiento menos basado en la ciencia bajo la Taxonomía, tanto en los objetivos climáticos como en los pendientes de desarrollo.
- Redefinición de los criterios de transparencia con los productos sostenibles, de cara a que reflejen la inversión en estos sectores.

El éxito de la Taxonomía para reorientar capitales hacia actividades sostenibles desde un punto de vista ambiental y dotar de un marco estable y creíble al ecosistema financiero sostenible, más allá de su viabilidad política, dependerá de cuán estrictos sean los criterios de inclusión y divulgación de estas fuentes energéticas en la clasificación de actividades verdes.

### 3.2. El tratamiento de los bonos y emisores soberanos

La inversión y emisión de bonos soberanos es parte de la ecuación de finanzas sostenibles en igual importancia que el sector privado; si bien presenta ciertas peculiaridades en lo que tiene que ver con la aplicación de la Taxonomía. Por un lado, por la consideración de la inversión en bonos soberanos en los datos de alineación con la Taxonomía a nivel de entidad y producto financiero. Por otro, por el tratamiento de los bonos verdes soberanos bajo el estándar de bono verde europeo.

Los grandes inversores institucionales, como aseguradoras o fondos de pensiones, dedican una gran proporción de sus reservas técnicas a bonos soberanos por criterios de prudencia. El diseño de la Taxonomía no se adapta a las características de inversión subyacente de los bonos soberanos, y el planteamiento de desarrollo de una adaptación de la herramienta a esta clase de activo ha recibido escasos apoyos<sup>12</sup>.

Por su lado, incluir estas inversiones en el numerador o denominador de la proporción de inversiones alineadas con la Taxonomía de forma automática puede distorsionar la comparabilidad de ese dato para el inversor final a la hora de comparar productos y gestoras de activos en base a criterios ambientales.

12. ESMA, 2021. *ESAS propose new rules for taxonomy related product disclosures*. <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-propose-new-rules-taxonomy-related-product-disclosures>

Y atribuir una categorización de «verdes» de forma automática por el hecho de ser soberanos se podría considerar como una falta de rigor respecto de la aplicación de las herramientas del Plan de Acción en Finanzas Sostenibles.

Con respecto a las exposiciones soberanas, las autoridades de supervisión europeas han propuesto «un enfoque dual», mediante el cual se requerirán dos cálculos de alineación con la Taxonomía a nivel de producto: uno en el que se excluyan del cálculo las exposiciones soberanas y otro en el que se tengan en cuenta.

En cuanto al tratamiento de los bonos verdes soberanos bajo el estándar de bono verde europeo<sup>13</sup>, el Consejo ha considerado eximir a los emisores soberanos de bonos verdes de la UE de tener que cumplir con el requisito de que todos los ingresos de los bonos se utilicen para financiar proyectos alineados con la Taxonomía y ha sugerido un llamado «bolsillo de flexibilidad» para los emisores soberanos, mediante el cual pueden asignar hasta el 20 % de los ingresos de los bonos verdes de la UE a proyectos que no están alineados con la Taxonomía. A juicio del Consejo, «Se debe permitir a los soberanos asignar los ingresos de EuGB para actividades innovadoras o investigación básica que contribuyan a los objetivos ambientales establecidos en el Reglamento de taxonomía o actividades que permitan la transformación de otras actividades en actividades ambientalmente sostenibles, pero no cubiertas por los criterios técnicos de selección» (EU GBS, 2021).

### 3.3. El uso de estimaciones y la disponibilidad de información

Las instituciones financieras dependen de las divulgaciones de sostenibilidad de las entidades subyacentes a sus inversiones para calcular su nivel de alineación con la Taxonomía. En consecuencia, les resultaría difícil producir divulgaciones basadas en datos reales, debido a que existe una disponibilidad limitada de este tipo de información. Por lo tanto, la incapacidad de utilizar estimaciones complicaría el cumplimiento de las divulgaciones relacionadas con la Taxonomía para las instituciones financieras.

13. Comisión Europea, 2020. *European green bond standard*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en)



La Comisión Europea ha restringido momentáneamente el uso de estimaciones de alineación de Taxonomía para divulgaciones a nivel de entidad para evitar confusiones entre los datos estimados y los datos reales, si bien ha dejado la puerta abierta a la posibilidad de utilizar estimaciones a partir de 2024 bajo ciertos requisitos de transparencia. Por el momento, existen algunas excepciones en que las empresas financieras pueden optar por estimar la proporción de elegibilidad de las actividades económicas, como es el caso de empresas subyacentes que no hayan revelado su elegibilidad taxonómica por no ser una divulgación obligatoria por sus características de actividad o de tamaño<sup>14</sup>.

#### 4. Valoraciones finales

Al margen de los retos anteriores, la Taxonomía se enfrenta a ciertas críticas con potencial para socavar su credibilidad en el largo plazo; entre ellas, la capacidad de desencadenar una burbuja de activos verdes o el poder de privar de capital a las industrias intensivas en carbono. Los inversores, en cambio, no parece que puedan cambiar sus carteras completas de la noche a la mañana.

La combinación necesaria de clases de activos con perfiles de riesgo-rendimiento diferentes para componer carteras de inversión hace complejo

generar productos diversificados y alineados en una alta proporción con la Taxonomía Verde en el presente. Las estimaciones de las autoridades europeas de supervisión muestran un nivel de alineación estimado muy bajo (2 %) para los índices de mercado globales y para la alineación de los fondos de inversión (menos del 3 % de las carteras de fondos de la UE con una alineación taxonómica del 5 % o más)<sup>15</sup>. Por lo tanto, en el futuro próximo se seguirá invirtiendo en gran medida en actividades no alineadas con la Taxonomía, pues el tamaño del universo parece demasiado pequeño para permitir que los capitales se reorienten de forma masiva hacia la clasificación verde europea.

En cambio, la información detallada sobre el diseño y potencial de la Taxonomía es tangible en cuanto a los riesgos de desviarse de la ciencia, establecer informes parciales e imponer normas de divulgación de información potencialmente engañosa para los inversores particulares. Mientras tanto, los formuladores de políticas y los inversores continúan operando en el entorno complejo de datos limitados e imperfectos de las empresas y proyectos en los que invierten. La agenda de finanzas sostenibles de la UE sigue siendo un esfuerzo complejo pero esencial para garantizar que el sector financiero desempeñe su papel en el logro de los objetivos de sostenibilidad, y el desarrollo de la Taxonomía continua en el centro de la credibilidad de la estrategia europea de financiación de una economía sostenible. ■

14. Comisión Europea, 2021. *FAQ Eligibility Art. 8 Taxonomy* [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-article-8-report-eligible-activities-assets-faq\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/sustainable-finance-taxonomy-article-8-report-eligible-activities-assets-faq_en.pdf)

15. ISS ESG Governance, 2020. *European Sustainable Finance Survey 2020*. <https://www.issgovernance.com/file/publications/european-sustainable-finance-survey-2020.pdf>



**Mario E. Sánchez Richter**

*Secretaría Confederal de Políticas Públicas y Protección Social de CCOO*

Los criterios sociales siempre han sido la parte menos desarrollada de la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Lo mismo sucedía hace años con los criterios medioambientales, que se encontraban claramente rezagados con respecto a los de buen gobierno. Quizás, este último apartado es el que tradicionalmente, de alguna que otra manera, siempre ha preocupado más a todo tipo de inversores, al regulador y a los organismos supervisores. Prueba de ello es que las recomendaciones de buen gobierno fueron las primeras que se fueron transformando en legislación, al ser, en numerosas ocasiones, incumplidas por las organizaciones a las que iban dirigidas. Tanto en los inicios de la ISR como en los de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE), el debate se encontraba principalmente allí (voluntariedad frente a obligatoriedad; autorregulación frente a regulación).

No obstante, este debate ha sido ya ampliamente superado. El camino se inició hace años cuando aquellas recomendaciones de buen gobierno pasaron a formar parte de la legislación (limitación de mandatos de los consejeros independientes; votación consultiva sobre la política retributiva del consejo...) o se endurecieron algunas recomendaciones (presencia de mujeres en el consejo). En materia de ISR o RSE, actualmente, se trata la sostenibilidad desde la perspectiva del impacto social y medioambiental y desde la responsabilidad de los consejos de administración o de los inversores institucionales a la hora de supervisarlos y controlarlos.

Los evidentes efectos del cambio climático y el amplio consenso científico en la materia fueron algunos de los elementos clave que se encuentran detrás del histórico Acuerdo de París de 2015 en la COP21. Este marco es el que propicia el desarrollo de políticas públicas que den forma a los objetivos pactados. Para realizar esta transición a una economía verde y también digital es necesario reorientar tanto la inversión pública como la privada, debido a los elevadísimos niveles de inversión requeridos anualmente para alcanzar esta meta. En este sentido, con respecto a la

inversión privada, se crea en 2018 el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, en el que se incluirá posteriormente la taxonomía medioambiental de la UE, que incorpora unas cláusulas sociales mínimas de salvaguarda, recogidas en el artículo 18 del Reglamento, que exigen una garantía de conformidad con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y con los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las Empresas y los Derechos Humanos, incluidos los principios y derechos establecidos en los ocho convenios fundamentales a los que se refiere la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo, relativa a los principios y derechos fundamentales en el trabajo y a la Carta Internacional de Derechos Humanos.

Destaca positivamente la inclusión de este mínimo social, si bien es insuficiente, y por ello se está desarrollando una taxonomía social, de la que ya se disponen los primeros borradores, que fueron sometidos a consulta entre julio y septiembre del año pasado. Uno de los objetivos fundamentales del desarrollo de ambas taxonomías es canalizar inversiones a actividades beneficiosas desde el punto de vista social y medioambiental, que hagan posible cumplir tanto con los objetivos del Acuerdo de París (y posteriores) como con la Agenda 2030 de desarrollo sostenible. Todo ello, además, evitando el denominado *green washing* o *social washing* (lavado de imagen verde o social).

Conviene destacar que el desarrollo de una taxonomía social no implica que los inversores institucionales vayan a asumir funciones que son competencia de los Estados. Es decir, los sistemas de bienestar se seguirán financiando de la forma tradicional; mediante gasto público y sistemas adecuados y estables de seguridad social. No obstante, sí existe un amplio margen de actuación en el ámbito de las empresas en las que los inversores institucionales invierten a través del establecimiento de sistemas que garanticen el respeto a los derechos humanos o la provisión de bienes y servicios básicos, especialmente para grupos vulnerables. Al igual que para la transformación a una

economía verde y digital todavía existe un importante déficit de financiación, lo mismo sucede con el cumplimiento de la Agenda 2030. Se estima que es necesario movilizar entre 3,3 y 4,5 billones de dólares al año para alcanzar los objetivos de la Agenda 2030 de Desarrollo Sostenible<sup>1</sup>. Se considera que a través de la inversión en pequeñas y medianas empresas o en microfinanzas es posible avanzar en algunos de estos objetivos, como son la lucha contra la pobreza, la igualdad de género, el trabajo decente o la reducción de las desigualdades.

Otra de las cuestiones sociales fundamentales que no puede ser olvidada, y está claramente relacionada con la transición verde y digital, es la denominada transición justa, mediante la cual se pretende reducir o mitigar al máximo posible los efectos negativos que la necesaria transición pudiera tener sobre los trabajadores y trabajadoras, así como también sobre las comunidades vulnerables. En este sentido, es positivo que en el borrador sobre la taxonomía social se recoja la definición de la Confederación Sindical Internacional (CSI) y que en el nuevo Pacto Verde Europeo también se integre el «mecanismo de transición justa» y el objetivo de que «ninguna persona o región se quede atrás». Todos estos elementos combinados son necesarios para tratar de alcanzar las metas previstas a medio (2025-2030) y largo plazo (2050).

Nos encontramos, sin duda, en un momento favorable para avanzar en el desarrollo de la inversión sostenible, ya que la inversión en diferentes estrategias de ISR se ha multiplicado en la última década; también en lo que respecta a los bonos sociales, que aumentaron de manera significativa tras el inicio de la pandemia. Dentro de estos últimos, destacaríamos los bonos de impacto social, que, al establecer unos indicadores de medición del cumplimiento de determinados objetivos sociales, están influyendo de una manera muy positiva en la búsqueda de criterios de medición social en el resto de inversiones sostenibles, contribuyendo de esta manera a evitar los anteriormente mencionados *green washing* y *social washing*. Toda la legislación del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, especialmente la referida a la divulgación de la información en materia de sostenibilidad o a las taxonomías (social y medioambiental), tiene como un objetivo fundamental la medición de los impactos y las contribuciones a la consecución de determinados objetivos, a la vez que se trata

de evitar posibles efectos adversos, al introducir el principio de no causar un perjuicio significativo (*not doing any significant harm*) o estableciendo el cumplimiento de un determinado mínimo social (en la taxonomía medioambiental) o medioambiental (en la taxonomía social).

Paralelamente a este tipo de inversiones de impacto, la implicación de los inversores en lo que respecta al respeto de los derechos humanos ha aumentado significativamente. Ésta se suele canalizar a través de redes como la iniciativa Principios de Inversión Responsable (PRI), que establecieron un marco de actuación para todos sus miembros en 2006, o el Comité sobre el Capital de los Trabajadores (CWC) de la CSI, que en 2017 elaboró las Directrices para la evaluación de los derechos humanos y los estándares laborales<sup>2</sup>, que ya avanzaban unos indicadores clave o *Key Performance Indicators* (KPIs), como se les suele denominar en inglés, agrupados en diez áreas fundamentales: estructura de las plantillas, diálogo social, participación de los trabajadores y trabajadoras, cadena de suministro, seguridad y salud, remuneraciones, mecanismos de remedio, formación y desarrollo profesional, diversidad y aportaciones a sistemas de pensiones complementarios. Esta guía trataba de dar respuesta a las preocupaciones de muchos inversores institucionales —entre ellos, muchos fondos de pensiones de los sistemas de empleo que cuentan con representantes sindicales en sus órganos de gobierno— con respecto a la falta de herramientas adecuadas que permitieran evaluar las relaciones laborales en el análisis ASG de las inversiones. La guía se basaba en normas, estándares y marcos de consenso internacional, como los Principios Rectores sobre las Empresas y los Derechos Humanos de las Naciones Unidas, las Directrices de la OCDE para las Empresas Multinacionales y los convenios fundamentales de la OIT. En cierta medida, el mínimo social exigible de la taxonomía medioambiental y el tronco fundamental en que se debería basar la taxonomía social.

Los inversores que hasta ahora han aplicado este tipo de políticas lo han hecho por diversos motivos; los más habituales han sido: tratar de alinear los intereses de los partícipes y beneficiarios a los de las inversiones —por ejemplo, en el caso de los fondos de pensiones de los sistemas de empleo, un criterio

1. <https://unsdg.un.org/resources/unlocking-sdg-financing-findings-early-adopters>.

2. <https://www.workerscapital.org/cwc-guidelines-for-the-evaluation-of-workers-human-rights-and-labour-standards?lang=en>

implementado ha sido el no causar perjuicio a los intereses de trabajadores y trabajadoras— y evitar o reducir riesgos reputacionales —que en muchas ocasiones acaban siendo financieros, ya que se pueden trasladar a multas, boicots, etc.—. En cualquier caso, independientemente del enfoque adoptado, el problema común a todos ellos ha sido la ausencia de datos y herramientas que permitieran analizar todas estas cuestiones de manera fiable, lo cual incrementaba el riesgo de *social washing*. Por ello, el desarrollo de la taxonomía o la directiva de divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad son pasos adecuados en la dirección correcta para tratar de superar la ausencia de información comparable y contrastable. Otra de las razones, acertada, que se aporta en el borrador de la taxonomía social es el importante papel que puede jugar ésta en la reducción de la desigualdad y los efectos positivos que esto podría tener para el crecimiento económico, la estabilidad política y social y la inversión.

El hecho de que se base en normativa de consenso internacional —aplicable en todos los países de la UE— permite, desde el punto de vista del regulador europeo, cumplir con dos objetivos: no interferir en las competencias nacionales (como la protección social o el diálogo social) y establecer un marco de consenso. La propuesta de taxonomía social también opta por seguir la estructura de la taxonomía medioambiental; es decir, a través de la definición de objetivos sociales, de contribuciones a la consecución de estos objetivos e introduciendo el principio de no causar un perjuicio significativo —es decir, la contribución realizada para alcanzar uno de los objetivos no ha de perjudicar a la consecución de los otros objetivos que pudieran existir—. Finalmente, se introduciría un mínimo medioambiental, al igual que en la taxonomía medioambiental se establece un mínimo social.

Una diferencia fundamental entre ambas taxonomías sería que la taxonomía social debería basarse también en la entidad, y no únicamente en la actividad, ya que el respeto de los derechos humanos o la planificación fiscal de una empresa son claves a la hora de valorar el impacto social de una entidad. Desde este punto de vista, además deberían observarse otras particularidades, como, por ejemplo, los derechos de los usuarios finales (protección de datos). Otra diferencia relevante es que la taxonomía medioambiental se basa en la ciencia y en marcos internacionales, como el Acuerdo de París; mientras que los criterios sociales se basan, principalmente, en normas y recomendaciones de consenso internacional, en las que han participado

diferentes partes interesadas y que por tanto son comúnmente aceptadas.

Una de las cuestiones que se suele mencionar habitualmente en los foros de sostenibilidad es que los criterios sociales son «difícilmente medibles». En nuestra opinión, esta afirmación no se ajusta a la realidad, ya que muchas de estas cuestiones sí que se pueden medir; otra cuestión, es que esta información hasta la fecha haya sido difícil de obtener por la falta de transparencia en la información reportada. En cualquier caso, ya se dispone de ejemplos de empresas que informan de la cobertura de la negociación colectiva y de los comités conjuntos de seguridad y salud, país por país, o de cuestiones de salud y seguridad (enfermedades profesionales, accidentes de trabajo, etc.). No obstante, sí que conviene destacar que en todos estos indicadores, por los análisis que hemos realizado de las empresas del IBEX 35, consideramos que es necesario avanzar en la homogeneización de los mismos, de forma que puedan ser contrastados y comparados fácilmente. De ahí la importancia de coordinar adecuadamente el desarrollo de todas las iniciativas legislativas de divulgación de la información de sostenibilidad (de empresas y de entidades financieras), de forma que se superen los obstáculos que se encuentran las personas a las que se dirige esta información. Una dificultad añadida se encuentra en los casos del consumo responsable o de las comunidades, donde no siempre hay normas de consenso internacional que simplifiquen el proceso.

La propuesta de taxonomía social amplía las normas y principios considerados en los criterios mínimos de la taxonomía medioambiental (por ejemplo, se añade el Pilar Europeo de Derechos Sociales o la Carta Social Europea), así como en otros estándares y recursos utilizados en el ámbito de la sostenibilidad (iniciativa GRI, PRI, etc.), reforzando significativamente la propuesta social con respecto al mínimo social considerado en la taxonomía medioambiental. La propuesta es, por tanto, bastante amplia y completa. Por otra parte, al tratar de cubrir, de manera detallada, un enfoque más amplio de criterios sociales, se dota a la estructura de la taxonomía social de una cierta complejidad, ya que se establecen dos dimensiones que pretenden cubrir todos los elementos que se desean medir: derechos humanos y partes interesadas formarían parte de la estructura horizontal y los productos y servicios esenciales para alcanzar unas condiciones de vida adecuadas entrarían dentro de la vertical. A estas dos dimensiones se incorporaría un tercer factor, que afectaría a ambas: la gobernanza

de las entidades, que cubriría aspectos como la lucha contra la corrupción, la fiscalidad responsable o las Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales.

Se observa, por tanto, una estructura de la taxonomía fundamentada en apartados y subapartados, diferenciando dentro de la dimensión vertical entre accesibilidad a productos y servicios (vivienda, alimentación, educación...) o a infraestructuras (transporte, electricidad, internet, inclusión financiera...) y en la dimensión horizontal se encontrarían las cuestiones más habituales del apartado social de la ISR; las que afectan a las partes interesadas: el trabajo decente, el consumo responsable o comunidades sostenibles. En lo que respecta al principio de no causar un perjuicio significativo, el respeto de los derechos humanos ocuparía un papel central. En relación con la gobernanza de la entidad, la transparencia, la fiscalidad responsable y el gobierno corporativo sostenible serían los subapartados más relevantes. En este último ámbito, merece la pena subrayar el importante papel que han jugado la OCDE y el G20, mediante la aportación del Marco Inclusivo sobre BEPS —una herramienta que puede ser efectiva para la lucha contra la planificación fiscal agresiva, que genera, según las estimaciones realizadas por estos organismos, entre un 4-10 % de pérdida de los ingresos mundiales derivados del impuesto de sociedades.

Al igual que en la taxonomía medioambiental, la facturación de las entidades, sus gastos de capital (CAPEX) y operativos parecen ser los elementos que se tendrán en cuenta para tratar de cuantificar la parte de las mismas que se verá afectada por la taxonomía social. Asimismo, se pretende que también formen parte de la taxonomía los conceptos de disponibilidad, accesibilidad, aceptabilidad y calidad (AAAQ, por sus siglas en inglés), utilizados en el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales. Para ello, se incluyen en la propuesta una serie de ejemplos que permiten entender cómo se podrían implementar estos objetivos (por ejemplo, en el caso de una vivienda que fuera accesible económicamente, el criterio de no causar un perjuicio significativo sería la posible exigencia de un determinado nivel de calidad a los materiales utilizados).

Como se puede observar, el modelo propuesto es bastante complejo y, aunque presenta cuestiones que son de interés, su implementación no está exenta de dificultades (como el propio informe recoge, la aceptación cultural, por poner tan solo un ejemplo, podría ser difícil de definir). Otro ejemplo de la

posible complejidad en la estructura lo encontramos en la segunda fuente del principio de no causar un perjuicio significativo para los objetivos sociales de la dimensión vertical. En este caso, serían los objetivos de la dimensión horizontal los que formarían parte de este principio; es decir, el respeto por los derechos humanos (por ejemplo, en el caso del ejemplo anterior, las condiciones de trabajo de la plantilla afectada por la construcción de viviendas asequibles deben respetar los derechos humanos y laborales). En este sentido, estimamos que es necesario establecer unos mínimos que afecten a todas las dimensiones, independientemente del tipo de análisis que se realice, de forma que queden los contenidos claramente definidos y se facilite su implementación (el respeto a los derechos humanos y laborales debería formar parte de ese mínimo).

La propuesta de taxonomía social identifica a tres partes interesadas clave: trabajadores/as, consumidores/as y las comunidades. A su vez, como es lógico, el trabajo decente sería independiente de la actividad económica realizada. En relación con las actividades, se introduce un elemento complejo y controvertido, la posibilidad de valorar determinadas actividades como socialmente deseables o no (por ejemplo, armamento, juego o tabaco). Desde el punto de vista de los fondos de pensiones de los sistemas de empleo, esta cuestión se suele resolver, en la mayoría de ocasiones, no penalizando a sectores de actividad, pero sí exigiendo determinados comportamientos éticos a las entidades involucradas (juego responsable, armamento no controvertido, etc.).

Con respecto al respeto a los derechos humanos, el borrador reconoce que el artículo 18 del Reglamento de la taxonomía medioambiental es insuficiente para cumplir con este objetivo. Por ello, valoramos muy positivamente que en el informe se recomiende la inclusión de cuestiones clave como son el diálogo social (incluida la libertad de asociación y la negociación colectiva), la no discriminación e igualdad, la eliminación del trabajo forzoso e infantil, las condiciones de trabajo decente (incluido el salario mínimo vital y horas de trabajo), la seguridad y salud, la formación y el aprendizaje a lo largo de toda la vida laboral, la generación de empleo para grupos específicos, la protección social y los impactos sobre los trabajadores y trabajadoras en la cadena de valor de la empresa. También es especialmente relevante que se indique la necesidad de incorporar las aportaciones de los agentes sociales cuando estas sean significativas para el desarrollo de estos subapartados.

Por último, se incide en la cuestión de tratar de ajustar estos indicadores al tamaño de las diferentes empresas. Con respecto a esta cuestión, hemos de tener en cuenta que las pequeñas y medianas empresas, al tener un menor nivel de actividad, también tienen un menor nivel de información del que reportar. En cualquier caso, bajo el prisma de CCOO, es imprescindible establecer la garantía de un mínimo de información que permita contrastar el respeto a los derechos humanos y laborales en todas las empresas, independientemente de su tamaño.

Como conclusión, estimamos que la taxonomía social propuesta atiende todas las cuestiones fundamentales que debería considerar. No obstante, la estructura es bastante compleja y la dimensión vertical puede presentar dificultades significativas en su implementación, a la vez que introduce un elemento controvertido con respecto a las actividades que puedan ser consideradas deseables o no deseables. En nuestra opinión, en caso de que se avanzara por esta vía, se deberían

establecer mecanismos y procesos parecidos a los de transición justa en el Pacto Verde (mecanismos de financiación adecuados que den respuesta al objetivo de que ninguna persona ni ninguna región se quede atrás). Por otra parte, la dimensión horizontal —el respeto a los derechos humanos y la gobernanza de las entidades son criterios que responden a un mayor consenso internacional y cuentan con el respaldo de normativas globales. Muchas de las cuestiones que en ellas se recogen, además se pueden medir y cuantificar. No obstante, la información disponible hasta la fecha ha sido escasa y no homogénea. Por ello, conviene que exista una adecuada coordinación en todas las iniciativas legislativas de divulgación de información en sostenibilidad, ya sea de entidades financieras como de empresas, para lograr el objetivo final de vincular la inversión con los objetivos de sostenibilidad, y de esta manera cumplir con el Acuerdo de París y la Agenda 2030 y evitar el *green washing* y el *social washing*. ■



**Gorka Goikoetxea Rico**  
**Eduardo Uribe Cabello**  
*Fundación Anesvad*

**E**l Tercer Sector (en el que se incluye el sector fundacional) debe jugar un papel destacado respecto a liderar cambios innovadores frente a los desafíos sociales y ambientales más importantes de nuestro tiempo. Debe plantear asumir riesgos. Si bien cada entidad tiene su propia tolerancia al riesgo, debe ser capaz de encontrar su espacio en un compromiso mayor en el destino de su capital hacia su misión social.

Cada vez hay más análisis de diferentes autorías que, aunque todavía en ciernes, valoran que el sector, tras la crisis de la globalización, la financiera y la sanitaria, debe iniciar un giro hacia una nueva época, que obligará a una reinención para poder hacer frente a los retos del futuro. El escenario de una estructura económica y social diferente, en un contexto internacional totalmente alejado del de finales del siglo pasado o inicios del presente, obligará a replantear la forma de contribuir a la misión social de estas entidades, alejándose de las formas más tradicionales que utilizaron en su inicio.

### **La gestión de las finanzas en el Tercer Sector según el marco normativo**

En España, el potencial de inversión del sector fundacional está regido por la Ley de Fundaciones, que rige cuál es el uso principal de los fondos obtenidos por éstas, tanto los generados de manera recurrente anualmente como los que están en su patrimonio. Los primeros deben ser utilizados en un 70 % anualmente en el presupuesto de la entidad para aplicación directa en su misión social. Los segundos, los fondos patrimoniales, tienen un mayor control en lo que está determinado como dotación fundacional, aunque también las reservas de libre de disposición han de seguir la normativa. Principalmente, se debe seguir la recomendación que recientemente, el 20 de febrero de 2019, actualizó la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en su código de conducta relativo a las inversiones de las entidades sin ánimo de lucro. En ella se recomienda la profesionalización de la gestión de estos fondos patrimoniales con políticas de inversión, comités de inversión y asesoramiento externo profesional para los patrimonios de cierto tamaño, a partir de los diez millones de euros.

Aun siendo muy positivo que se inste a profesionalizar y mejorar la gestión de estos fondos, el Tercer Sector está demandando desde hace tiempo una mayor concreción en ciertos aspectos, y sobre todo la posibilidad de poder aportar a la misión de las entidades mediante la inversión sostenible y de impacto. Tanto desde SpainNAB como desde la propia Asociación Española de Fundaciones (AEF) se ha reflexionado en los últimos dos años en cómo avanzar en esta vía, incluyendo un análisis de legislaciones de otros países que puedan servir de espejo para la nuestra.

### **Finanzas sostenibles como vía para gestión de los patrimonios de entidades sociales**

Es de sobra conocido el trabajo que las entidades del Tercer Sector realizan enfocadas al cambio social y buscando su contribución a los Objetivos de Desarrollo Sostenible<sup>1</sup>. En coherencia, podrían incorporar en su estrategia la gestión de su patrimonio y sus finanzas alineada con los valores que representan. La inversión socialmente responsable (ISR), la inversión de impacto y los servicios de banca ética o con valores son una oportunidad para maximizar, con otros instrumentos, la propia misión social que persiguen las entidades sin ánimo de lucro en España. ¿Por qué no trabajar para que la economía y las finanzas estén al servicio de las personas y de un mundo mejor? ¿Por qué no pensar en invertir el patrimonio de acuerdo con nuestros valores? ¿Por qué no colocarlo allá donde sintamos que puede ayudar a transformar la realidad y, en la medida de lo posible, contribuyendo a alcanzar la misión de la entidad?

La ISR y, más recientemente, la de impacto surgen como modelos de gestión patrimonial e inversión financiera acordes con lo que se va consolidando como un cambio sistémico en la gestión de la economía, incorporando a sus métricas y objetivos de gestión los impactos sociales y medioambientales, además de la rentabilidad financiera. Los antecedentes del movimiento de la Responsabilidad Social Corporativa y de los enfoques de emprendimiento e innovación social abrieron

1. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

el camino a este cambio de mirada en la gestión empresarial, de la economía y de las finanzas. De esta manera, la gestión financiera y la gestión patrimonial se suman al marco general de la sostenibilidad, de la [Agenda 2030](#)<sup>2</sup> y del necesario cambio en el sistema financiero ante los grandes retos que nuestra sociedad afronta: cambio climático, desarrollo, justicia social, desigualdad. En definitiva, se trata de poner el capital al servicio de la transformación social y del planeta.

Si bien el crecimiento y los resultados de la ISR y de la de impacto han sido muy significativos en los últimos años, aún tienen un amplio margen de desarrollo en nuestro país, ya que aún representan un porcentaje modesto del mercado financiero general. En los últimos años, se ha constituido un ecosistema de organizaciones creciente y cada vez más potente, que empieza a incorporar a grandes actores institucionales del mundo financiero, en el que también están encontrando su hueco los actores del Tercer Sector. Véase como en [SpainSIF](#)<sup>3</sup> es uno de los grupos de socios el de las organizaciones sin ánimo de lucro y como en [SpainNAB](#)<sup>4</sup> una de las cinco recomendaciones trabajadas estos años iba dirigida al mundo social.

Es habitual la idea de que esta gestión patrimonial y financiera es ajena y lejana al mundo de las organizaciones sociales y del Tercer Sector. Pero lo cierto es que muchas de ellas, especialmente las fundaciones, gestionan un patrimonio relevante.

En 2019, el 59.19 % de los ingresos de las fundaciones activas efectivas españolas procede del bloque de donaciones y subvenciones, mientras que el 34.65 % procede de ventas de bienes y prestaciones de servicios. La tercera fuente de recursos deriva de la obtención de rendimientos y productos del patrimonio fundacional, representando en 2019 el 6.16 % de los ingresos. Este dato, recogido en el cuarto informe [«El sector fundacional en España: atributos fundamentales \(2008-2019\)»](#)<sup>5</sup>, se complementa con otros aspectos: la dotación fundacional registró un descenso de 2009 hasta 2012, produciéndose un incremento gradual hasta llegar a los 8.605 millones de euros en 2019. Este comportamiento correlaciona con la evolución global de la economía española. El valor promedio de la dotación fundacional ha aumentado en 1365 millones entre el inicio y el final de la serie.

2. <https://www.mdsocialesa2030.gob.es/agenda2030/index.htm>

3. <https://www.spainsif.es/acerca-de-spainsif/miembros-asociados/>

4. <https://spainnab.org/publicaciones>

5. [https://fundadeps.org/wp-content/uploads/2021/01/AEF\\_Atributos\\_del\\_Sector.pdf](https://fundadeps.org/wp-content/uploads/2021/01/AEF_Atributos_del_Sector.pdf)

La misma tendencia se manifiesta en el resto de partidas, y cabe destacar que los activos han mejorado 3901 millones de euros y los gastos totales se han incrementado en 899 millones de euros.

Según el [«Primer estudio de fundaciones filantrópicas Personales y Familiares en España»](#)<sup>6</sup> (FFPF), realizado en 2019 por la AEF, la Universidad de Comillas y Diagram Consultores, entre las entidades analizadas, los rendimientos de patrimonio representan más del 53 % de los ingresos totales, mientras que en el conjunto de todas las fundaciones estos ingresos solo representa el 9,24 % (media de los años 2008-2019). El mismo estudio concluía también en su análisis que algo más de un tercio de las FFPF (37 %) no disponen de ingresos financieros, por lo que, aunque han sido fundadas por familias y particulares que cedieron parte de su patrimonio, no pueden considerarse netamente patrimoniales, en el sentido de ser financieramente autosuficientes. En el otro extremo, nueve de las diez primeras FFPF con mayores ingresos financieros son fundaciones patrimoniales en sentido estricto: más del 90 % de sus ingresos provienen de los rendimientos de su patrimonio. Tres de ellas acumulan el 52 % de la suma de ingresos financieros del conjunto, y las diez siguientes, otro 42 %.

Gestionados con criterios financieros, estos patrimonios (*endowment* en los entornos anglosajones) están generando ingresos recurrentes en dichas entidades. Algunas fundaciones realizan toda su misión en función de dichos ingresos, otras lo utilizan como un complemento al apoyo social y económico que reciben. En todo caso, la profesionalización de esta gestión debe permitir obtener mejores rendimientos y por tanto acceder a más fondos que puedan generar un mayor impacto a medio plazo.

Y parece coherente, además, promover una gestión de sus activos con una mirada socialmente responsable, buscando un impacto positivo social y medioambiental. En definitiva, y como hacen otros inversores institucionales desde hace años, se gestionan dichos patrimonios con el doble prisma financiero y extra financiero. Y adicionalmente, generan una fuente de diversificación de los ingresos regulares. El reto de introducir estas vías complementarias de financiación en el ámbito de las entidades no lucrativas no es menor al tratarse de un sector que tradicionalmente se financia a través de subvenciones públicas y contribuciones de donantes

6. [https://www.fundaciones.org/EPORTAL\\_DOCS/GENERAL/AEF/DOC-cw5c59b82d15e7e/FundacionesFilantropicasAEF.pdf](https://www.fundaciones.org/EPORTAL_DOCS/GENERAL/AEF/DOC-cw5c59b82d15e7e/FundacionesFilantropicasAEF.pdf)

particulares, mayoritariamente. La ISR y la inversión de impacto pueden constituir una forma de complementar y diversificar, a la vez que se consigue un impacto adicional al desarrollo del Sur Global y de otras iniciativas de emprendimiento social.

Esta reflexión puede contribuir al debate actual sobre el papel de las organizaciones del Tercer Sector y establecer las bases para un cambio de paradigma en la gestión económica y financiera de las entidades no lucrativas.

### Finanzas sostenibles como otra vía de alcanzar la misión

Podemos introducir un nuevo elemento en el debate. Se trata de lograr acercar esta gestión del patrimonio a la misión de las entidades. Parece alejado, aunque, si lo pensamos bien, introducir criterios ISR en dicha gestión ya es un paso hacia una gestión más social. No digamos si las inversiones seleccionadas tienen, por ejemplo, un impacto declarado o simplemente una tesis de inversión con resultados relacionados con los ODS. En Fundación Anesvad llevamos años dando seguimiento a qué ODS impactamos con nuestra cartera patrimonial. Esto nos permite saber cuánto de nuestra cartera está cerca de los mismos ODS de nuestra actividad regular. Es un ejercicio aparentemente sencillo, pero que requiere de seguimiento y gestión. Sin embargo, el resultado obtenido es notable. Y es que la gestión patrimonial, el uso que hacemos del dinero, no es neutral, implica responsabilidad y tiene consecuencias e impacto.

No se trata, en ningún caso, de sustituir la necesaria financiación basada en la donación solidaria de la ciudadanía y de las empresas, ni de la también necesaria contribución de la financiación pública a un sector cuyo desempeño es crítico para el bien común y el interés general. Se trata de buscar la coherencia en valores, propósito y misión en la gestión financiera y patrimonial.

Supone, además, una oportunidad de mejora en la gobernanza y en la gestión, y un refuerzo en mensajes hacia la sociedad general, en la que existe todavía una necesidad de introducir la pedagogía financiera para impulsar su conocimiento y mejorar la conciliación entre el mundo financiero, económico, social y medioambiental.

Los fondos de muchas entidades que a día de hoy están depositados en activos financieros tradicionales podrían activarse e invertirse para construir otra

economía que sirva a las personas y al planeta. Algunas organizaciones ya están dando pasos para ello, apostando por una gestión responsable del patrimonio y por garantizar mayor impacto y rentabilidad a través de la ISR y la inversión de impacto. Es el caso de [Fundación Anesvad](#)<sup>7</sup> o de la Fundación Daniel y Nina Carasso<sup>8</sup> en España, que ya ha conseguido que el 100 % de sus inversiones se realicen bajo estos criterios. Y también el de otras fundaciones que están tratando de aprender y hacer al mismo tiempo, en proyectos como el [Fondo de Fundaciones](#)<sup>9</sup>, coliderado por Open Value Foundation<sup>10</sup>, una de las fundaciones líderes en España en la materia, y Fundación Anesvad.

La filantropía, la donación y la solidaridad han sido señas de identidad de un sector que ha venido trabajando en el ámbito social, de inclusión y de cooperación internacional por un mundo más equitativo, justo y sostenible, tanto en nuestro país como en los países más empobrecidos. Ahora tenemos la oportunidad de incorporar también la gestión financiera y patrimonial en el alineamiento con estos objetivos.

Es el momento de incorporar en la gobernanza de las organizaciones del Tercer Sector las prácticas de inversión socialmente responsable y de inversión de impacto. Es tiempo de acción y de coherencia, en una década de transformación y retos marcados por la Agenda 2030.

Cada día somos más las personas empeñadas en hacer de este mundo un lugar mejor para quienes vengan detrás. El planeta, el cambio climático, el plástico, la moda sostenible, el comercio local, los derechos de la mujer, la libertad sexual, la identidad de género, la diversidad de razas, el derecho a la salud... Ahora es el turno de las inversiones financieras.

Sabemos que el dinero mueve el mundo. Ahora se trata de que juntos pudiéramos ayudar a moverlo en la dirección correcta. En Fundación Anesvad lo llamamos Weconomy, y nos encantaría sumar más actores, más agentes y más sociedad a este cambio de paradigma. ■

7. <https://impactosocialasg.com/>

8. <https://www.fondationcarasso.org/es/la-fundacion/memoria-impacto-2020/>

9. <https://www.openvaluefoundation.org/es/convocatoria-fondo-de-fundaciones-de-impacto>

10. <https://www.openvaluefoundation.org/es/>

**Pedro M. Sasía**

*Presidente de Febea y Vicepresidente de Banca Ética*

**Tommaso Rondinella**

*Responsable del Departamento de Modelo de Impacto y Evaluación Socioambiental de Banca Ética*

### Las finanzas éticas en Europa en los últimos años

La historia reciente de las finanzas éticas en Europa fija su origen, hace 20 años, con la creación en marzo de 2001 en Bruselas de la Federación Europea de Banca Ética y Alternativa ([febea.org](http://febea.org)). Esta Federación, fundada por seis organizaciones que venían ya varios años desarrollando un modelo financiero nítidamente diferente en aspectos tan importantes como los criterios para aprobar créditos, la estructura salarial o el modelo de gobernanza, supuso la consolidación definitiva de un espacio que se había venido desarrollando en las últimas décadas por todo el mundo<sup>2</sup>. Un movimiento que mostraba la posibilidad real de ofrecer una respuesta práctica perfectamente viable al comportamiento de los bancos tradicionales (progresivamente convertidos en grandes corporaciones transnacionales) en temas socialmente tan sensibles como el impacto medioambiental de la actividad financiera o su papel en los conflictos bélicos y el comercio internacional de armas.

Esta consolidación del espacio de las finanzas éticas queda nítidamente reflejada en los sucesivos *informes sobre Las Finanzas Éticas y Sostenibles en Europa*, que han ido elaborando las Fundaciones Finanzas Éticas española e italiana (pertenecientes ambas a uno de los socios fundadores de Febea: Banca Popolare Etica —[fiarebancaetica.coop](http://fiarebancaetica.coop)—).

El último informe, presentado en diciembre de 2021<sup>3</sup>, nos habla de un espacio formado por entidades que se distinguen con mucha claridad de las pertenecientes

al entramado financiero convencional, no solo por los criterios sociales y ambientales que adoptan, los valores que aplican en la gestión y su gobierno participativo, sino también por su particular estructura patrimonial. Los resultados, apoyados claramente en estas características, no dejan lugar a dudas: proporcionalmente, conceden más créditos y ofrecen más cuentas corrientes y depósitos, desarrollan su actividad más cerca de las personas con ahorros pequeños y están menos implicadas en las actividades de los mercados financieros, manteniendo su actividad de crédito tozudamente vinculada a la economía real. Además, generan proporcionalmente mayores rendimientos, resultados menos volátiles en el tiempo y resisten mejor las crisis, como ha quedado demostrado durante la pandemia<sup>4</sup>.

### Las finanzas éticas: un modelo de finanzas sostenibles éticamente fundamentado

En distintas colaboraciones de este dossier se analizan en profundidad las características del proceso europeo de construcción de unas finanzas sostenibles, con la elaboración de una taxonomía que cuenta ya con algunas propuestas concretas sobre sus contenidos. Surgen en estas propuestas algunas cuestiones ciertamente preocupantes sobre el valor final de un esfuerzo que corre el riesgo de estar, en el mejor de los casos, excesivamente centrado en cuestiones medioambientales y muy especialmente en el cambio climático (olvidando no solo los retos sociales y de gobernanza que plantea la exigencia de sostenibilidad a la actividad financiera, sino incluso los impactos sociales de los propios desequilibrios

1. En España, Banca Ética se llama [Fiare Banca Ética](http://fiarebancaetica.coop).
2. Para conocer con más detalle el nacimiento y desarrollo de Febea, es interesante consultar el dossier que la Federación ha publicado con motivo precisamente de su 20 aniversario. Puede encontrarse en castellano en: <https://valorsocial.info/dossier/20-anos-febea/>
3. <https://finanzaseticas.net/wp-content/uploads/2021/12/informe-comprimido-para-web.pdf>

4. Para profundizar en las prácticas desarrolladas por los miembros de Febea durante la pandemia, se puede consultar el interesante dossier *Las finanzas éticas: solidaridad y red frente a la pandemia* (<https://valorsocial.info/dossier/las-finanzas-eticas-solidaridad-y-red-frente-a-la-pandemia/>).



medioambientales) y que puede caer fácilmente en el *greenwashing*.

En claro contraste con la aproximación a las finanzas sostenibles que promueve la Unión Europea, los proyectos de finanzas éticas presentan una aproximación basada en un concepto de sostenibilidad forjado ya hace muchos años, que se asienta sobre una serie de pilares, entre los que podemos destacar, en primer lugar, la necesidad de vincular sostenibilidad y justicia, pensado no solo en los riesgos para las generaciones futuras, sino en los que actualmente sufren millones de personas en muchos lugares del mundo. En segundo lugar, e íntimamente ligado al anterior, las amenazas para la sostenibilidad justa que vienen no solo de los efectos del cambio climático, sino de muchos otros impactos sociales (de origen medioambiental muchos de ellos, pero con otros orígenes —económico, político, cultural...). Finalmente, la necesidad de reconocer que tras las amenazas a la sostenibilidad existen agentes de diverso tipo y que no solo es necesario el esfuerzo de los gobiernos, sino un auténtico cambio cultural global que alinee dichos agentes en la lucha por la sostenibilidad (incluyendo, no lo olvidemos, a la ciudadanía organizada, muy especialmente en nuestra condición de consumidores).

A partir de este concepto, las finanzas éticas plantean principios, valores y formas de actuación arraigadas en su cultura que se distancian claramente de las que se pretende reconocer en la agenda hacia las finanzas sostenibles promovida por la UE. Entre ellas, podemos destacar<sup>5</sup> la gobernanza transparente y participativa, una aproximación holística que implica al conjunto de la entidad y no solo a productos concretos, la actividad financiera directamente relacionada de forma exclusiva con la economía real y modelos de evaluación de las solicitudes de financiación basados en criterios ESG estrictos y verificables.

A estos habría que añadir el estilo y objetivos de las acciones de Incidencia Política (*advocacy*)<sup>6</sup>

5. Para un análisis más profundidad de las diferencias entre finanzas éticas y las finanzas sostenibles tal y como vienen planteadas desde la agenda de la UE, se puede consultar: <https://www.fiarebancaetica.coop/sites/fiarebancaetica.com/files/documenti//finanzas-eticas-vs-finanzas-sostenibles.pdf>

6. Respecto a las actividades de Incidencia Política de las organizaciones miembro de Febea, se puede consultar el informe de actividad 2021 en: <https://febea.org/annual-report-2020/>

y el Accionariado Activo<sup>7</sup>, que en el caso de las finanzas éticas muestran un estilo y recorrido histórico coherente con la aproximación a la intermediación financiera delineada en los elementos anteriores.

## La importancia del impacto en las finanzas éticas

Si prestamos atención a las diferencias planteadas y al concepto de sostenibilidad propia de las finanzas éticas sobre el que se sustentan, podemos observar que una forma consistente de entender de dónde surgen estas diferencias y por qué la podemos encontrar en el concepto de **impacto** o, dicho de forma más rigurosa, en la medida en que la perspectiva ética se incorpora en todo el proceso de identificación, valoración, evaluación y gestión de los impactos generados por la entidad en su quehacer diario.

La incorporación de la perspectiva ética al estudio del impacto nos recuerda que la evaluación del impacto implica, ante todo, una **decisión**. Una decisión que obliga a la organización a definir, en primer lugar, los impactos a los que va a prestar atención, para pasar posteriormente a fijar su posición respecto a cuestiones clave en el proceso, como los criterios que utilizará para evaluarlos, quiénes van a participar de este proceso (y de qué modo) y, finalmente, qué acciones va a emprender para gestionar los impactos y monitorizar los procesos de mejora.

No debemos olvidar que, dado que la organización solo puede gestionar aquello a lo que presta atención, es importante atender a las razones que justifican su interés por atender a determinados aspectos de su actividad y no a otros. Esta decisión es un reflejo de la cultura de la organización y muestra asimismo las motivaciones que hay detrás de un análisis de impactos.

En este sentido, resulta sin duda clarificador detallar la aproximación desarrollada por Banca Ética como metodología de análisis de impacto. Se trata de un ejemplo que muestra con mucha claridad las consecuencias que tiene incorporar una perspectiva ética que se encuentra arraigada en la cultura de la organización desde su fundación y que establece

7. Es interesante consultar el informe 2021 de Activismo Accionarial de la Red Shareholders for Change en la web de la Fundación Finanzas Éticas: <https://finanzaseticas.net/que-hacemos/activismo-2/>



una clara separación con las finanzas sostenibles tal y como se intentan promover desde la UE. Veamos en qué consiste.

### El impacto en Fiare Banca Etica<sup>8</sup>

Según Fiare Banca Etica, el crédito de impacto es el crédito que genera un cambio positivo para el medio-ambiente, las personas y las comunidades. El análisis del impacto completa el análisis económico-financiero y facilita elementos de conocimiento sobre el valor social de la actividad que financiar, la coherencia con los valores de referencia del banco y su credibilidad y además constituye la ocasión para comunicar y transmitir los valores de las finanzas éticas y de la economía social al entorno en el que el banco opera.

Para Fiare Banca Etica la transparencia acerca del uso del dinero de las personas ahorradoras es esencial: por eso se compromete a «rendir cuentas» de todas sus acciones en términos de impacto. En su [«Informe de impacto»](#) Fiare Banca Etica analiza el impacto generado por la totalidad de su activo: créditos a empresas y organizaciones, créditos a personas y bonos y obligaciones de su tesorería.

### El impacto de los préstamos a organizaciones y empresas

Fiare Banca Etica es el primer banco en el sur de Europa que se ha dotado de la evaluación socioambiental incorporada en el seno de la evaluación de las solicitudes de financiación.

El proceso de Evaluación Socioambiental (ESA) es una de las herramientas principales que caracterizan a esta forma de hacer banca respecto al sistema financiero tradicional. Se trata de un análisis destinado a recopilar y evaluar la información de tipo social y medioambiental relacionada con organizaciones y entes que solicitan una financiación. Cuando

una empresa o una organización solicita un crédito, Banca Etica realiza dos evaluaciones:

- la normal evaluación financiera basada en los datos económicos, centrada en averiguar la solvencia del cliente y su capacidad material de devolver el crédito;
- una evaluación socioambiental.

En el proceso de evaluación de la solvencia de la organización solicitante, Fiare Banca Etica da la misma importancia al análisis económico-financiero y a la evaluación socioambiental.

La evaluación socioambiental, realizada actualmente para todas las organizaciones y empresas que solicitan un crédito, tiene principalmente cinco finalidades:

- evaluar el perfil de responsabilidad socioambiental del cliente y su nivel de conocimiento y afinidad a los valores que fomenta Fiare Banca Etica;
- evitar los riesgos reputacionales que resultan de los clientes que adoptan comportamientos contrarios a los valores de las finanzas éticas y de la economía social;
- fomentar y reforzar la cultura de la responsabilidad socioambiental en las organizaciones que se relacionan con el banco;
- medir el impacto de las financiaciones;
- involucrar y valorizar la base social.

Fiare Banca Etica actúa así según los principios de salvaguardia del interés social y del interés económico garantizando, de un lado, el derecho de las personas ahorradoras para tutelar el ahorro y, del otro, el derecho de las personas socias a la repercusión positiva en el territorio de la financiación concedida.

Los datos recopilados a través de la ESA luego se procesan en forma agregada y permiten comunicar de forma transparente a los grupos de interés, a través del Informe de Impacto, cómo se utilizan los ahorros recaudados por el banco y qué cambio generan.

8. En España Banca Etica, se llama Fiare Banca Etica y aquí siempre nos referiremos a los datos en el conjunto de Italia y España.

## El Cuestionario Socioambiental para organizaciones y empresas

La evaluación se desarrolla a partir de un Cuestionario Socioambiental estructurado en dos secciones que debe rellenar quien solicita la financiación.

La sección más articulada es relativa al perfil de **responsabilidad social de la empresa**. Esta se desarrolla en siete áreas de valor (Gobernanza, Trabajo, Cadena Cliente-Proveedor, Calidad del producto, Ambiente, Red y comunidad, CSR y legalidad) y lleva a definir casi 100 indicadores.

La segunda sección está dedicada a la **medición del impacto** y considera tanto el impacto positivo generado por la organización en el año anterior como el impacto que se prevé generar utilizando

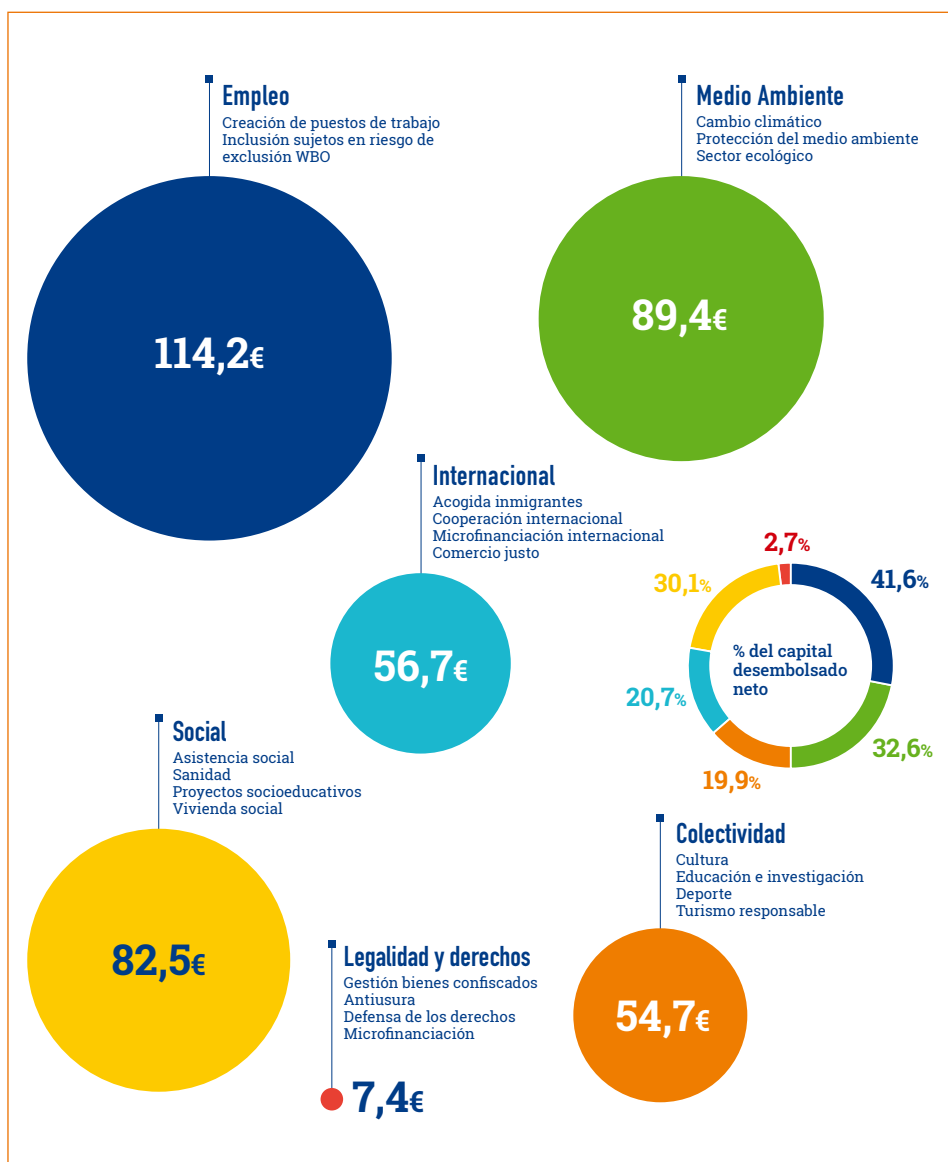
la financiación otorgada por el banco. Es posible elegir entre 24 áreas de impacto, y para cada una de ellas valorar indicadores específicos de impacto cuantitativo.

Del análisis de los datos recogidos emerge cómo prácticamente la totalidad de los préstamos a organizaciones y empresas se puede considerar de impacto. De hecho, toda la clientela financiada ha superado la criba de la Evaluación Socioambiental y posee un perfil de responsabilidad social de empresa. Además, incluso los pocos (menos de 2 % de créditos) que no realizan actividades que se pueden atribuir inmediatamente a sectores de impacto, como restauración, microempresa o artesanía, atañen a menudo a áreas geográficas o categorías normalmente excluidas del crédito (regiones más pobres, áreas con un alto índice de paro, empresas lideradas por mujeres, de extranjeros u orientadas al desarrollo local).

Áreas de Impacto		
Actividad de Culto	Finanzas Éticas y Microfinanzas	Medioambiente - Residuos y Economía circular
Agricultura Social	Formación e Investigación	Primera acogida migrantes
Comercio Justo y Solidario	Inserción Sociolaboral	Productos ecológicos y de proximidad
Cooperación Internacional	Integración Social	Proyectos Socioeducativos
Cultura	Medioambiente - Agua	Salud
Defensa de Derechos	Medioambiente - Eficiencia Energética	Turismo Responsable
Deporte	Medioambiente - Energías Renovables	Vivienda Social
Empresas Recuperadas (Workers Buy Out)	Medioambiente - Protección y Conservación	<b>Otro Impacto</b>

Informe de Impacto 2021, Banca Ética

## Nuevas financiaciones por Macroáreas de impacto (datos en millones de euro), 2020



Informe de Impacto 2021, Banca Etica

### Las Personas Evaluadoras Sociales

Un elemento muy característico del proceso de Evaluación Socioambiental de Fiare Banca Etica es el papel jugado por la base asociativa. La mayoría de las evaluaciones (con exclusión de las microempresas) es realizada por las Personas Evaluadoras Sociales. Estas son personas socias activas que apoyan voluntariamente al banco en la ESA. Las personas evaluadoras son formadas por el banco y están acreditadas en un registro específico.

Con ocasión de cada evaluación, realizan una visita a la organización para reunirse con un representante

cualificado de ésta y verificar y profundizar la información facilitada por la misma en el cuestionario referido anteriormente. Además, buscan y recopilan información y opiniones sobre la organización a través de la red de personas socias y otras fuentes de información para dar una opinión final justificada. El uso de datos cuantitativos no es suficiente para captar la complejidad de los casos analizados, a menudo no del todo objetivables, y la contribución cualitativa del evaluador social es entonces fundamental. De esta manera, la red de socios participa en el control sobre el perfil de responsabilidad de las organizaciones financiadas.

## Los préstamos a las personas

Por lo que respecta a las financiaciones a las «personas físicas» (hasta el año 2021 solo lo ofrecía el banco en Italia), Fiare Banca Etica no cuenta con un procedimiento de Evaluación Socio Ambiental como el de las organizaciones y empresas. La clasificación de los créditos de impacto se basa en dos criterios aplicados simultáneamente: el tipo de producto; el perfil de la clientela.

- **El tipo de producto.** Consideramos de impacto las hipotecas que se han diseñado específicamente para generar un cambio positivo, como la compra de la primera vivienda, las reestructuraciones ecológicamente eficientes, los préstamos para financiar gastos médicos o de estudios («préstamos de bien común») y las relaciones reguladas en el ámbito de convenios de asociación contra la usura o para conceder microcrédito. Estos representan en conjunto el 86 % de las hipotecas a personas físicas.

- **El perfil de la clientela.** Asimismo, consideramos de impacto los préstamos a algunas categorías que consideramos que corren el riesgo de exclusión financiera: mujeres, jóvenes desempleados, migrantes de países del sur del mundo y personas con un bajo nivel de educación. Estas categorías representan el 60 % de la clientela del banco.

Se queda fuera una parte de préstamos personales que no forma parte de ninguna de las dos categorías de impacto. Estos son los préstamos concedidos a nuestra clientela, a menudo personas socias del banco, destinados a gastos de consumo sin ningún perfil de impacto social o ambiental especial. Éstos representan el 10 % de los nuevos préstamos a las personas autorizados en 2020. Se puede así decir que más del 90 % de los préstamos a personas son préstamos con impacto positivo.

Préstamos de impacto a las personas

		Producto de impacto		
		Sí	No	Total
Perfiles de impacto	Si	55,9 %	3,8 %	59,7 %
	No	30,6 %	9,8 %	40,3 %
	Total	86,4 %	13,6 %	100,0 %

Informe de Impacto 2021, Banca Etica

## El Impact Appetite Framework (IAF)

La creación de un modelo de finanzas de impacto no se puede limitar a informar anualmente de los efectos previstos de sus acciones y estrategias. Por ello, Banca Etica se ha dotado de una herramienta de monitoreo continuo de sus actividades por lo que respecta al impacto socioambiental a disposición del Consejo de Administración. Se trata del *Impact Appetite Framework* (IAF).

El IAF pretende garantizar que los objetivos principales en lo concerniente al impacto social y ambiental que el banco se marca se logren y, sobre todo, que, en caso de que no se logren, no conlleven un riesgo reputacional para el banco.

El IAF se une al *Risk Appetite Framework* (RAF), el parámetro exigido por la normativa bancaria para establecer y monitorear la propensión al riesgo. El IAF también se presenta trimestralmente y en el RAF se ha inspirado el sistema conceptual de monitoreo basado en los umbrales de: *Appetite*, *Early Warning* y *Tolerance*. Éstos se definen como sigue:

- *Appetite*: el objetivo que fija el Consejo de Administración y que supone lo que el banco pretende lograr en cada indicador socioambiental.
- *Early Warning*: umbral que indica un posible empeoramiento de los resultados de algún indicador y que exige una acción correctiva.

- *Tolerance*: el nivel mínimo del dato por debajo del cual existe un serio peligro de no lograr los objetivos fijados y por tanto un impacto inaceptable y el consiguiente riesgo reputacional.

A diferencia del RAF, el IAF no está sujeto a ninguna norma dictada por la supervisión bancaria europea o nacional, y es una herramienta interna definida dentro del gobierno corporativo de Banca Etica.

La definición de los umbrales de *appetite* la determinan las expectativas sobre los distintos temas y consideraciones de carácter político que determinan el perímetro de impacto deseado del banco.

Con el IAF **Banca Etica cierra el «círculo de las decisiones»** con respecto al impacto social y medioambiental: el Consejo de Administración fija unos objetivos, los procesos de gestión internos recogen de forma sistemática la información necesaria para monitorizar la evolución, los datos son elaborados trimestralmente para ser presentados al Consejo, que puede así tomar decisiones informadas sobre la necesidad de corregir el rumbo del banco adoptando medidas específicas y poder garantizar el cumplimiento de los objetivos propuestos. ■



Julián Romero Zarco

Observatorio Español de la Financiación Sostenible (OFISO)



significado de las Finanzas Sostenibles, factor recurrente en todos los artículos e inseparable en la consecución de tales Objetivos.

Espero que al lector interesado en el dossier la revista le ayude a profundizar todavía más en otros aspectos de las Finanzas Sostenibles que complementan a lo ya leído. El concepto está inmerso en una continua revisión, más cercano que nunca a la ciencia y al desarrollo tecnológico, por lo que informaciones u opiniones relativamente recientes pueden quedar en cierto modo obsoletas, pero ayudarán a la comprensión del último estado.

En todo caso, no se trata de una obra compacta, con un principio, un desarrollo y un final. Así que he planteado esta reseña para ayudar al lector a dirigirse a los capítulos cuya temática más le interese. En estos días de sobreinformación que tanto nos aflige, bien valen las indicaciones que nos ofrezcan tiempo.

El número comienza con un artículo de los profesores Ángel Berges y Emilio Ontiveros, donde muestran el tablero de juego en el que se han venido desarrollando las Finanzas Sostenibles y utilizan los bonos verdes como producto icónico de la canalización de capital a proyectos o actividades con un propósito sostenible; en el caso particular de los bonos verdes, el propósito será medioambiental. Con fundamento en el *Green New Deal*, repasan la apuesta política que desde las instituciones europeas se ofrece a los actores económicos para alinear los negocios con una nueva economía. Este empuje institucional ha venido precedido por iniciativas autorreguladoras por parte de ciertos agentes, «...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.» A través del estudio en el comportamiento tanto del mercado de «acciones verdes» como del de bonos verdes, observan la existencia de una prima de riesgo negativa, *greenium*, para estos activos, en comparación con los tradicionales, prima que se ha visto acentuada durante los periodos más volátiles

El monográfico que la *Revista Diecisiete*, en su número 5, dedica a las Finanzas Sostenibles viene a ratificar la importancia de las Finanzas en el proyecto transformacional que proponen los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

La revista, que nació como vehículo de investigación multidisciplinar, busca la consecución de esos objetivos girando su mirada en este especial a las Finanzas Sostenibles, e incluye trabajos, notas y recensiones que mezclan enfoques teóricos con casos prácticos, estudios sectoriales privados con actitudes del sector público, recorre mayormente experiencias de nuestro país y las complementa con otras del entorno latinoamericano. El hilo conductor son los ODS, aunque a menudo presente, a veces desaparece fugazmente, pero queda bien anclado en el propio

1. <https://plataforma2030.org/es/revista-diecisiete-5>

provocados por la pandemia de la COVID-19. Es, precisamente, la contracción que la enfermedad ha provocado en la economía global, y en la europea en particular, la excusa para un potentísimo programa de inversiones en la zona dotado con 750.000 millones de euros, el conocido como *Next Generation EU*, y de los cuales una tercera parte se asignará a proyectos relacionados con el *Green New Deal*. Con la oportunidad única que surge de este programa para nuestro país y los factores positivos que existen en la actualidad para su desarrollo, se forman las condiciones, a juicio de los autores, para un importante impulso en varios sectores destacados de nuestra economía, nota optimista con la que concluye el primer artículo.

A continuación, podemos sacar conclusiones de una interesante investigación sobre el papel de las agencias de *rating* de sostenibilidad y de cómo están incorporando a su análisis corporativo la sostenibilidad, la evaluación de riesgos ASG y la contribución real a los ODS. El trabajo lo firman, Elena Escrig Olmedo, María Ángeles Fernández Izquierdo, Idoya Ferrero Ferrero, María Jesús Muñoz Torres y Juana María Rivera Lirio, del Grupo de Investigación Sostenibilidad de las Organizaciones y Gestión de la Responsabilidad Social de la Universitat Jaume I de Castellón. Las agencias de *rating* de sostenibilidad están jugando un papel de gran relevancia en el crecimiento de las Finanzas Sostenibles, así pues, es muy relevante analizar una comparativa entre ellas y sus metodologías de análisis. Los retos que supone encontrar indicadores de impacto confiables para evaluar la contribución real de las empresas a los ODS y la escasez de datos para analizar la sostenibilidad de las cadenas de valor en que esas empresas están inmersas son dos conclusiones comunes al sector que muestran algunas de las debilidades de estos análisis e indican la dirección a la que deben dirigirse sus esfuerzos en el futuro.

Seguidamente, nos encontramos con dos trabajos con un enfoque cultural latinoamericano y un denominador común: la inclusión financiera, meta 10 del ODS número 8: «Crecimiento Económico Sostenido, Inclusivo y Sostenible, Empleo Pleno y Productivo y Trabajo Decente para Todos».

En el primero de ellos, Adrián Blanco Estévez, Teresa Sánchez Chaparro y Julia Urquijo Reguera nos muestran una experiencia real, la observada en el campo de las microfinanzas por el Banco Solidario en Ecuador. Además de exponer cómo esa actividad tiene efectos directos sobre, al menos, seis metas, correspondientes a cuatro ODS, concluye que las barreras regulatorias

aparecen como el factor más influyente que impide un mayor impacto en los grupos más desfavorecidos. En el segundo estudio, María del Carmen Dircio Palacios Macedo, en claro contraste con el primero, pone el ejemplo en cómo la colaboración público-privada y la implantación de nuevas estrategias de políticas públicas y cambios regulatorios están dando señales positivas en el avance de la inclusión financiera en México. En ambos casos, se aboga por el apoyo a nuevas investigaciones que permitan obtener datos con un mayor grado de confianza que sirvan para medir los necesarios avances en este campo.

Pablo Esteban-Sánchez, Raquel Arguedas Sanz y Cristina Ruza Paz-Curbera, del Grupo de Investigación UNED-FINRES, nos cuentan en su artículo los retos y oportunidades a los que se enfrenta el sector bancario europeo en el ámbito de las Finanzas Sostenibles. Es un compendio actualizado y muy sistematizado, que desborda al sector bancario en muchos casos, para alcanzar a la problemática y estado actual de las Finanzas Sostenibles en Europa en su doble enfoque de inversión y financiación. Cuenta con un interesante anexo descriptivo de las principales iniciativas desarrolladas en este campo en los últimos años.

Que el objetivo de adaptación al cambio climático, de entre los seis escogidos por la Unión Europea en su estrategia de sostenibilidad, va a ir tomando un papel destacado con el paso del tiempo, es algo que ya nadie pone en cuestión. El paso del tiempo y la dilación en la toma de medidas para paliar el cambio climático van a significar, ineludiblemente, una creciente financiación para proyectos que actualicen las infraestructuras actuales a un nuevo escenario climático. Desde 2010, lleva operando el Fondo de Adaptación establecido en la COP7. Alicia Tortosa García nos cuenta su funcionamiento y la importancia de las comunidades locales en su gestión, a través de su implicación en la gobernanza. Con un valioso estudio de caso basado en una experiencia en Costa Rica, aporta uno de los mayores enfoques de oportunidad y anticipación a este número de la revista.

«Modelos financieros para el desarrollo sostenible en la administración pública» es el título elegido por los profesores Mario La Torre y Jenny D. Salazar Zapata, junto a Lorenzo Semplici. Una aproximación basada en la consecución de los ODS y en las arquitecturas financieras que sustentan los proyectos financiados por las Administraciones Públicas como ejes prioritarios en la toma de decisiones, con una especial mirada a la estructura financiera del «pago por resultados».

Un estudio de caso sobre el *matchfunding*, modalidad específica del *crowdfunding*, es la propuesta de Mario González-Azcárate, José Luis Cruz-Maceín y Adrián García-Rodríguez. La economía colaborativa se abre paso en medio de la escasez de recursos económicos, los cambios de valores sociales y el desarrollo de las comunicaciones digitales. Las oportunidades que brindan al desarrollo de proyectos locales y la colaboración de las instituciones públicas en su financiación se hacen patentes tras la lectura de este artículo.

La revista continúa con una serie de notas de temáticas muy específicas. Las tres primeras se centran en los mercados financieros y, basados en las cifras agregadas de los mercados, elaboran los argumentos que las explican. En particular, desde OFISO, el Observatorio Español de la Financiación Sostenible, explican los motivos de la posición privilegiada de España en los mercados internacionales de capitales. De la misma manera, Andrea González González y Verónica Sanz Izquierdo sintetizan en su nota el estado de la inversión responsable en España y además utilizan una amplia y profunda entrevista realizada entre los agentes claves en el sector para inferir las principales previsiones y tendencias de este sector en el futuro. Para acabar con este subgrupo de notas, José Luis Ruiz de Muniain nos introduce en el sector de la inversión de impacto en España, aportando las claves que deben configurar el crecimiento de este sector a niveles acordes con nuestro peso específico y las medidas que desde SpainNAB se están implementando para conseguirlo.

«La transparencia es una herramienta fundamental para promover la disciplina de mercado en el sector financiero...». Si desea saber cómo se materializa este valor fundamental de las Finanzas Sostenibles, les recomiendo que lean la nota que Pilar Gutiérrez le dedica al tema. Sin duda, uno de los pilares en los que se apoya todo el entramado del cambio transformacional de la economía.

Esta vez en formato nota, pero una aproximación a los retos financieros con los que se enfrentan las «comunidades energéticas», nos lo ofrecen Jesús Salgado Criado, Yilsy Núñez Guerrero, Mercedes Grijalvo Martín y Ángel Huerza González.

En la última nota, el profesor José María Gimeno Feliu nos propone aprovechar la oportunidad de los fondos *Next Generation* para implementar «... una nueva cultura de contratación pública...» y, me convence que, además de sus muchas virtudes, «... son una ventana de oportunidad para un nuevo liderazgo institucional público a través de una adecuada articulación de la política de contratación pública sostenible...».

La revista acaba con dos reseñas. En la primera, Carolina Yasmín López García enumera las principales iniciativas de Finanzas Sostenibles llevadas a cabo en Latinoamérica. En la segunda, se puede encontrar una reseña de Javier Camacho al libro *Los límites de la sostenibilidad*, de Juan Benavides Delgado y Joaquín Fernández Mateo (Ediciones Universidad de Navarra, Pamplona, 2020). ■

## Sección Bibliográfica:

- [Economistas sin Fronteras - Estado del sector español de la ISR. Año 2021.](#)
- [FundsPeople - Preguntas y respuestas sobre el reglamento SFDR.](#)
- [Revista diecisiete - La ISR en España: claves, tendencias y previsiones.](#)
- [Revista diecisiete - Investigación Interdisciplinar para los Objetivos de Desarrollo Sostenible.](#)
- [Spainsif - La Gobernanza en las Finanzas Sostenibles.](#)
- [Spainsif - La dimensión Social de la inversión sostenible.](#)
- [Spainsif - Especial: Plan de Acción Finanzas Sostenibles.](#)
- [Spainsif - Plan de Inversión Sostenible Europeo.](#)

## Sitios web:

- [Spainsif](#)
- [Eurosif](#)
- [GSI-Alliance](#)
- [UNED -FINRES](#)
- [Anesvad- Impacto Social](#)
- [SpainNab](#)
- [Shareholders for Change network](#)
- [Laboratorio de fondos ISR - Economistas sin Fronteras](#)
- [Plataforma de fondos - Spainsif](#)

# DOSSIERES EsF

- Dossier n.º 1: «Nuevos tiempos para la cooperación internacional para el desarrollo», abril 2011.
- Dossier n.º 2: «¿Cambiar el mundo desde el consumo?», julio 2011.
- Dossier n.º 3: «Sombras en las microfinanzas», octubre 2011.
- Dossier n.º 4: «La RSE ante la crisis», enero 2012.
- Dossier n.º 5: «La cooperación al desarrollo en tiempos de crisis. Nuevos actores, nuevos objetivos», abril 2012.
- Dossier n.º 6: «Crisis, indignación ciudadana y movimientos sociales», julio 2012.
- Dossier n.º 7: «¿Otra política económica es posible?», octubre 2012.
- Dossier n.º 8: «Banca ética ¿es posible?», enero 2013.
- Dossier n.º 9: «Desigualdad y ruptura de la cohesión social», abril 2013.
- Dossier n.º 10: «Seguridad alimentaria: Derecho y necesidad», julio 2013.
- Dossier n.º 11: «La agenda de desarrollo post-2015: ¿Más de lo mismo o el principio de la transición?», octubre 2013.
- Dossier n.º 12: «Economía en colaboración», enero 2014.
- Dossier n.º 13: «Otra economía está en marcha», primavera 2014.
- Dossier n.º 14: «RSC: Para superar la retórica», verano 2014.
- Dossier n.º 15: «La enseñanza de la economía», otoño 2014.
- Dossier n.º 16: «El procomún y los bienes comunes», invierno 2015.
- Dossier n.º 17: «Financiación del desarrollo y Agenda Post-2015», primavera 2015.
- Dossier n.º 18: «II Jornadas Otra Economía está en marcha», verano 2015.
- Dossier n.º 19: «Las exclusiones sociales», otoño 2015.
- Dossier n.º 20: «Fiscalidad: eficiencia y equidad», invierno 2016.
- Dossier n.º 21: «Recordando a José Luis Sampedro», primavera 2016.
- Dossier n.º 22: «Otra economía está en marcha III», verano 2016.
- Dossier n.º 23: «El buen vivir como paradigma societal alternativo», otoño 2016.





# DOSSIERES EsF

- Dossier n.º 24: «La energía. Retos y problemas», invierno 2017.
- Dossier n.º 25: «El enfoque de género en la economía social y solidaria: aportes de la economía feminista», primavera 2017.
- Dossier n.º 26: «Repensando nuestro modelo de sociedad y de economía», verano 2017.
- Dossier n.º 27: «La inversión de impacto», otoño 2017
- Dossier n.º 28: «El gobierno de la globalización», invierno 2018.
- Dossier n.º 29: «Economía feminista: visibilizar lo invisible», primavera 2018.
- Dossier n.º 30: «Miradas críticas y transversales», verano 2018.
- Dossier n.º 31: «Prácticas y herramientas para impulsar la economía social y solidaria. Una reflexión compartida, otoño 2018.
- Dossier n.º 32: «Reivindicando la democracia en la empresa», invierno 2019.
- Dossier n.º 33: «El futuro de la alimentación en el mundo», primavera 2019.
- Dossier n.º 34: «Agenda 2030: gatopardismo o transformaciones», verano 2019
- Dossier n.º 35: «Responsabilidad social corporativa en la industria alimentaria», otoño 2019
- Dossier n.º 36: «Demografía: cambios en el modelo reproductivo», invierno 2020
- Dossier n.º 37: «La economía circular: una opción inteligente», primavera 2020
- Dossier n.º 38: «La economía fundamental: contribuyendo al bienestar de la ciudadanía», verano 2020
- Dossier n.º 39: «La oligopolización de la economía», otoño 2020
- Dossier n.º 40: «Hacia la reorientación del modelo productivo de la economía española», invierno 2021
- Dossier n.º 41: «Otras formas de medir (y entender) el «desarrollo», primavera 2021
- Dossier n.º 42: «Sociedad digital, reconstruyendo expectativas», verano 2021
- Dossier n.º 43: «Europa, pandemia y crisis económica», otoño 2021
- Dossier n.º 44: «La COVID-19: Efectos sociales y económicos y políticas de respuesta», invierno 2022





Con la colaboración de:



**Economistas sin Fronteras**

c/ Gaztambide, 50  
(entrada por el local de SETEM)  
28015 • Madrid  
Tel.: 91 549 72 79  
ecosfron@ecosfron.org

C/ Ronda s/n Bolunta  
48005 Bilbao  
Tel.: 94 415 34 39  
ecosfron.euskadi@ecosfron.org