

EL MERCADO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS "VERDES", ¿PARADOJA O REALIDAD?

The market for green financial instruments: paradox or reality?

ELIA CERRATO GARCÍA

Doctoranda en la Universidad Carlos III de Madrid y en la Universidad de Bolonia

Revista de Derecho del Sistema Financiero 4

Julio – Diciembre 2022

Págs. 297–344

RESUMEN: La necesidad de reestructurar la actividad económica y los modelos de negocio en consonancia con los objetivos del Pacto Verde Europeo es más apremiante que nunca dada la urgencia en mitigar el cambio climático. El artículo analiza las iniciativas legislativas sostenibles desarrolladas en la UE, el rol de la titulización verde en este empeño y la necesidad de implementar, más allá del deber de divulgar los riesgos sostenibles vinculados al negocio y producto financiero verde que ofrezca el emisor, mecanismos de ejecución y supervisión y para evitar potenciales conflictos entre emisores e inversores en un futuro próximo y, sobre todo, para potenciar la credibilidad en las finanzas medioambientalmente sostenibles.

PALABRAS CLAVE: Finanzas verdes – Titulización verde – Divulgación obligatoria – Responsabilidad por folleto – Ejecución – Deberes fiduciarios.

ABSTRACT: The need to restructure economic activity and business models in line with the objectives of the European Green Deal is more pressing than ever given the urgency to mitigate climate change. The article analyzes the sustainable legislative initiatives developed in the EU, the role of green securitization in this endeavor and the need to implement enforcement mechanisms beyond the duty to disclose environmental-related risks linked to the issuer's business and the green financial instrument offered to the public in order, first, to avoid potential conflicts between issuers and investors in the near future and, second, to enhance the credibility in green finance.

KEYWORDS: Green finance – Green securitization – Mandatory disclosure – Prospectus liability – Enforceability – Fiduciary duties.

Fecha de recepción: 16-11-2021

Fecha de aceptación: 7-6-2022

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. MARCO NORMATIVO DE LAS FINANZAS VERDES EN LA UE: LA OBLIGACIÓN DE DIVULGAR INFORMACIÓN SOSTENIBLE. 1. *Limitaciones en la divulgación de información de acuerdo con la normativa del mercado de valores de la UE y los estándares de sostenibilidad europeos*. 2. *Divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad y conexión con los deberes fiduciarios*. 3. *Publicación de información en finanzas estructuradas "verdes" (titulización "verde")*. III. LA TITULIZACIÓN "VERDE". DEBER DE PUBLICAR INFORMACIÓN Y PROBLEMAS DE COORDINACIÓN. 1. *¿Debería el emisor tener en cuenta la "taxonomía verde" del activo en el momento de diseñar los instrumentos financieros negociables?* 2. *¿Quién debería publicar la "naturaleza verde" del activo (emisores, patrocinadoras, originadoras)?* IV. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR INFORMACIÓN SOSTENIBLE FALSA U OMISIONES RELEVANTES EN FOLLETOS INFORMATIVOS EN LA JURISPRUDENCIA. 1. *Deberes fiduciarios y responsabilidad empresarial*. 2. *Información medioambiental engañosa y el estándar de materialidad*. V. CONCLUSIÓN. ¿CÓMO PASAMOS DE LA PARADOJA A LA REALIDAD? VI. BIBLIOGRAFÍA.

DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.02.10.2022>

I. INTRODUCCIÓN

La sostenibilidad es un aspecto esencial en la recuperación económica de la UE tras la pandemia provocada por la COVID-19. El sector financiero será clave a la hora de contribuir a esta recuperación desarrollando medidas que, además, cumplan con los objetivos del Pacto Verde Europeo, a través del fortalecimiento de la inversión y financiación de proyectos sostenibles, hasta ahora centrada en mayor medida en la mitigación del cambio climático y en el desarrollo de mecanismos de adaptación para proteger el medioambiente. La regulación de las finanzas verdes en la Unión Europea (UE) se enmarca dentro del plan de acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea que fue publicada en 2018¹.

El plan de acción de la Comisión Europea se sustenta sobre tres pilares: (i) el desarrollo de una "taxonomía" que clasifica las actividades económicas que contribuyen sustancialmente a cumplir objetivos medioambientales, y que dio lugar al Reglamento 2020/8522; (ii) la creación de los índices de referencia de transición climática de la UE y de los índices de referencia alineados con el Acuerdo de París³; y (iii) y el desarrollo del test de "doble materialidad", que persigue imponer la divulgación obligatoria para instituciones financieras y no financieras de información relevante a los inversores sobre el impacto de sus actividades económicas en el medio ambiente y viceversa⁴, así como los riesgos no financieros

1. CNMV, Plan de Acción de la Comisión Europea, disponible en: <https://www.cnmc.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Plan-accion-CE.aspx> (consultado el 7 de septiembre de 2022).

(riesgos adversos contra el medio ambiente) vinculados a los productos que ofrezca o venda la compañía⁵. Este régimen de divulgación de información sostenible está integrado en la Directiva 2019/2088 sobre la información financiera sostenible², que complementa el Reglamento 2020/852, y la Propuesta de Directiva sobre divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad ("CSRD", por sus siglas en inglés)³. Más recientemente, la renovación de la Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible⁴ y la propuesta de Regulación sobre bonos verdes europeos (BVEu)⁵ completan las principales actividades que se están desarrollando en este momento.

Los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088 persiguen fomentar la transparencia y la protección al inversor, en línea con el desarrollo legislativo europeo en materia de regulación del mercado de capitales. Las iniciativas legislativas sostenibles también persiguen fomentar el desarrollo económico "sostenible" dentro de la Unión, de acuerdo con el Artículo 3 del Tratado de la Unión Europea (TUE). Esto significa que el crecimiento del mercado interior se medirá no únicamente en términos de crecimiento económico del mercado, sino también en tanto se desarrollen e implementen políticas de protección medioambientales y sociales.

Los objetivos del Reglamento 2020/852 son ambiciosos porque, además de promover objetivos generales para el buen funcionamiento económico de los mercados de capitales, pretenden persuadir a los operadores del mercado e inversores para que estos conciban la necesidad de orientar sus inversiones privadas hacia proyectos que sean respetuosos con el medio ambiente y favorezcan el progreso social, en definitiva, que sean proyectos que promuevan una economía más sostenible. Para conseguir esto, Así, el Reglamento 2020/852 pretende "canalizar el flujo de capital privado" hacia la adquisición de productos financieros que favorezcan la adaptación y mitigación del cambio climático y, de ese modo, alinear las "finanzas" con los objetivos medioambientales integrados en la Agenda 2030 y el Acuerdo de París⁶. Los bonos verdes son el ejemplo principal de "promesa financiera

2. Reglamento 2019/2088, de 27 de noviembre de 2019 (en adelante, Reglamento 2019/2088).

3. Propuesta de Directiva 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, 21 de abril de 2021 (en adelante, CSRD).

4. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, "Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible", (6 de julio de 2021).

5. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos, 6 de julio de 2021 (en adelante, BVEu). Ver también LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M., ZAMARRIEGO MUÑOZ, A., *La Sostenibilidad y el Nuevo Marco Institucional y Regulatorio de las Finanzas Sostenibles*, cit.

6. BUSCH, D., FERRARINI, G., VAN DEN HURK, A., "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives", en BUSCH,

sostenible” que el mercado ha puesto a disposición de los inversores interesados en los productos financieros “verdes”.

En un artículo anterior⁷ identificamos las diferencias entre las promesas financieras convencionales y las promesas financieras “verdes” teniendo en cuenta los mecanismos legales de protección existentes e inexistentes para unas y otras, que clasificamos usando las categorías “salida” (*exit*), “voz” (“*voice*”) y medidas coercitivas (“*coercion*”), en función de si su objetivo era reorientar el flujo de los inversores hacia productos sostenibles, reivindicar la necesidad de adaptación de la actividad económica de una empresa, o asumir las consecuencias legales, por ejemplo, por incumplimiento de las obligaciones pre-contractuales de divulgar los riesgos ASG asociados al producto en el folleto informativo.

En ese artículo identificamos a la obligación pre-contractual de divulgación como la principal herramienta incorporada a las iniciativas legislativas sostenibles dentro de la Unión para mitigar para potenciar las finanzas verdes y garantizar la protección del inversor –tanto en instrumentos de deuda corporativa y estructurada (por ejemplo, los bonos corporativos), instrumentos de acciones y participaciones, y otros vinculados a las finanzas públicas (ej., bonos verdes emitidos por los Estados)–. Esta obligación no es una novedad, puesto que la transparencia pre-contractual fue previamente incorporada en los Reglamentos 2017/1129⁸, el Reglamento 2017/2402⁹, que regulan las transacciones sobre instrumentos de deuda corporativa y estructurada convencional. Así, identificamos los obstáculos que existen a la hora de ejecutar la obligación de transparencia

FERRARINI, GRÜNEWALD: *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2021, p. 23-61.

7. RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance. Can ‘exit’, ‘voice’ and ‘coercion’ be enlisted to aid sustainability goals?”, *European Banking Institute Working Paper Series* 2021- no. 90.
8. El considerando (7) del Reglamento 2017/1129 establece que el objetivo del Reglamento es “garantizar la protección de los inversores y la eficiencia del mercado, al tiempo que se mejora el mercado interior de capitales.” Véase el asunto C-441/12, *Almer Beheer y Daedalus Holding*, EU:C:2014:2226, paras. 31 y 33. (El tribunal sostuvo que el núcleo de la Directiva 2003/71/CE es “la protección de los inversores y el correcto funcionamiento y desarrollo de los mercados”).
9. El considerando (9) del Reglamento 2017/2402 establece que los requisitos de diligencia debida impuestos a los inversores institucionales garantizan “que evalúen adecuadamente los riesgos derivados de todos los tipos de titulizaciones en beneficio de los inversores finales”. Las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) han señalado que los requisitos de transparencia integrados en el Reglamento 2017/2402, de 12 de diciembre, (en adelante, Reglamento 2017/2402) responden a los “objetivos de acceso a la información y protección del inversor”. Véase AES (2021). *ESAs report on the implementation and functioning of the securitisation regulation*. Además, la designación Simple, Transparente y Estandarizada (STS) se ha introducido en el Reglamento 2017/2402 para permitir a los inversores diferenciar los productos simples de los más complejos, y para facilitarles la comprensión y evaluación de los riesgos de invertir en una titulización.

precontractual debido a la incertidumbre sobre qué datos son los relevantes y deben ser publicados inherentes a ella y a las dudas que surgen acerca de cómo y quién debe asumir los riesgos y garantizar la naturaleza "sostenible" de los bonos titulizados verdes que se compran y venden en el mercado secundario.

El artículo está estructurado como sigue. La sección 2 analiza el marco regulatorio financiero existente y aplicable a las transacciones comerciales de instrumentos financieros verdes. El régimen de divulgación es la herramienta preferida en la regulación financiera para proteger al inversor, uno de los principales objetivos consagrados en el mercado de capital de la UE. Sin embargo, la ausencia de normas que asignen los riesgos y las responsabilidades derivadas puede generar trabas a los inversores que intenten hacer valer su derecho cuando reclaman que haber recibido información falsa o insuficiente sobre los riesgos medioambientales vinculados a los activos verdes adquiridos respecto al estándar de sostenibilidad de los títulos prometido por el emisor en su folleto. La sección 3 examina el marco normativo en el que se negocian los instrumentos complejos de financiación estructurada verde, con el fin de destacar los retos que plantean. La sección 4 ofrece una visión general del rol de los emisores de productos financieros verdes desde la perspectiva del derecho de sociedades, y los mecanismos de cumplimiento previstos en la normativa financiera cuando surgen litigios derivados de un potencial engaño o la omisión de riesgos medioambientales relevantes para el inversor. En esta sección realizaremos un análisis comparado, citando jurisprudencia de otros países de la UE y anglosajona dado que algunos conflictos aún no han surgido en España y otros, relativos a la responsabilidad por folleto informativo por omisiones o falsedades de criterios de sostenibilidad, aún no han surgido dentro de la UE. Examinar esta jurisprudencia nos ayuda a contextualizar potenciales conflictos que en el futuro puedan surgir entre los operadores de mercado que comercian productos financieros sostenibles en la UE¹⁰. La sección 5 incluye algunas ideas para avanzar en la transición hacia una economía sostenible.

II. MARCO NORMATIVO DE LAS FINANZAS VERDES EN LA UE: LA OBLIGACIÓN DE DIVULGAR INFORMACIÓN SOSTENIBLE

La obligación de divulgar información relevante precontractual en los folletos informativos (en mercados primarios), o en ofertas finales de venta (en mercados secundarios), es la principal herramienta incluida en las iniciativas legislativas sobre finanzas sostenibles para proteger al inversor y fomentar la transparencia del mercado. El fomento de la transparencia

10. Un análisis sobre la responsabilidad por folleto en los Estados miembros es desarrollado en BUSCH, D. FERRARINI, G., FRANX, J. P., *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*. Oxford University Press, 2020, caps. 20-26; BUSCH, D., AVGOULEAS, E., FERRARINI G., *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, 2018.

a través de la obligación de divulgación precontractual no es una herramienta novedosa, sino que fue incluida en las principales normas que regulan la oferta y compraventa de productos financieros en el mercado de capitales de la UE: el Reglamento 2017/1129¹¹, el Reglamento 2017/2402¹², y la Directiva 2014/65/UE (en adelante, MiFID II)¹³. La primera contiene una obligación precontractual de publicar un folleto con las principales características y riesgos asociados al emisor y los instrumentos financieros ofertados, la segunda establece la misma obligación de divulgación en la oferta final de productos titulizados que compran y venden intermediarios financieros en el mercado secundario, y la tercera obliga a las entidades de crédito, inversores institucionales u otros intermediarios financieros a realizar un análisis de conveniencia e idoneidad al cliente final, el cual debe incluir la información necesaria para que los inversores tomen sus decisiones de inversión de acuerdo con su perfil de riesgo y conociendo los riesgos asociados a la inversión¹⁴.

11. El considerando (7) del Reglamento 2017/1129 establece que el objetivo del Reglamento es “garantizar la protección de los inversores y la eficiencia del mercado, al tiempo que se mejora el mercado interior de capitales”. Véase el asunto C-441/12, *Almer Beheer y Daedalus Holding*, EU:C:2014:2226, paras. 31 y 33. (El tribunal sostuvo que el núcleo de la Directiva 2003/71/CE es “la protección de los inversores y el correcto funcionamiento y desarrollo de los mercados”).
12. El considerando (9) del Reglamento 2017/2402 establece que los requisitos de diligencia debida impuestos a los inversores institucionales garantizan “que evalúen adecuadamente los riesgos derivados de todos los tipos de titulizaciones en beneficio de los inversores finales”. Las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) han señalado que los requisitos de transparencia integrados en el Reglamento 2017/2402, de 12 de diciembre, (en adelante, Reglamento 2017/2402) responden a los “objetivos de acceso a la información y protección del inversor”. Véase AES (2021). *ESAs report on the implementation and functioning of the securitisation regulation*. Además, la designación Simple, Transparente y Estandarizada (STS). Esto se ha introducido en el Reglamento 2017/2402 para permitir a los inversores diferenciar los productos simples de los más complejos, y para facilitarles la comprensión y evaluación de los riesgos de invertir en una titulización.
13. Los considerandos (7) y (45) de la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo (en adelante, MiFID II) contempla “las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión [cuando prestan asesoramiento de inversión a sus clientes] para garantizar la protección de los inversores” y “eliminar la incertidumbre”.
14. Las obligaciones de información existentes para los emisores de valores se derivan de tres tipos principales de documentos: los folletos y los documentos de oferta de los valores mobiliarios, los informes periódicos, tal como establece la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, y otros documentos que acompañan a la oferta o los anuncios realizados por la empresa, por ejemplo, los informes y las cuentas anuales que deben publicar los administradores de las empresas. El artículo 6 del Reglamento 2017/1129, de 14 de junio (en adelante, Reglamento 2017/1129), establece que los emisores deben publicar un folleto al público que incluya la “información material” que los inversores necesitan antes de tomar una decisión de inversión. Asimismo, el apartado 3 del Artículo 51 de la MiFID establece la obligación de realizar una evaluación de la idoneidad para los inversores no profesionales y hace referencia a la necesidad de establecer normas para garantizar que los emisores cumplan con sus obligaciones de información inicial y continua.

La transparencia también ha sido la herramienta que el legislador europeo ha integrado en las principales iniciativas de financiación sostenible, en particular en el Reglamento 2020/852¹⁵, el Reglamento 2019/2088 y la propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad ("propuesta CSRD"). El Reglamento 2020/852¹⁶ es la norma principal que integra iniciativas de financiación sostenible desarrolladas en la UE y trata de enmendar la falta de criterios comunes sobre qué actividades económicas pueden calificarse como "actividad económica medioambiental"¹⁷.

El Reglamento establece una taxonomía de actividades económicas "medioambientalmente sostenibles"¹⁸. Una inversión es medioambientalmente sostenible si: (1) financia una o varias actividades económicas que "contribuya sustancialmente" al cumplimiento de, al menos, uno de los seis objetivos previstos en el art. 9 del Reglamento 2020/852;¹⁹ (2) sin dañar significativamente el cumplimiento de otros objetivos

15. Por lo tanto, los participantes en el mercado deberán realizar una "doble evaluación" de los riesgos de materialidad: una evaluación de la materialidad financiera, en la que la materialidad financiera surge de la actividad económica de toda la cadena de valor del agente del mercado, y una evaluación de la materialidad de la sostenibilidad, en la que la materialidad social o medioambiental surge del impacto externo de la actividad económica en el medio ambiente y las comunidades. Ninguna de las dos normativas proporciona un enfoque común para realizar dichas evaluaciones que los participantes del mercado puedan seguir.
16. Por lo tanto, los participantes en el mercado deberán realizar una "doble evaluación" de los riesgos de materialidad: una evaluación de la materialidad financiera, en la que la materialidad financiera surge de la actividad económica de toda la cadena de valor del agente del mercado, y una evaluación de la materialidad de la sostenibilidad, en la que la materialidad social o medioambiental surge del impacto externo de la actividad económica en el medio ambiente y las comunidades. Ninguna de las dos normativas proporciona un enfoque común para realizar dichas evaluaciones que los participantes del mercado puedan seguir.
17. Artículo 16 del Reglamento 2017/1129. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, "Taxonomía de la UE...", cit., p. 4: "La taxonomía de la UE no define actualmente el tratamiento de las actividades distintas de las verdes".
18. Artículo 2(17) del Reglamento 2019/2088. "Inversión sostenible" es una actividad económica que contribuye a un objetivo medioambiental (por ejemplo, tiene en cuenta las emisiones de efecto invernadero, o el impacto de la actividad económica en la biodiversidad), o social (por ejemplo, para hacer frente a la desigualdad o que fomenta la cohesión social) siempre que dichas inversiones "no perjudiquen significativamente a ninguno de esos objetivos" y que "las empresas participadas sigan prácticas de buen gobierno" (por ejemplo, estructuras de gestión sólidas, relaciones con los empleados o remuneración del personal).
19. Arts. 10-16 del Reglamento 2020/852. Una actividad "contribuye sustancialmente" a uno o varios objetivos medioambientales si van destinadas a estabilizar, reducir o prevenir la contaminación, mediante la utilización de infraestructuras, procesos o productos renovables o procedentes de fuentes sostenibles, a estabilizar los recursos hídricos y la biodiversidad, o prevenir su deterioro, a la prevención, reutilización o reciclaje de residuos, o facilitan a otras actividades que puedan realizar una contribución sustancial a estos objetivos.

medioambientales²⁰; (3) “se ajusta” a los criterios técnicos desarrollados en los actos delegados de la Comisión que complete el Reglamento; y (4) la emisión se ejecuta de acuerdo con las *recomendaciones y principios* para una conducta empresarial responsable propuestas por la OCDE y derechos fundamentales en el trabajo y la Carta Internacional de Derechos Humanos²¹.

Para verificar que una inversión es medioambientalmente sostenible el Reglamento 2020/852 en línea con el Reglamento 2019/2088, cuando un producto financiero tenga como objetivo una inversión sostenible, “promueva” características medioambientales, sociales, o una combinación de ellas, y la empresa en las que se hace la inversión “observe” buenas prácticas de gobernanza, el emisor *debe* publicar –en el folleto y/o de en informes periódicos– de qué manera la inversión subyacente al producto financiero contribuye a un objetivo medioambiental, los riesgos de sostenibilidad asociados al producto y los posibles resultados de esos riesgos²².

El Reglamento 2019/2088 exige a las empresas que evalúen y publiquen tanto los riesgos financieros como los de sostenibilidad que puedan tener un impacto negativo importante en el rendimiento de la inversión²³. Esto significa que el emisor tendrá cierto margen de elección sobre la información no financiera que desee publicar, tras haber realizado una evaluación *diligente* de los riesgos de sostenibilidad para informar al inversor en consecuencia.²⁴ No obstante, la dificultad alegada por los emisores para calcular los riesgos de sostenibilidad asociados a sus productos financieros, y la falta de estándares comunes, los conduce a emitir poca información

20. El término “daño significativo” no está definido en el Reglamento. El art. 17 relaciona el daño significativo con determinados productos o servicios prestados que “perjudican” el cumplimiento de los objetivos medioambientales incluidos en el Reglamento. Así, una actividad económica perjudica los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático si emite “considerables” gases de efecto invernadero o incrementa los efectos adversos de las condiciones climáticas actuales.

21. Véase OECD (2011). Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales (Revisión 2011). <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesESPANOL.pdf>. (consultada el 11 de septiembre de 2022). Estas directrices contienen principios no vinculantes que sirven de guía para que las empresas contribuyan de forma responsable al progreso económico, medioambiental y social. Es interesante discutir si, pese a no ser vinculante, el hecho de que estas normas de derecho bando (soft law) sean incluidas en la regulación puede convertirlas en mecanismos aplicables para resolver futuras disputas que puedan surgir entre operadores del mercado, para los que la ley formal (hard law) no proporciona una respuesta directa.

22. Art. 9 del Reglamento 2020/852 en relación con los arts. 6, 8 y 9 del Reglamento 2019/2088.

23. Artículos 1 y 2(22) del Reglamento 2019/2088.

24. El Reglamento no otorga un criterio determinado para evaluar estos riesgos, aunque los Reglamentos Delegados proornen unos “factores determinantes” (KPI) por sector económico para que sirva de referencia al emisor. En este sentido, el Reglamento 2017/1129 establece que el emisor, oferente o persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado “evaluará la importancia de los factores de riesgo basándose en ‘la magnitud prevista de su impacto negativo[...]’”.

relacionada con la sostenibilidad, o a publicar información general, limitada y descoordinada²⁵.

La propuesta CSRD está alineada con el Reglamento 2019/2088 y la iniciativa sobre gobernanza empresarial sostenible²⁶, complementa los objetivos y estándares de sostenibilidad previstos en el Reglamento 2020/852²⁷ y persigue garantizar que el flujo de información sostenible de forma coherente "a través de la cadena de valor financiera" para prevenir el "blanqueo ecológico" (*greenwashing*)²⁸. Esta propuesta introduce el criterio de "doble significatividad" para las grandes sociedades para que los inversores puedan "evaluar tanto los impactos de estas empresas en la sociedad y el medio ambiente como los riesgos derivados de cuestiones de sostenibilidad a los que podrían enfrentarse estas empresas"²⁹.

La Propuesta de CSRD modifica la Directiva 2014/95 sobre divulgación de información no financiera³⁰ extendiendo su ámbito de aplicación a todas

25. Para paliar esto, el Reglamento 2020/852, de 22 de junio (en adelante, Reglamento 2020/852) pedía a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) que redactaran conjuntamente los criterios técnicos de selección (CTS) para cada objetivo medioambiental establecido en el Reglamento 2020/852, teniendo en cuenta las diferencias entre los instrumentos financieros. En particular, los CTS deben identificar los requisitos mínimos necesarios para evitar un daño significativo a otros objetivos medioambientales.
26. Propuesta de CSRD, cit., sección "Coherencia con otras políticas de la Unión" y art.19 quater.
27. Propuesta de CSRD, cit., sección "Coherencia con las disposiciones existentes en la misma política sectorial". La propuesta de requisitos coherentes para la elaboración de informes de sostenibilidad de las empresas establece que el CSRD "pretende garantizar la coherencia entre los requisitos de información previstos en el Reglamento 2020/852 y los informes de sostenibilidad de las empresas". Las empresas que deben cumplir los requisitos de la taxonomía son las que están alineadas con ella.
28. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, "Taxonomía de la UE...", cit., pp. 8-9. La propuesta de NFRD sugiere el desarrollo de un régimen de gobierno corporativo sostenible que pueda divulgar información "esencial" en relación con "una gama completa de cuestiones ambientales, sociales y de gobierno" a través de la cadena de valor financiero a los bancos, los gestores de activos, las agencias de calificación crediticia, los inversores, las ONG y otras partes interesadas. Así, las grandes empresas inscritas en el NFRD, junto con las nuevas categorías de empresas que cotizan en los mercados regulados y las grandes empresas que no cotizan en bolsa, deben informar sobre los riesgos relacionados con la sostenibilidad que corren las empresas por cuestiones de sostenibilidad y sobre el impacto de su actividad económica en el medio ambiente y la comunidad.
29. EBA, "Consultation to incorporate ESG risks into the governance, risk management and supervision of credit institutions and investment firms", 2020. El informe revela que un número creciente de entidades de crédito están preocupadas por su capacidad de resistencia al cambio climático y que están trabajando para abordar la materialidad de los riesgos físicos y de transición. No obstante, dado que aún no existen indicadores homogéneos de rendimiento en materia de sostenibilidad, se siguen utilizando prácticas heterogéneas para determinar los riesgos de sostenibilidad en las distintas entidades.
30. Aquellas sociedades que tienen de media 500 trabajadores de acuerdo con los Artículos 19a y 29a.

las grandes compañías y a todas las sociedades cotizadas, de forma “proporcionada” para las pymes que coticen en mercados regulados, en función de sus recursos, y voluntariamente para las pymes que no coticen³¹. La CSRD también modifica la Directiva 2013/34 (la “Directiva contable”)³² incluyendo medidas de coordinación para que las empresas divulguen información sobre su estrategia, dirección, supervisión y función del órgano de administración, así como extender la divulgación en materia de sostenibilidad a las entidades de crédito y las empresas de seguros al proponer que MiFID II y la IDD establezcan que los asesores de seguros y de inversión deben obtener información sobre las preferencias de sostenibilidad de los inversores³³.

No obstante, frente a la consistencia y coherencia dentro de la Unión que esta Directiva y los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088 pretenden conseguir mediante, por ejemplo, la aclaración del principio de “doble significatividad”³⁴, o el establecimiento de la supresión por parte de los Estados miembros de posibilitar a las compañías que presenten la información sostenible requerida en un informe separado que no forme parte del informe de gestión la unificación del concepto de inversión sostenibles y la delimitación de los criterios técnicos que las compañías puedan aplicar para medir los factores de sostenibilidad vinculados a su actividad económica, también existen limitaciones que dificultan el cumplimiento de estos fines.

31. Propuesta de Directiva por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento 537/2014, 21 de abril de 2021 (en adelante, propuesta de CSRD), p. 7. La propuesta prevé que las sociedades a las que va dirigida pongan a disposición de las compañías de seguros, las empresas de gestión de activos o las agencias de calificación crediticia, los inversores finales, las ONG y otras partes interesadas la información sostenible y “rindan cuentas de su impacto social y medioambiental”.
32. 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.
33. Esta acción puede ayudar a los inversores a alzar su “voz” en relación con dónde y cómo debe invertirse su capital. Véase RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance...”, cit., p. 17-28.
34. Este principio se refiere a la necesidad que medir tanto los riesgos financieros como medioambientales y de que las empresas faciliten “la información necesaria para entender cómo les afectan las cuestiones de sostenibilidad, así como la información necesaria para comprender el impacto que tienen en las personas y el medio ambiente”. Esto incluye a las instituciones financieras y a las entidades de crédito. Ver, ALONSO, A., MARQUÉS, J. M., “Innovación Financiera para una economía sostenible”, *Documentos Ocasionales del Banco de España*, 1916, 2019, <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/19/Fich/do1916.pdf> (consultada el 3 de septiembre de 2022), pp. 19-22. Ver considerando (25) de la propuesta de CSRD.

1. LIMITACIONES EN LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN DE ACUERDO CON LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES DE LA UE Y LOS ESTÁNDARES DE SOSTENIBILIDAD EUROPEOS

En la UE, existen algunas limitaciones en la configuración de la promoción de la transparencia como mecanismo para consolidar la credibilidad en la sostenibilidad del mercado de capitales. Hemos identificado limitaciones relativas (1) al ámbito de aplicación de la obligación pre-contractual de divulgar información y riesgos relevantes en el folleto, (2) a las categorías de actividades que pueden calificarse como sostenibles conforme a los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088; y (3) al fomento de la transparencia como mecanismo disuasorio de comportamientos oportunistas.

Primero, el ámbito de aplicación de la obligación de divulgar información sostenible propuesta en el Reglamento 2020/852 y el Reglamento 2019/2088 es limitado en comparación con el ámbito de aplicación de las normas de transparencia de los Reglamentos 2017/1129 y 2017/2402. Las primeras reducen la obligación de divulgar información sobre las características y riesgos no financieros de una inversión sostenible que sean relevantes para el emisor cuando esta etiqueta, o desea etiquetar, los productos que ofrece al público como medioambientalmente sostenibles, por ejemplo, en una emisión de bonos verdes. En la misma línea, el artículo 8 del Reglamento 2019/2088 requiere a las empresas financieras y no financieras que están sujetas a la Directiva 2014/95/EU que publiquen en qué medida sus actividades económicas están asociadas a las actividades económicas medioambientalmente sostenibles de la Taxonomía³⁵.

Asimismo, las obligaciones de divulgación precontractual de información sostenible conforme a los Reglamentos 2019/2088 y 2020/852 son aplicables cuando el producto financiero ofertado pretende financiar una inversión sostenible o "promueve" características sociales o medioambientales de acuerdo con el Artículo 9 del Reglamento 2020/852³⁶. Sin embargo, nada se indica en esta norma cuando el producto financiero que se ofrece es un instrumento financiero convencional (bono corporativo). Además, existe la posibilidad para las compañías de identificar las razones por las que no consideren que sus decisiones de inversión afectan a los factores de sostenibilidad (ej., artículos 4, 6 del Reglamento 2019/2088).

Es cierto que el art. 7 del Reglamento 2019/2088 establece que, si la inversión subyacente al producto financiero no promueve inversiones o características medioambientales o sociales de acuerdo con los criterios

35. El Reglamento 2019/2088 propone mejorar la transparencia del mercado facilitando a los inversores el acceso a la información sobre cómo los participantes en el mercado financiero y los asesores financieros incorporan los riesgos de sostenibilidad "importantes o que puedan ser importantes" en sus procesos de toma de decisiones de inversión. Estos riesgos incluyen "los aspectos organizativos, de gestión de riesgos y de gobernanza del proceso [de decisión de inversión]".

36. Por ejemplo, Artículos 8(1) 9(1) del Reglamento 2019/2088.

sostenibles de la UE, la información que deba divulgarse debe ir acompañada de una declaración indicando tal extremo³⁷, pero no establece criterios para publicar los posibles efectos adversos de una inversión o actividad económica en el medioambiente para esos emisores que no etiquetan sus productos como medioambientalmente sostenibles, o para las actividades controvertidas como lo son el gas y la energía nuclear³⁸.

A este respecto, consideramos que el ámbito de aplicación de la regulación europea de mercados de capitales convencional es más amplio en relación con la obligación de divulgación. El Artículo 6 del Reglamento 2017/1129 y el Artículo 7 del Reglamento 2017/2402 obligan respectivamente a publicar en el folleto o en la documentación final de la oferta precontractual toda la información y riesgos “sustanciales” relacionados con los valores admitidos a cotización en mercados regulados u ofrecidos al público. Los emisores deben tener en la *situación financiera* del emisor, los *derechos inherentes a los activos*, los *motivos* para la emisión y las *consecuencias* para el emisor, la *naturaleza jurídica* del emisor y el *tipo de valor ofertado*.

El artículo 6 del Reglamento 2017/1129 exige la divulgación de determinados criterios. Algunos de estos criterios son más rígidos, en el sentido de que otorgan menos capacidad de elección a los emisores, como la obligación de divulgar los “activos y pasivos, las pérdidas y ganancias, la situación financiera. Otros criterios son, en cambio, más flexibles y otorgan capacidad de elección a los emisores, como son “las perspectivas del emisor y de todo garante”, los derechos vinculados a los valores, y “los motivos de emisión de la emisión”. Esto parece lógico si tenemos en cuenta que definir un estándar único de factores y riesgos para todos los productos financieros y/o actividades económicas sería difícil habida cuenta de las particularidades de cada sector económico y empresa, y de cada instrumento financiero.

Del mismo modo, el artículo 16 del Reglamento indica que el folleto debe incluir los riesgos que “sean específicos del emisor y/o de sus valores”, coherentes con “el contenido del documento de registro y de la nota sobre los valores” e “importantes” para que el inversor adopte “una decisión de inversión informada”. El lenguaje adoptado por el legislador al describir los riesgos asociados a los productos financieros que debe publicar el emisor es amplio y permite concluir que, cuando el emisor emite una oferta pública de bonos verdes, los riesgos anunciados en el folleto informativo deberían

37. Art. 7 del Reglamento 2020/852, en relación con los arts. 6 y 11 del Reglamento 2019/2088.

38. No obstante, véase la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, “Taxonomía de la UE...”, cit., en particular la renovación de la Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible, que pretende incluir nuevas categorías de actividades a la Taxonomía. Asimismo, los actos delegados complementarios, pretende añadir nuevas categorías de actividades que aún no están cubiertas por ella, como los sectores de la energía, la agricultura o las actividades manufactureras.

tener en cuenta la naturaleza "verde" de la promesa financiera, la necesidad del inversor interesado en ese producto de conocer los riesgos medioambientales y/o climáticos inherentes a los valores.

El concepto riesgo "sustancial" no está definido en ninguno de los dos Reglamentos citados. Por ello, si interpretamos de forma amplia los citados preceptos podemos concluir que la obligación de divulgar información sustancial sobre las características y riesgos asociados a los productos financieros que ofrece el emisor podría extenderse a los riesgos no financieros –incluyendo los sostenibles y medioambientalmente sostenibles– cuando el tipo de valor ofertado es etiquetado como "verde" o "sostenible" y admitido a cotización en mercados regulados u ofertado al público.

En definitiva, en la medida en que una emisión de bonos verdes tendría que incluir información significativa sobre la "sostenibilidad medioambiental" de los valores, se puede argumentar que, conforme con el Reglamento 2017/1129, el uso sostenible de los ingresos y el impacto del producto de inversión en el medioambiente deberían constituir información relevante para el inversor interesado en invertir en bonos verdes.

Segundo, las iniciativas sobre finanzas sostenibles no abarcan todas las categorías de actividades que pueden calificarse como sostenibles³⁹ y no existe una clasificación para las actividades "no sostenibles desde el punto de vista medioambiental" en el Reglamento 2020/852. En este sentido, mediante el Reglamento Delegado 2022/1214 las actividades del sector del gas y la energía nuclear han pasado a formar parte de las actividades sostenibles⁴⁰. Aunque el Reglamento Delegado incluye un criterio para divulgar los riesgos asociados a estas actividades, algunos Estados Miembros y expertos han criticado la enmienda por el alto impacto medioambiental que el gas y la energía nuclear generan en el medioambiente en comparación con el impacto de las energías renovables⁴¹.

39. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, "Taxonomía de la UE...", cit. De acuerdo con la comisión, la no adhesión a la Taxonomía no implica necesariamente que una actividad económica deba ser declarada no sostenible o perjudicial. La comunicación aclara que, si una actividad económica no se aborda en el acto delegado sobre el clima de la taxonomía de la UE, no se calificaría automáticamente como "insostenible" desde el punto de vista medioambiental. Esto plantea dudas sobre qué actividad económica puede calificarse como actividad económica medioambiental y qué quedaría fuera del ámbito de esa definición. La Comisión sólo subraya que "el mero hecho de que una empresa no tenga actividades alineadas con la Taxonomía no significa que se puedan sacar conclusiones sobre el rendimiento medioambiental de la empresa o su capacidad de acceso a la financiación".

40. Comisión Europea, EU taxonomy for sustainable activities-Assessment of nuclear energy, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en#what (consultada el 20 de agosto de 2022).

41. Reglamento Delegado (UE) 2022/1214 de la Comisión de 9 de marzo de 2022 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 en lo que respecta a las

Tercero, más allá del posible solapamiento que pueda haber entre la regulación del mercado de capital existente y las recientes iniciativas de regulación de las finanzas sostenibles, otro problema que puede surgir con el uso de la obligación pre-contractual como principal mecanismo mediante el que intenta reorientar los flujos de capital hacia inversiones sostenibles es reforzando la transparencia es, según apuntan algunos expertos, que la obligación precontractual no impide las ventas indebidas (*mis-selling*). Por un lado, es difícil de aplicar y costosa, e ineficaz porque los individuos están sujetos a sesgos de comportamiento, como la presión social, o a percepciones cognitivas sesgadas, lo cual impide a los inversores informarse adecuadamente sobre los riesgos reales de las inversiones⁴². Este enfoque destaca que la herramienta precontractual es aún más inadecuada para tratar los conflictos que surgen en el mercado secundario, debido a “la complejidad de la documentación contractual en las transacciones de valores”, lo que se extendería también a las titulizaciones verdes⁴³. Cabe mencionar en relación con este último punto que la Taxonomía no incluye mecanismos

actividades económicas en determinados sectores energéticos y el Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 en lo que respecta a la divulgación pública de información específica sobre esas actividades económicas. El Considerando (3) determina que el gas y la energía nuclear tienen “potencial para contribuir a la descarbonización de la economía de la Unión” y el Anexo III incluye una plantilla para la divulgación de información conforme al art. 8.

No obstante, véase TIME (2022). Austria’s Climate Minister Is Taking the E.U. to Court. <https://time.com/6196779/austria-challenging-eu-over-green-gas-label/Austria> (consultada el 9 de septiembre de 2022) ha anunciado que iniciará un procedimiento de anulación ante el CJEU a través del procedimiento previsto en el art. 263 del TFEU. También, Committee on Economic and Monetary Affairs Committee on the Environment, Public Health and Food Safety. Motion 2022/2594(DEA) (14 June 2022). https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/plmrep/COMMITTEES/CJ36/RD/2022/06-14/1257367EN.pdf (consultada el 10 de septiembre de 2022). La Plataforma para las Finanzas Sostenibles y la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y la comisión de Medio Ambiente, Salud Pública y Seguridad Alimentaria rechazó la inclusión el 7 de junio del 2022, que fue aprobada por el Parlamento Europeo el 14 de julio de 2022 (véase Sesión plenaria del Parlamento Europeo. https://multimedia.europarl.europa.eu/en/webstreaming/plenary-session_20220706-0900-PLenary (consultada el 10 de septiembre de 2022)). Véase PRI, <https://www.unpri.org/policy-reports/pri-statement-eu-sustainable-taxonomy-climate-delegated-act-covering-gas-and-nuclear-energy/9489.article> (consultada el 10 de septiembre de 2022). Organizaciones internacionales como el PRI (*Principles for Responsible Investors*) también critican la medida.

42. See DELLA NEGRA, F, “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n.º 90, 2020, pp. 127-128 y las referencias citadas ahí. Véase también ARMOUR, J., AWREY, D., DAVIES, P. *et al.*, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2016, p. 207.
43. *Infra* apartado 3. Véase DELLA NEGRA, F, “The civil effects of MiFID II”, *cit.*, p. 129. AWDREY, D., “Complexity, Innovation and the Regulation of Modern Financial Markets”, *Harvard Law Review* 2, 2016, p. 235; sobre los objetivos y los límites de la divulgación obligatoria véase ENRIQUES, L., GILOTTA, S., “Disclosure and Financial Market Regulation”, en MOLONEY, FERRAN, PAYNE (eds.): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, pp. 1-29.

de verificación en finanzas estructuradas como, por ejemplo, en las titulaciones verdes (ver sección 3 abajo).

Por otro lado, los defensores de la obligación de divulgación precontractual sostienen que esta medida es útil contra los fallos de mercado que producen las asimetrías de información entre emisores u ofertantes e inversores, permiten que los precios informen adecuadamente sobre las características de los productos financieros, disuaden del fraude y crean unas condiciones equitativas entre los inversores, especialmente para los no cualificados⁴⁴. Por estos motivos, estos autores consideran que la política de divulgación precontractual es adecuada también en el ámbito de las finanzas verdes.

Desde nuestro punto de vista, un problema que era patente en el régimen existente de divulgación de los instrumentos financieros convencionales subyace también en el régimen de divulgación de los productos financieros verdes, y este es la ausencia de medidas coercitivas armonizadas. Los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088 proporcionan criterios comparables y homogéneos para que la divulgación de información sea fiable, pero no incluyen mecanismos de cumplimiento y reparación en caso de incumplimiento de la obligación de divulgación precontractual que puedan activarse cuando un inversor reclame que el emisor no ha proporcionado o comunicado información "material" sobre los riesgos del producto sostenible o las características que determinan que la inversión sea sostenible⁴⁵. En el caso de la regulación de las emisiones convencionales, el Reglamento 2017/1129 impone a los Estados Miembros el desarrollo de medidas civiles, administrativas y penales por publicar folletos defectuosos.

En ambos casos, los Reglamentos no contienen medidas armonizadas europeas que puedan aplicarse en los litigios relativos a declaraciones engañosas u omisiones materiales en el folleto o la documentación de ofertas precontractuales entre operadores situados en distintos países, siendo al

44. EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors", *Virginia Law Review* 70, 669, 1984; donde los autores discuten la teoría de EASTERBROOK COFFEE, J. C. JR., "Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System", *Virginia Law Review*, 70, 4, 1984, p. 717-754. A favor de la divulgación obligatoria, MAHONEY, P. G., "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems", 62 *U. Chi. L. Rec.* 162, 1995, p. 1047, donde el autor señala que la divulgación obligatoria disuade a los administradores y directores de adoptar un comportamiento oportunista en detrimento de los accionistas. En contraposición, sobre el riesgo de divulgar información excesiva e irrelevante por la imposición de una obligación de divulgar véase PAREDES, T. A., "Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation", *Wash. U. L.Q.* 81, 2003, 417-464.

45. Según la Comisión Europea, la consulta abierta sobre la Directiva 2014/95/EU (en adelante, NFRD) reflejó que existe un fuerte apoyo a las normas obligatorias de información sobre sostenibilidad: "más del 80% de todos los encuestados, incluido el 81% de los que son o representan a empresas que elaboran informes de sostenibilidad", p. 8.

menos de uno de ellos un país situado dentro de la UE⁴⁶. El principal problema que genera esta situación es que los tribunales nacionales resuelven las disputas interpretando los elementos fácticos y jurídicos conforme a las normas de responsabilidad no contractual domésticas. Esto puede dar lugar a decisiones contradictorias dentro de la UE incluso en disputas que comparten los mismos elementos objetivos y/o subjetivos, perjudicando la seguridad jurídica y la credibilidad del mercado de capitales.

En otro orden de ideas, sin mecanismos de reparación armonizados a nivel de la UE, y en vista de que el inversor sostiene la carga de la prueba en caso de disputa civil, el emisor puede tener incentivos a etiquetar sus productos financieros como medioambientalmente sostenibles por razones reputacionales, pero sin fundamento real de invertir el capital que recibe de los inversores en proyectos medioambientalmente sostenibles⁴⁷.

Para convencer a los operadores privados más “reacios” a adaptar su negocio a los objetivos de sostenibilidad previstos en el Acuerdo de París y en el Pacto Verde Europeo, sería necesario combinar los incentivos “positivos” que prevé la legislación actual (transparencia, imagen) con otras medidas por las que las compañías tengan que *rendir cuentas* por la información que incluyen en el folleto (*accountability measures*). Esto significa, en nuestra opinión, establecer mecanismos coercitivos que re-distribuyan el reparto de riesgos y responsabilidades entre emisores e inversores en el momento en el que se realiza la inversión. De lo contrario, si al ponderar los costes de analizar y publicar los riesgos de sostenibilidad y la responsabilidad que se les exige a los emisores por esa divulgación, los costes superan la probabilidad de que sean sancionados, podrán tener incentivos para adoptar un comportamiento oportunista y favorecer el blanqueo ecológico. Esto, en última instancia, socavaría la credibilidad en las finanzas verdes y en la transición hacia una economía sostenible.

No obstante, parte de la dificultad que existe para regular el comportamiento de las empresas a través de normas de mercado (normas de derecho público) y políticas medioambientales (derechos constitucionales y normativa administrativa, en su mayoría) está en que tanto las entidades

46. Esta afirmación requeriría indagar sobre los requisitos procedimentales que deben probar los inversores en disputas transnacionales y los obstáculos a los que se enfrentan en este sentido. Este análisis excede los límites del artículo, pero Gargantini ofrece una reflexión interesante sobre la jurisprudencia del TJUE en GARGANTINI, M., “Prospectus Liability: Competent Courts of Jurisdiction and Applicable Law”, en BUSCH, FERRARINI, FRANX, (eds.): *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford University Press, 2020.

47. En el caso de la propuesta del bono verde europeo (BVEu), el Consejo y el Parlamento han propuesto la inclusión de un artículo 12a sobre responsabilidad civil por incumplimiento del estándar, aunque, al igual que el Reglamento 2017/1129 para los folletos informativos, la medida difícilmente puede aplicarse de manera uniforme dentro de la UE, puesto que deja en manos de los Estados Miembros el desarrollo de los criterios de responsabilidad que estimen oportunos.

financieras como las no financieras están sometidas no solo a las normas imperativas del mercado de capitales, sino también a normas de derecho privado, en especial, a la legislación mercantil y a las normas contractuales, ya que las transacciones de compra y venta de productos financieros se perfeccionan mediante contratos de compraventa y el folleto informativo es un documento que se emite en fase pre-contractual.

A esto se suma que no toda la regulación está armonizada a nivel europeo: mientras que la legislación que regula los mercados de capitales y el rol de los supervisores financieros se ha desarrollado a nivel europeo y ha sido incorporada directamente o transpuesta a los ordenamientos nacionales, la normativa societaria ha desarrollado algunos aspectos a nivel europeo, mientras que otros dependen de la legislación nacional⁴⁸. En el ámbito contractual y especialmente pre-contractual, las medidas de responsabilidad civil aplicables a las disputas entre emisores e inversores han sido desarrolladas por los Estados Miembros, es decir, son nacionales⁴⁹. Los principios medioambientales siguen un orden heterogéneo, en cuanto a su carácter normativo, como a las fuentes que los contemplan⁵⁰. Esta compleja estructura genera problemas de coordinación entre los operadores del mercado⁵¹.

Estas lagunas pueden devenir especialmente relevantes en caso de controversias entre compradores de productos financieros verdes y emisores-vendedores de esos productos en los mercados primarios y, especialmente, en el mercado secundario, dentro de la UE⁵². A este respecto, los Reglamentos 2017/1129 y 2020/852 no prevén un sistema uniforme de sanciones por incluir falsedades u omitir riesgos medioambientales relevantes en el folleto (*green default*). Asimismo, los Reglamentos 2017/1129 y

48. Por ejemplo, el ejercicio de determinados derechos de los accionistas vinculados a la acción del voto está regulada en la Directiva 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Las competencias de los administradores, por otro lado, están conferidas por el Derecho nacional.

49. Por ejemplo, art. 11 del Reglamento 2017/1129.

50. Por ejemplo, a nivel internacional, destacamos el Acuerdo de París. A nivel regional, tanto el TEU en su Art. 3, como el TFEU en sus arts 11 y 191 reconocen la importancia de la protección del medio ambiente. A nivel nacional, en España el art. 45 de la Constitución establece que los poderes públicos deben velar por “la utilización racional de todos los recursos naturales, con el fin de proteger y mejorar la calidad de la vida y defender y restaurar el medio ambiente [...]”. Véase DE SADELEER, N., *Environmental Principles: From Political Slogans to Legal Rules*. Oxford Academic, 2021.

51. PRITCHARD, A. C., “Corporate Governance, Capital Markets, and Securities Law”, en GORDON, RINGE (eds): *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press, 2018, pp. 1-27. Sobre los problemas de coordinación en el mercado financiero; LAMANDINI, M., RAMOS MUÑOZ, D., *EU Financial Law*. Wolters Kluwer/CEDA, 2016.

52. *Infra* apartado IV.

2017/2402 dejan en manos de los Estados Miembros el desarrollo de medidas civiles, administrativas y penales por omisiones y/o por inclusión de información falsa en los folletos; medidas que, en el ámbito civil, están basadas en la responsabilidad civil extracontractual, donde el demandante tiene la carga de probar la existencia del daño, la negligencia del demandado y el nexo causal. La interpretación de la relevancia de la omisión o de la información falsa por parte de los tribunales nacionales es, por tanto, fundamental⁵³.

2. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN CORPORATIVA EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD Y CONEXIÓN CON LOS DEBERES FIDUCIARIOS

Las compañías deciden internamente qué información deben divulgar en los folletos a los accionistas e inversores⁵⁴, y al mismo tiempo desempeñan una labor esencial para la promoción de estrategias sostenibles y largoplacistas⁵⁵. Por este motivo, existe un vínculo entre la obligación de divulgación de información y riesgos en el folleto informativo y las normas del derecho de sociedades⁵⁶.

La propuesta de CSRD permite que los Estados Miembros, “en casos excepcionales” y con la opinión fundada del órgano de administración, concedan a las compañías la posibilidad de omitir información sostenible cuando esta perjudique significativamente su posición comercial⁵⁷. La obligación de entidades financieras y no financieras de informar acerca de si están vinculadas o no a la Taxonomía se ha retrasado hasta el 1 de enero de 2024 para las primeras, y hasta el 1 de enero de 2023 para las segundas. Hasta ese momento, el cumplimiento de los requisitos de sostenibilidad dependerá aún en gran medida de la voluntad de las empresas de integrar estos riesgos en su estrategia y decisiones de inversión. Esto, a su vez, estará influenciado por las estrategias de gobernanza interna de las compañías, y

53. Sobre los requisitos sustantivos que deben ser probados ante los tribunales nacionales en disputas privadas entre inversores y emisores y las dificultades que se plantean, ver, por ejemplo, GELTER, M., *Global Securities Litigation and Enforcement*, Cambridge University Press, 2019, pp. 64-76.

54. Artículo 1(2)(b) del Reglamento 2020/852. Refuerza el uso de los criterios para las actividades económicas y las inversiones ambientalmente sostenibles cuando los participantes en el mercado, por iniciativa propia, “ponen a disposición” productos como “ambientalmente sostenibles”.

55. SIRI, M, ZHU, S., “Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Codes”, en BUSCH, FERRARINI, GRÜNEWALD: *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2021, pp. 175-227.

56. Por ejemplo, HOPT, K. J., *Estudios de Derecho de sociedades y del mercado de valores*, Marcial Pons, 2010, pp. 272-274. Esta división entre regulación financiera y el derecho de sociedades también existe en EEUU. Ver, por ej., PARK, J., “Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law”, *UCLA Law Review* 64, 2017, pp. 116-182.

57. Artículo 19 bis (3) de la Propuesta de CSRD.

por la disposición de sus órganos de administración –los cuales se obligan a cumplir con el “fin social” previsto en los estatutos de la entidad– de adherirse a ellas y cumplirlas⁵⁸. Esta situación ahonda en el debate sobre qué objeto social o propósito pueden y deben perseguir las compañías⁵⁹. En particular, el debate se centra en cuál debe ser el rol de los administradores.

El art. 1(3) de la propuesta CSRD modifica el art. 19bis de la Directiva contable añadiendo que las empresas sujetas a esta norma deben divulgar información sobre su estrategia, objetivos, la función de los órganos de administración, dirección y supervisión en lo que respecta a las cuestiones de sostenibilidad. El art. 1(9), al modificar el art. 33 de la Directiva contable, exige a los órganos de administración, dirección y supervisión que “se aseguren” de que la sociedad ha facilitado información en materia de sostenibilidad conforme a las normas de la UE. El art. 3(19), que modifica el art. 39 de la Directiva contable, fomenta la cooperación entre el órgano de

58. Esto incluye el hecho de que las empresas pueden decidir integrar directrices voluntarias, algo que los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088 animan a hacer. El problema es que las directrices son “voluntarias” y renuncian explícitamente a establecer consecuencias legales o sanciones si un signatario las incumple. Véase ICMA, Green Bond Principles, 2018, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf> (consultada el 3 de septiembre de 2022). Los Principios de los Bonos Verdes, que se incluyen en los marcos de bonos de muchas empresas privadas que emiten bonos verdes en los mercados primarios y secundarios, contienen la siguiente exención de responsabilidad:

“Los Principios de los Bonos Verdes no crean ningún derecho ni responsabilidad para ninguna persona, pública o privada. Los emisores adoptan e implementan los Principios de los Bonos Verdes de forma voluntaria e independiente, sin depender de los Principios de los Bonos Verdes ni recurrir a ellos, y son los únicos responsables de la decisión de emitir Bonos Verdes. Los suscriptores de los Bonos Verdes no son responsables si los emisores no cumplen sus compromisos con los Bonos Verdes y el uso de los ingresos netos resultantes...”.

Por lo que respecta a las prácticas de elaboración de informes de sostenibilidad, como la “Global Reporting Initiative”, algunos estudiosos discuten que, a pesar de ser una herramienta útil para comprometer a las empresas a divulgar información relevante, existe una falta de conectividad entre los informes financieros anuales y los informes de sostenibilidad, lo que plantea algunos límites para proporcionar una evaluación exhaustiva de la credibilidad general de las divulgaciones de sostenibilidad de las empresas. Esto puede generar una “falsa transparencia”. Véase BRUNELLI, S., RANALLI, F., “SDGs Achievement: Commitment, Channels of Action and the Role of Integrated Reporting in the Disclosure Mechanisms”, en BRUNELLI, DI CARLO, (eds): *Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations. Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud: Theory and Application*. Springer, 2020.

59. Una visión que propone un cambio importante en este sentido es SJÅFJELL, B., BRUNER, C. M., *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge University Press, 2019, cap. 1. Una visión más moderada sobre “wealth creation” es la presentada por BLAIR, M, STOUT, L., “A Team Production Theory of Corporate Law”: *Va. L. Rec.*, 85, n.º 2, 1999, pp. 247-253. Anteriormente, desde una perspectiva que analiza el rol de los administradores y las dificultades que hay que superar, en la práctica, para que las estrategias de negocio tengan en cuenta el cambio climático, CLARKE, R. A., STAVINS, R. N., GREENO, J. L. *et al.*, “The Challenge of Going Green”, *Harvard Business Review*, 1994.

administración y el comité de autoría para verificar la información otorgada en materia de sostenibilidad.

Los preceptos citados deben ser coherentes con otros actos legislativos para que puedan ser aplicadas de forma eficaz, y aquí es donde pueden surgir incoherencias o solapamientos. Conforme a las normas de derecho de sociedades, los administradores deben cumplir con el objeto social que está fijado en los Estatutos de la sociedad. Así, cabe la posibilidad de que, dentro del mandato de los administradores, estos deban dar a conocer a los accionistas e inversores el impacto de su negocio en el medio ambiente y/o la sociedad si eso está en línea con el “objeto social” de la compañía, así como la estrategia, objetivos, dirección y supervisión en lo que respecta a las cuestiones de sostenibilidad. Esta opción estaría en consonancia con el cumplimiento de objetivos a largo plazo propuesto en los Reglamentos y en la Directiva financiera sostenible citadas en este trabajo, como la integración de medidas en la compañía que favorezcan la mitigación o adaptación al cambio climático.

Sin embargo, la información en materia de sostenibilidad puede ser menos útil para los accionistas si el objeto social de la compañía está centrado en facilitar a los accionistas e inversores los riesgos financieros asociado a la estrategia de inversión de la sociedad, sobre si deben comprar, mantener o vender sus acciones y sobre cómo ejercer sus derechos de gobernanza⁶⁰, por lo que excederse en este mandato puede hacer que el órgano de administración y la sociedad se exponga a alguna acción correctiva⁶¹.

El argumento de que una empresa debe revelar el impacto de sus operaciones tanto a sus accionistas como a sus inversores interesados en comprar acciones o bonos (verdes) emitidos por la empresa es plausible de acuerdo con los objetivos de desarrollo sostenible del Pacto Verde Europeo y el Acuerdo de París, pero a falta de una coordinación entre las normas que regulan el mercado y la legislación del derecho de sociedades, el comportamiento de los órganos de administración de algunas compañías puede verse menos influenciado por la injerencia que el cambio climático

60. DAVIES, P., *Introduction to company law*, Oxford University Press, 2019, p. 315.

61. La legislación no otorga una prevalencia a las normas de mercado o a las normas societarias en los aspectos en los que pudieran confluir. Así, en el Asunto C-174/12, *Hirrmann v Innofinanz*, 19 de diciembre de 2013, ECLI:EU:C:2013:856, el TJEU examinó la relación entre la Segunda Directiva y la responsabilidad derivada de las Directivas folleto, transparencia y abuso del mercado. El tribunal e interpretó que la Segunda Directiva establece la responsabilidad de una sociedad anónima como emisora frente a un nuevo adquirente de acciones de dicha sociedad por incumplir las obligaciones de información previstas por estas Directivas, dando lugar a la anulación del contrato de compra de acciones, sin que esto se asemeje al procedimiento de nulidad de las sociedades.

puede generar en la sociedad si esto va en contra del horizonte de planificación a corto plazo de la empresa y puede perjudicar los intereses de los accionistas⁶².

3. PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN EN FINANZAS ESTRUCTURADAS "VERDES" (TITULIZACIÓN "VERDE")

El objetivo de la Taxonomía es permitir la comparación de carteras y empresas, pero sólo proporciona orientación para algunas revelaciones específicas relacionadas con los instrumentos de capital y corporativos, dejando de lado los complejos activos de financiación estructurada, como las titulizaciones verdes⁶³.

En primer lugar, las acciones deben revelar el porcentaje de sus fondos (1) que cumple los requisitos de la Taxonomía desglosado por objetivos medioambientales establecidos en la misma, (2) que se invierte en actividades de "transición" y "habilitación". En segundo lugar, las deudas de las empresas deben divulgar la misma información aplicable a las acciones desglosada por el porcentaje de fondos que se invierten en bonos de empresas, incluido el porcentaje de fondos invertidos en bonos que están total o parcialmente alineados con la Taxonomía⁶⁴. Sin embargo, lo que implica un producto complejo de financiación estructurada verde en el universo de la financiación verde, por ejemplo, la titulización verde, no se aclara todavía en la Taxonomía de la UE ni en la Normativa de Bonos Verdes de la UE, así como tampoco hay criterios de armonización para evaluar el impacto medioambiental de los activos subyacentes en estas transacciones complejas.

El comercio de instrumentos financieros estructurados es un mercado complejo, por el tipo de producto que los operadores compran y venden y por la multitud de sujetos que intervienen en las transacciones. En la compraventa de valores en el mercado secundario, como es el caso de las titulizaciones, participan distintos operadores del mercado (emisores, inversores institucionales, agencias de rating, inversores finales, etc.) en una misma transacción, por lo que la documentación contractual que se elabora en estas operaciones es compleja. En el siguiente apartado nos

62. Véase *Vedanta c. Lugowe*, 2017, EWCA Civ 1528, <https://www.supremecourt.uk/cases/docs/uksc-2017-0185-judgment.pdf> (consultada el 7 de septiembre de 2022), paras. 50-60, 94. (Las sustancias tóxicas procedentes de la mina se vertieron al agua y afectaron a la población que vivía en los alrededores de la mina en Zambia. El Tribunal Supremo del Reino Unido sostuvo que, cuando una empresa filial ha publicado una declaración de "Embedding Sustainability", la empresa matriz tenía la obligación de cuidar a los agricultores y a los ciudadanos para prevenir los problemas que se produjeron).

63. Grupo Técnico de Expertos, "Taxonomy Technical Report", 2020 (en adelante, Informe de Expertos sobre la Taxonomía), pp. 2-4.

64. Se espera que en 2021 se publique una norma definitiva sobre bonos verdes de la UE. Véase Informe de Expertos sobre la Taxonomía..., cit., pp. 40-42.

referiremos a las características y dificultades que presenta la “titulización verde” simple.

En la titulización verde los requisitos legales de transparencia –mediante la divulgación de los riesgos del producto– están vigentes en el Reglamento 2017/202. Sin embargo, esta previsión regulatoria encuentra un límite, que está en la capacidad para los emisores e intermediarios financieros en celebrar contratos para concluir la transacción. Así, en virtud del principio de autonomía de las partes, el emisor puede excluir su responsabilidad por la información precontractual divulgada, al igual que pueden hacer los intermediarios financieros en los contratos subyacentes hasta que el producto es adquirido por el inversor final⁶⁵. Teniendo en cuenta esto, en las siguientes secciones abordaremos las siguientes preguntas: ¿son los emisores de titulaciones verdes quienes deben tener en cuenta la “taxonomía verde” del activo a la hora de diseñar el instrumento financiero comercializable? ¿Quién debe revelar la “naturaleza verde” del bono/activo (emisores, originadores, patrocinadores) y cuál es el rol de los inversores institucionales en este sentido?

III. LA TITULIZACIÓN “VERDE”. DEBER DE PUBLICAR INFORMACIÓN Y PROBLEMAS DE COORDINACIÓN

La titulización supone un complejo esquema que permite a un prestamista (por ejemplo, un banco) refinanciar instrumentos de deuda, cuentas por cobrar o activos (bonos, acciones, hipotecas, etc.) agrupándolos en un único valor –denominados valores respaldados por activos, (ABS por sus siglas en inglés)– en el que pueden invertir los inversores. Los sistemas de titulización en la UE se rigen por el Reglamento 2017/2402⁶⁶.

No existe una definición clara de “titulización verde”. Los instrumentos de financiación estructurada “verde” siguen el esquema de la titulización

65. Sobre la interacción entre la autonomía de la voluntad y el Derecho de la UE en las titulaciones, véase VERHAGEN, H., “The Tension between Party Autonomy and European Union Law: Some Observations on *Ingmar GB Ltd v Eaton Leonard Technologies Inc.*”, *The International and Comparative Law Quarterly*, 51, n.º 1, 2002, pp. 135-154.

66. Ha introducido titulaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS). El Reglamento 2017/2402 derogó las disposiciones sobre divulgación, diligencia debida y retención de riesgos que anteriormente se aplicaban a las distintas categorías de inversores regulados en virtud del Reglamento 575/2013, 26 de junio de 2013 [sobre Requisitos de Capital (RRC)]. El Reglamento 2017/2402 establece requisitos de transparencia para el prestamista original, patrocinadora y el vehículo especializado en titulaciones (SSPE, por sus siglas en inglés), así como requisitos de diligencia debida para los inversores institucionales, con el fin de garantizar que los inversores puedan tener acceso a toda la información pertinente relativa al proceso de titulización.

Sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA) y la Directiva de Solvencia II.

convencional⁶⁷, pero la definición de ABS verdes presenta cierta complejidad. En la medida en que lo que representa lo "ecológico" en el contexto de la regulación financiera sostenible se refiere a los "beneficios medioambientales" que genera el producto financiero o la actividad económica de que se trate, los ABS verdes presentan características similares a los bonos verdes que se emiten en el mercado primario⁶⁸. El PNUD define los bonos verdes como instrumentos "no diferentes de los bonos convencionales" cuya "única característica es la especificación de que los ingresos se inviertan en proyectos que generen beneficios medioambientales"⁶⁹. El "uso de los ingresos" (*net proceeds*), es decir, que el capital de la emisión sea usado para financiar o refinanciar inversiones sostenibles, es un componente clave en las emisiones de bonos verdes.

1. ¿DEBERÍA EL EMISOR TENER EN CUENTA LA "TAXONOMÍA VERDE" DEL ACTIVO EN EL MOMENTO DE DISEÑAR LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS NEGOCIABLES?

En las titulaciones convencionales, el rendimiento de los activos que se incluyen en la cartera (hipotecas, préstamos a pymes, etc.) y las contrapartes centrales de las operaciones (originador, patrocinador, emisor y administrador) son los elementos que los inversores evalúan a la hora de decidir en qué producto invertir. En las titulaciones verdes, dado que los emisores en las operaciones diseñan un instrumento financiero comercializable agrupando *varios activos distintos* en un solo grupo, se plantea la cuestión de en cuál de los siguientes supuestos, una titulación puede ser calificada como "verde" o medioambientalmente sostenible:

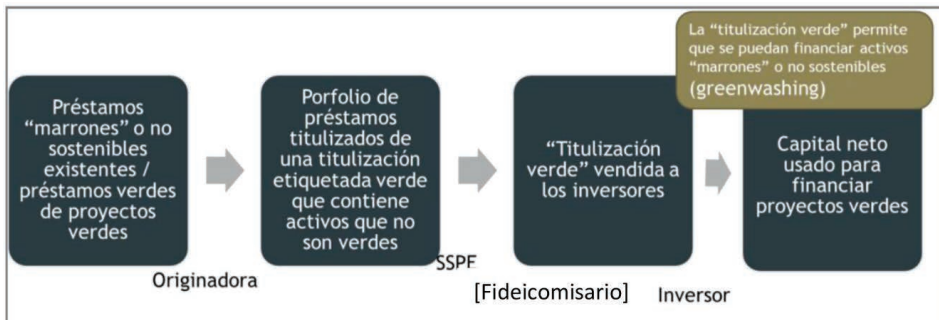
- (1) Una titulación puede ser calificada como "verde" cuando "los activos subyacentes" del grupo –alguno de los cuales pueden ser activos verdes y otros no–, "financian proyectos relacionados con el medio ambiente". Un ejemplo sería el siguiente:

67. BERROU, R., DESSERTINE, P. y MIGIORELLI, M., "An Overview of Green Finance", en MIGLIORELLI, DESSERTINE (eds.): *The Rise of Green Finance in Europe*, Palgrave, 2019, p. 17.

68. La Comisión Europea ha publicado una propuesta de definición del Estándar de Bono Verde Europeo. EU Green Bond Standard, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_20_424#3 (consultada el 9 de septiembre de 2022).

69. El CBI lo define como bonos "creados para financiar proyectos que tienen beneficios ambientales y/o climáticos positivos". CBI. <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (consultado el 9 de septiembre de 2022).

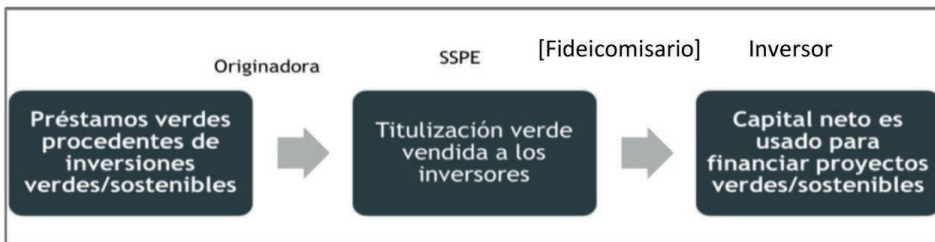
Figura 1 (elaboración propia)



O, de otro modo,

(2) Una titulización es "verde" sólo si todos los activos subyacentes del grupo son activos verdes (de acuerdo con la Taxonomía)⁷⁰. Un ejemplo sería el siguiente:

Figura 2 (elaboración propia)



Según la primera opción (ver Figura 1 *supra*), aunque los ingresos de la titulización fueran utilizados para financiar proyectos "verdes", la titulización etiquetada como "medioambientalmente sostenible" continuaría financiando activos no sostenibles, por lo que el rendimiento de los activos no se ajustaría estrictamente a los factores ASG. La principal crítica a esta opción es que estas disposiciones no eliminan el riesgo de *greenwashing* si los activos verdes y convencionales se agrupan en un mismo ABS⁷¹.

70. BERROU, R., *et al.*, "An Overview of Green Finance" ..., cit., p. 17.

71. Por ejemplo, el bono vinculado a los ODS emitido por ENEL en 2020 fue criticado por algunos inversores porque su "memorando informativo" contenía una cláusula de exención de responsabilidad en la que se subrayaba que la empresa podría no alcanzar su objetivo de "aumentar la proporción de su capacidad total instalada constituida por fuentes renovables". Si esto ocurriera, el cupón se incrementaría en 25 puntos. El inversor consideró que el bono vinculado a los ODS de Enel "[no] era un bono verde para [ellos]" y argumentó que "si se emite un bono verde, entonces este bono verde tiene que financiar los proyectos directos de transición a un 55% de renovables". El representante del inversor añadió que el aumento del cupón era una "opción al no cumplir sus objetivos en materia de renovables". En respuesta a las acusaciones de

Por ejemplo, algunos fabricantes de automóviles han emitido “préstamos verdes”⁷² justificando que la titulización era una ABS “verde” porque los ingresos netos de la titulización serían utilizados para financiar nuevos préstamos y arrendamientos de vehículos eléctricos e híbridos. Sin embargo, algunas de estas transacciones estaban respaldadas por préstamos de automóviles estándar (no verdes). Aunque la emisión de ABS verdes tiene como objetivo utilizar los ingresos netos para financiar una “actividad económica medioambiental”, algún inversor podría haber alegado que el proceso de la titulización no ha sido “verde” y, por lo tanto, la empresa proporcionó información falsa a los inversores cuando etiquetó dichos préstamos para automóviles como “préstamos verdes”.

Según la segunda opción (ver Figura 2), la “taxonomía verde” del activo que crea el bono titulado debe ser tenida en cuenta por el emisor al diseñar el instrumento financiero comercializable, además de que los ingresos deben utilizarse exclusivamente para otros préstamos o inversiones “verdes”. También existen ejemplos de titulizaciones que ha seguido este criterio vinculadas a proyectos de energías renovables⁷³.

El Reglamento 2017/2402 no establece un criterio estricto en cuanto a la naturaleza de los activos que pueden agruparse, sino que establece que una titulización comprende una transacción o un sistema respaldado por grupos de exposiciones, “homogéneos en cuanto al tipo de activos”. La “homogeneidad” a la que se refiere el precepto se refiere a que préstamos corporativos sean agrupados con préstamos corporativos, o grupos de préstamos y arrendamientos de automóviles con préstamos de este tipo, teniendo en cuenta el riesgo de crédito vinculado a la exposición, o a un grupo de exposiciones, de tal forma que la titulización pueda dividirse “en tramos”, es decir, un tramo es un segmento del riesgo de crédito vinculado a la exposición o al grupo de exposiciones⁷⁴. Por lo tanto, agrupar las exposiciones verdes o sostenibles y no sostenibles de préstamos corporativos es posible, teniendo en cuenta sus riesgos crediticios, de acuerdo con el Reglamento 2017/2402.

¿Qué ocurriría entonces si un inversor alegara que, conforme a una titulización etiquetada como verde conforme a la Figura 1 el emisor

que el bono SDG de Enel era un lavado verde, 2019, véase Investing Initiative, “Shooting for the Moon in a Hot Air Balloon?”, 2018, pp.5-8, El informe analiza que, dado que los bonos verdes se basan básicamente en el enfoque del uso de los ingresos, la mayoría de los bonos verdes no financian únicamente proyectos verdes, sino todo el balance del emisor [que puede incluir proyectos “no sostenibles” (“brown”)].

72. CBI, Deep-dive into recent green ABS: Toyota funds EVs & hybrids / WHEEL ABS from Citi & RenewFinancial for home energy efficiency loans / solar ABS from Sunrun, 2015, <https://www.climatebonds.net/2015/07/deep-dive-recent-green-abs-toyota-funds-evs-hybrids-wheel-abs-citi-renewfinancial-home> (consultada 7 de septiembre de 2022).

73. CBI, Deep-dive into recent green ABS..., cit.

74. Dependiendo de la posición en el tramo, el riesgo de pérdida de crédito sería mayor o menor que una posición del mismo importe en otro tramo. Véase el artículo 2 del Reglamento 2017/2402, definición de “tramo”.

omitió información relevante para los inversores? Por un lado, consideramos coherente que, en una titulización etiquetada como “verde” los inversores pudieran estar interesados en saber que la cartera de activos que forman el bono/préstamo titulado no está formada, o no completamente formada, por “activos verdes”. Asimismo, el Artículo 7 del Reglamento 2017/2402, siguiendo la línea del Artículo 6 del Reglamento 2017/1129, establece que las originadoras, las patrocinadoras y los SSPE deberán divulgar “toda la documentación subyacente que sea esencial para la comprensión de la transacción”⁷⁵ dado que “la capacidad de los inversores o potenciales inversores para ejercer la diligencia debida y realizar una evaluación informada” de los riesgos de sostenibilidad de un instrumento de titulización verde “depende de su acceso a la información sobre dichos instrumentos”⁷⁶.

No obstante, en nuestra opinión, el argumento del inversor no sería inequívoco. Para las titulaciones de préstamos de automóviles, el artículo 22(4) del Reglamento 2017/2402 establece que “cuando las exposiciones subyacentes sean préstamos residenciales o préstamos o arrendamientos para automóviles”, el originador o el patrocinador divulgarán “la información disponible relacionada con el rendimiento medioambiental de los activos financiados por dichos préstamos residenciales o préstamos o arrendamientos para automóviles”⁷⁷, de tal manera que en el Reglamento el destino de los ingresos conseguidos con la emisión (*net proceeds*) parece prevalecer sobre la naturaleza de los activos que conforman el “pool” de activos titulizados.

Asimismo, el Reglamento 2020/852 y la BVEu no establecen la obligación de que el emisor verifique que todos los títulos de crédito de la cartera cumplen con un criterio válido para etiquetar los títulos de crédito como “activos verdes”, o que las autoridades nacionales competentes deban supervisar si los “títulos verdes” cumplen con dicho criterio válido, o qué consecuencias legales específicas existen para los casos de incumplimiento (*green default*). De hecho, el Reglamento 2020/852 permite que los créditos empresariales puedan calificarse como parcialmente alineados con la Taxonomía (por ejemplo, un porcentaje inferior al 100% de los ingresos netos se utiliza para financiar inversiones sostenibles). Esto hace que sea

75. La disposición incluye, pero no se limita a una lista de documentos, como el folleto, la oferta final o el acuerdo de venta de la titulización. Véase el artículo 7(1)(b) del Reglamento 2017/2402.

76. Considerando (12) del Reglamento 2017/2402. Asimismo, el Artículo 46 establece que en 2022 la Comisión presentará un informe en el que se evaluará, entre otras cuestiones, si los requisitos establecidos para las titulaciones STS para los ABS de automóviles y los préstamos residenciales pueden ampliarse a otras exposiciones subyacentes, con vistas a integrar la divulgación de información medioambiental, social y de gobernanza. Sin embargo, el reglamento STS no hace del “rendimiento medioambiental” una condición para la calificación STS.

77. Subrayado añadido.

más difícil garantizar que todo un proceso de titulización vaya a ser completamente "verde"⁷⁸.

El problema persiste en toda la cadena de valor financiera (desde los emisores, patrocinadores, originadores hasta los inversores institucionales, fiduciarios, etc.) hasta que el producto de inversión es adquirido por los inversores finales. A la incertidumbre regulatoria se une que una titulización conformada por un pool de activos mixtos verdes y convencionales puede, probablemente, ir acompañada de un contrato que exime de cualquier responsabilidad al emisor por los riesgos de sostenibilidad incluidos en la documentación de la oferta (información precontractual).

La falta de claridad en cuanto a los activos que pueden ser titulizados en una oferta de bonos/préstamos "verdes", unido a la falta de consecuencias legales vinculadas a la información falsa y omisiones de información sostenible en la regulación financiera de la UE, y en el Reglamento 2017/2402, unido al incremento de costes y las dificultades de medición de los riesgos sostenibles (físicos y de transición) puede disuadir a algunos emisores de incorporar una información detallada en los procesos de titulización verde (adoptan el proceso de la Figura 1, *supra*), y animar a otros operadores a integrar disposiciones contractuales en los contratos de compraventa de títulos verdes que limiten su responsabilidad en cuanto a la veracidad de la emisión verde o la gravedad real de los riesgos medioambientales divulgados en los folletos informativos de oferta pública. Finalmente, esta situación podría socavar la confianza de los inversores en el mercado de instrumentos financieros verdes su credibilidad en la transformación del mercado financiero⁷⁹.

78. Considerando (12) del Reglamento 2017/2402. No obstante, Sunrun ha emitido un ABS "solar" verde que ha sido titulizado contra el flujo de caja generado por una cartera de sistemas de energía solar residencial. Véase CBI, *Deep-dive into recent green ABS...*, cit.

79. Algunos autores sostienen que sólo los proyectos verdes que dependen de la creación de activos con etiqueta verde pueden considerarse titulizaciones verdes, y que el resto (los ABS parcialmente verdes) contribuyen al "lavado verde". Véase BERROU, R., *et al.*, "An Overview of Green Finance"..., cit., p. 17 *et seq.* Los autores sostienen que los "activos verdes" deben agruparse por separado de otros "activos convencionales", ya que la titulización verde sólo debe comprender carteras garantizadas por activos verdes. Por ejemplo, "estructuras basadas en hipotecas como los ABS solares, los ABS de automóviles eléctricos, los ABS de energía limpia evaluados por la propiedad, los valores respaldados por hipotecas residenciales y comerciales (RMBS y CMBS) y los bonos cubiertos". Sobre cómo el mal uso de la información y la divulgación de falsedades relativas a los títulos y los emisores por los operadores del mercado puede afectar a la confianza en este y cómo estos hechos manipulan el mercado, ver MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation...*, cit., p. 703. Asimismo, la AMFE señala que "las transacciones que se basan en el 'uso de los ingresos' pueden optar a la etiqueta más amplia de bono 'verde' o 'sostenible'. Sin embargo, la etiqueta de 'titulización sostenible' debe utilizarse sólo en las transacciones 'colateralizadas por activos ESG' y 'no debe aplicarse a las titulizaciones que se basan únicamente en el uso de los ingresos obtenidos'". Véase AFME, "Position Paper 'Principles of Developing Green

El riesgo de blanqueo ecológico y los riesgos asociados al proceso de titulización son dos razones importantes por las que algunos expertos sostienen que la recuperación de estos mercados de titulizaciones “genera preocupación” en algunos inversores⁸⁰. Una “titulización estructurada”, como propone la Comisión Europea⁸¹, requeriría, en nuestra opinión, más allá de la introducción de nuevos requisitos normativos en la legislación, el refuerzo de los poderes de los supervisores públicos y un mecanismo de supervisión privada, para asegurar que el proceso de titulización verde cumple con las salvaguardias mínimas antes de que el producto llegue al inversor final.

2. ¿QUIÉN DEBERÍA PUBLICAR LA “NATURALEZA VERDE” DEL ACTIVO (EMISORES, PATROCINADORAS, ORIGINADORAS)?

Una vez que un inversor decide emprender una acción judicial contra el emisor por no haber tenido en cuenta la “taxonomía verde” del activo a la hora de diseñar el instrumento financiero comercializable, y haber omitido este hecho o no haberle informado debidamente de la “naturaleza mixta” de la titulización, ¿La acción debería ir dirigida contra el emisor, o qué actores podrían ser responsables por la información divulgada en el documento de oferta pública?

El Reglamento 2017/2402 impone requisitos de transparencia a los originadores, patrocinadores y SSPE y requisitos de diligencia debida a los inversores institucionales para evaluar los riesgos de la titulización y la posición subyacente⁸². La información divulgada se pondrá a disposición de los titulares de posiciones de titulización (inversores), de las autoridades

Securitisation Market in Europe”, 2019, p. 5. Véase también PETIT, C., SCHLOSSER, P., “Rationale, Potential and Pitfalls of Green Securitization”, *Robert Schuman Centre for Advanced Studies Working Papers*, 2020, pp. 3, 12.

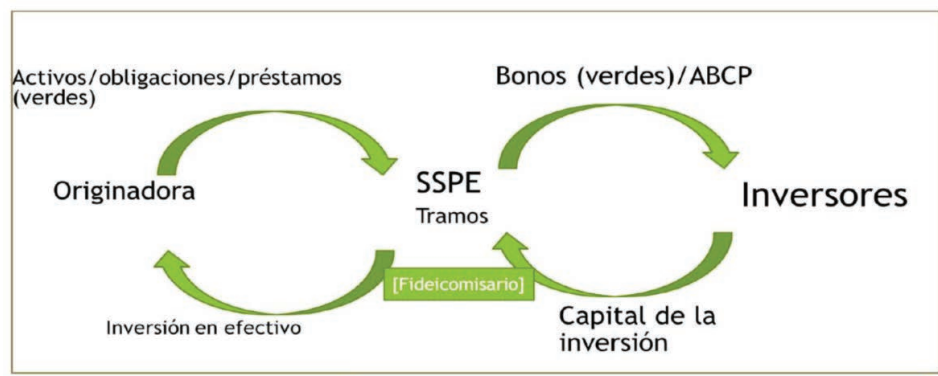
80. Véase BARNES, D. “Securitisation is Back, and Green Finance must Stray Far Away”, *Positive Money*, 2019, <https://positivemoney.org/2019/09/securitisation-is-back-and-green-finance-must-stray-far-away/> (consultada el 10 de septiembre de 2022). Véase MAGLIORELLI, M., DESSERTINE, P., “From Transaction-Based to Mainstream Green Finance”, en MAGLIORELLI, DESSERTINE (eds.). *The Rise of green finance*. Palgrave, 2019, p. 167 y las referencias ahí citadas.

81. Comisión Europea, “Titulización”, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/securitisation_en. (Consultada el 10 de septiembre de 2022). Asimismo, a favor de la promoción de la titulización verde por ser una herramienta útil de recuperación post-Covid 19 véase, por ejemplo, EBA, “Respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la estrategia renovada de financiación sostenible”, 2020.

82. Artículos 5 y 7 del Reglamento 2017/2402, que permite el establecimiento de un “depósito de titulización”, una entidad destinada a ser una fuente única y supervisada de los datos necesarios para los inversores. La originadora, la SPPE y la patrocinadora deberán designar entre ellas cuál será el repositorio de titulizaciones y esta entidad deberá cumplir con el requisito de divulgación. El repositorio de supervisión tiene por objeto facilitar el acceso del inversor a la información pertinente relativa a la titulización verde y a las exposiciones subyacentes.

competentes y, si lo solicitan, de los inversores potenciales⁸³. La Figura 3 refleja un esquema de una titulización sencilla y los operadores que intervienen en ella:

Figura 3 (elaboración propia)



En primer lugar, las originadoras, las patrocinadoras y las SSPE desempeñan un papel fundamental en la operación de titulización en lo que respecta a la divulgación de información relativa a los ABS verdes. El originador o prestamista original es la entidad (normalmente un banco) que adquiere las obligaciones del deudor y posteriormente dará lugar a la exposición que será titulizada. El originador transfiere los activos o créditos (verdes) a la entidad de propósito especial de titulización (SSPE) y aislará los activos de sus propios balances. Los valores se empaquetan en un SSPE, que puede ser un fideicomisario o una empresa con entidad jurídica independiente del originador o patrocinador. Dado que el SSPE ejerce la emisión de los activos una vez son titulizados, se convierte en el “emisor” de los títulos verdes (bonos/préstamos verdes) y es la parte que suele recopilar la información pertinente relativa a la operación. El patrocinador, como el originador, puede coleccionar activos para titularlos y gestionar la cartera⁸⁴.

En segundo lugar, los inversores institucionales son operadores relevantes, ya que adquieren y revenden los bonos verdes titulizados en el mercado secundario (adoptan una posición en el mercado). Si el patrocinador, el originador o el SSPE divulgan el folleto (en las ofertas públicas)⁸⁵, o los documentos de oferta (en las ofertas privadas) que contienen la información esencial relativa a la exposición subyacente para la comprensión del folleto, los factores de riesgo y otras características principales de la

83. Artículo 7(1) del Reglamento 2017/2402.

84. Véase el Artículo 2 del Reglamento 2017/2402, las definiciones de “originador”, “SSPE” y “patrocinador”.

85. En las ofertas públicas se aplican las normas generales de divulgación previstas en el Reglamento 2017/1129. El Reglamento 2017/1129 se aplica cuando hay un folleto, un documento de oferta de valores.

titulización, los inversores institucionales⁸⁶ deben verificar la información proporcionada por el originador, patrocinador o SSPE antes de adoptar una posición en el mercado, conforme al Artículo 5 del Reglamento 2017/2402⁸⁷. Asimismo, cuando los inversores institucionales mantienen una posición en una titulización, deben evaluar el riesgo vinculado a esa posición y las exposiciones subyacentes que pueden “influir de manera importante en el rendimiento de la posición en la titulización”⁸⁸, así como establecer procedimientos proporcionados de gestión de riesgos. Al poner a disposición productos financieros medioambientalmente sostenibles, el procedimiento de gestión de riesgos debería incluir una evaluación y revelación de las credenciales medioambientales de sus posiciones⁸⁹.

Por último, los fideicomisarios pueden tener un rol fundamental en la titulización verde en tanto que representantes de los intereses de los inversores, incluyendo las potenciales acciones legales por incumplimientos de revelación de información sostenible relevante para el inversor⁹⁰. Los fideicomisarios son entidades que ayudan a los inversores a emprender acciones correctas para proteger sus intereses y evitar aquellas que puedan afectar negativamente al rendimiento de la transacción. Mientras que su función es clave para garantizar que el inversor reciba información material sobre sostenibilidad en la titulización verde, el problema subyacente es que su relación con los inversores es contractual y esto puede hacer que limiten su responsabilidad en una disposición contractual o que no tengan incentivos a comprometerse con los inversores si ellos tuvieran que asumir responsabilidad legal derivada de su función⁹¹. Sin embargo, esto podría corregirse si, aunque interactuaran directamente con el inversor, actuaran también conjuntamente o bajo mandato de un supervisor financiero⁹².

86. El concepto de “inversor institucional” abarca las entidades de crédito, las empresas de inversión, las empresas de seguros y reaseguros, los gestores de fondos de inversión alternativos (“GFIA”), los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y los fondos de pensiones regulados y las sociedades de gestión.

87. Véase el Artículo 5 del Reglamento 2017/2402. Los inversores institucionales también verifican que el originador y/o el patrocinador conceden el crédito mediante criterios bien definidos y cumplen la norma de retención de riesgos.

88. Véase el Artículo 5(3)(b). “Las definiciones de incumplimiento específicas de la transacción” es uno de los riesgos enumerados en la disposición que deben evaluarse.

89. Considerando 18. El Reglamento 2020/852 establece como principio general que los gestores de fondos y los inversores institucionales que venden productos financieros “deben revelar” la credencial medioambiental que hace que sus actividades económicas y sus inversiones sean ambientalmente sostenibles.

90. RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E. y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance...”, cit., sección 3, en relación con la figura del “fideicomisario verde”.

91. RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E. y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance...”, cit., p. 29.

92. Art. 45 y ss. Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre los bonos verdes europeos 2021/0191 (COD), propone la creación de un “revisor externo”, elegido por la AVME.

Por lo tanto, los emisores (SSPE o patrocinador/organizador) pueden proporcionar información inexacta, incompleta o falsa en relación con los riesgos de sostenibilidad vinculados a la posición de titulización y la exposición subyacente. Sin embargo, el acuerdo de compra que el emisor celebra con los inversores institucionales puede eximir de responsabilidad al emisor o dar más valor a la evaluación de diligencia debida que se supone que debe ejercer el inversor institucional. En el momento en que los inversores finales adquieren los bonos verdes, varias disposiciones contractuales de diferentes contratos pueden limitar el derecho del inversor a reclamar contra la información engañosa sobre sostenibilidad prevista en el folleto o la documentación de la oferta. Además, como mencionamos en la sección 2, el Reglamento 2017/1129 y 2017/2402 no desarrollan un régimen de responsabilidad específico para los litigios relativos a la información engañosa en el folleto o la documentación de la oferta.

IV. RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD POR INFORMACIÓN SOSTENIBLE FALSA U OMISIONES RELEVANTES EN FOLLETOS INFORMATIVOS EN LA JURISPRUDENCIA

El número de demandas ante tribunales civiles y mercantiles por incluir información sobre los factores y riesgos ASG engañosa ha aumentado en los últimos años, lo que demuestra que las empresas de servicios de inversión se enfrentan a altos riesgos de litigación⁹³. No obstante, ese crecimiento ha sido mayor en Estados Unidos, Australia y Reino Unido, en comparación con la UE. Por ese motivo, en este apartado nos referiremos a algunos casos resueltos por la jurisprudencia norteamericana y australiana en conflictos privados sobre finanzas sostenibles donde el núcleo del conflicto era determinar si la información publicada en un folleto contenía información relevante sobre los riesgos de sostenibilidad o no. Nuestro objetivo de identificar los elementos claves utilizados por los tribunales para resolver la disputa, así como para identificar posibles disputas que pueden surgir dentro de la UE y los obstáculos o limitaciones que pueden encontrarse los tribunales nacionales para resolverlas.

Es un elemento común a las jurisdicciones citadas que los inversores alegan en sus demandas que el emisor incumplió la regulación financiera al publicar folletos o documentos de oferta final engañosa o incompleta sobre elementos esenciales a la hora de decidir en qué producto (*securities claim*), incumpliendo la obligación legal de publicar información significativa para el inversor (*material information*)⁹⁴. En algunos casos, un grupo de inver-

93. SOLANA, J. "Climate Litigation in Financial Markets: A Typology". *Transnational Environmental Law*, 9(1), 103-135, donde el autor proporciona una clasificación general de conflictos climáticos en el mercado financiero.

94. En Estados Unidos, los tenedores de bonos de Volkswagen iniciaron una acción colectiva contra Volkswagen en *BRS c Volkswagen AG, et al.*, Case No. 16-cv-3435 (2017 WL 3058563). (Volkswagen omitió información relevante sobre las emisiones reales de los

sores o accionistas demandan al órgano de gestión por incumplimiento de sus deberes fiduciarios, en particular por incumplimiento del deber de información, por ejemplo, al considerar que la sociedad ofrece una imagen sostenible de la actividad económica de la empresa que no se correspondía con la realidad (*class action derivative suit*)⁹⁵.

En la UE no existe un régimen de responsabilidad armonizado para los incumplimientos derivados de omisiones materiales o declaraciones engañosas incluidas en la documentación de la oferta y el TJUE, hasta donde sabemos, aún no se ha pronunciado sobre si los tribunales nacionales deberían seguir un criterio común en disputas sobre posibles declaraciones engañosas en folletos informativos de los criterios de sostenibilidad asociados a un producto financiero sostenible.

En la UE, el Artículo 11.2 del Reglamento 2017/1129 establece explícitamente que los Estados miembros desarrollarán una normativa sobre

“vehículos diésel limpios” vendidos por la empresa en una oferta privada de bonos. El tribunal sostuvo que la documentación de la oferta de bonos en la que se incluían los factores de riesgo no reconocía las probables responsabilidades relacionadas con el fraude de las emisiones. Así, el demandante argumentó que el demandado hizo declaraciones y omisiones falsas y engañosas en el memorando de oferta, los informes anuales, los comunicados de prensa y los informes de responsabilidad social y sostenibilidad de la empresa). En Australia, por ejemplo, *Abrahams c. Commonwealth Bank of Australia* (2017, VID879/2017) (los accionistas retiraron la demanda) y *McVeigh c. Retail Employees Superannuation Trust* (2018 NSD1333/2018) (las partes llegaron a un acuerdo después de que la demandada aceptase que el cambio climático supone un riesgo significativo para las inversiones y el fondo debe controlar esos riesgos para proteger a sus clientes).

95. En Estados Unidos, por ejemplo, *The People of the State of New York c. Exxon Mobil Corporation* 452044/2018 N.Y. Sup. Ct. y *Commonwealth c. Exxon Mobil Corp Appeals Court No. 2021-P-0680* (en ambos casos la empresa de petróleo y gas fue demandada por revelar información inexacta en cuanto a los costes del cambio climático de la empresa a sus accionistas e inversores); *York County c. Rambo*, 3:19-cv-00994, N.D. Cal., párr. 60. (Se trata de un caso pendiente en el que una coalición de fondos de pensiones e inversores está demandando a la empresa de servicios públicos, el emisor del prospecto, y a su empresa matriz, el suscriptor, alegando que “Con posterioridad a, y debido a, la falta de divulgación por parte de los demandados del verdadero estado de los negocios y las operaciones de PG&E y de los riesgos planteados por las prácticas laxas de la empresa en materia de seguridad contra incendios forestales, el valor de estos pagarés senior ha disminuido sustancialmente”). En Reino Unido, *ClientEarth v BP*, <https://www.oecdwatch.org/complaint/clientearth-vs-bp/> (consultada el 3 de septiembre de 2022) (BP es demandada por vulneración de las orientaciones de la OECD al hacer publicidad de un gasóleo sostenible que podía confundir a los consumidores). En la UE, los tribunales holandeses resolvieron el caso *BankTrack, et al. vs. ING Bank*, http://climatecasechart.com/wp-content/uploads/sites/16/non-us-case-documents/2019/20190419_11365_decision.pdf (consultada el 3 de septiembre de 2022) (Una coalición de ONGs demandó a ING Países Bajos por no fijar objetivos de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero de sus productos financieros. Las partes llegaron a un acuerdo a través de un procedimiento de mediación), http://climatecasechart.com/climate-change-litigation/wp-content/uploads/sites/16/non-us-case-documents/2019/20190419_11365_decision.pdf. (consultada el 9 de septiembre de 2022).

responsabilidad administrativa, penal y civil por la información contenida en el folleto, mientras que los Artículos 32 y 33 del Reglamento 2017/2402 enumeran los supuestos de incumplimiento que justifican la aplicación de sanciones administrativas adecuadas y “medidas correctoras” por negligencia o infracciones intencionadas, y especifican que también los Estados miembros deberán desarrollar medidas coercitivas, incluyendo los supuestos por incumplimiento de los requisitos de transparencia previstos en el Artículo 7⁹⁶. Así, los inversores deberán hacer valer sus derechos mediante una acción extracontractual que deberán presentar ante los tribunales ordinarios competentes de un Estado Miembro competente para conocer y resolver la disputa⁹⁷.

En este sentido, resulta relevante plantear que los inversores, en determinadas disputas, y si así lo acuerdan en el contrato de compraventa de títulos, pueden acudir al arbitraje comercial para resolverla. Un análisis exhaustivo sobre esta cuestión excede los límites de este artículo, pero merece la pena destacar que el arbitraje como método alternativo de resolución de disputas en materia de sostenibilidad financiera está en auge, especialmente en disputas derivadas de acuerdos de financiación entre un “fondo verde” (*Green Funds*) y los beneficiarios en el reparto de la financiación⁹⁸.

En la jurisdicción ordinaria uno de los mayores obstáculos para los inversores cuando inician una acción contractual, y especialmente extracontractual, sería determinar quién es responsable por la información contenida en el folleto, puesto que la demanda irá dirigida contra ella (ver apartado 1 *infra*). En segundo lugar, el inversor-demandante tiene la carga de probar la existencia de una omisión o engaño suficientemente relevante como para concluir que un inversor razonable se habría visto influido por ellas a la hora de tomar la decisión de invertir, que la omisión o el engaño deriva de una actuación negligente o intencional del emisor y el nexo causal entre la omisión o engaño del emisor y el perjuicio alegado por el inversor por suscribir o comprar el instrumento financiero verde (ver apartado 2 *infra*).

96. Artículo 11 del Reglamento 2017/1129 y artículo 32 del Reglamento 2017/2402. Los Estados miembros tienen discreción para desarrollar cualquier sanción siempre que sea “efectiva, proporcionada y disuasoria”, y las autoridades competentes tendrán en cuenta la “importancia, gravedad y duración de la infracción”. El régimen de responsabilidad en el que se debe tener en cuenta la intención o la negligencia se aleja de la responsabilidad estricta por incumplimiento.

97. Sobre las dificultades para determinar el “lugar del daño”, véase GARGANTINI, M., “Prospectus Liability...” cit.

98. CCI, “Informe sobre resolución de disputas relacionadas con el cambio climático”, <https://iccwbo.org/publication/icc-arbitration-and-adr-commission-report-on-resolving-climate-change-related-disputes-through-arbitration-and-adr/> (consultada 10 de septiembre de 2022), pp. 55-58. No obstante, otros informes revelan que las demandas ante tribunales ordinarios siguen siendo superiores. Por ejemplo, Clyde&Co, “Climate Change Litigation, Insights into the evolving global landscape”, 2019.

1. DEBERES FIDUCIARIOS Y RESPONSABILIDAD EMPRESARIAL

En las ofertas públicas de valores, el Reglamento sobre la Taxonomía y el SFDR no regulan la responsabilidad de los emisores por incumplimiento de la obligación de divulgación de riesgos ASG. Si observamos el Reglamento 2017/1129, su Artículo 11.1 establece que serán responsables por el contenido del folleto serán el “emisor, el oferente, la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado o el garante” (énfasis añadido). Así, nos preguntamos si, aunque la regulación financiera de la UE no establezca de forma inequívoca la responsabilidad de los órganos de administración del emisor, cabría la posibilidad de justificar que los administradores están sujetos a deberes fiduciarios que les obliga a evaluar y tener en cuenta los criterios medioambientales en sus procesos de toma de decisiones de inversión⁹⁹.

En este sentido, resultaría necesario determinar si el originador, el patrocinador, o el emisor-SSPE en el mercado secundario, tienen un deber fiduciario con los inversores¹⁰⁰ cuando estos son destinatarios de esa información en la emisión de valores o en las operaciones de titulización, o si tal deber fiduciario existe sólo cuando existe en las relaciones directas entre el vendedor de títulos y el inversor que adquiere el título. Estos deberes fiduciarios comprenden un estándar de cuidado, lealtad y diligencia para tomar decisiones estratégicas y de inversión. En este contexto, nos preguntamos cuál sería el ámbito de aplicación de los deberes fiduciarios de los emisores con respecto a la protección de los intereses de los tenedores de bonos, los cuales pueden verse perjudicados por los riesgos asociados a los productos financieros que ofertan¹⁰¹.

99. Sobre el impacto de los factores ASG en las decisiones del gobierno corporativo, véase PERALES VISCASILLAS, M. P., “Retos y tendencias actuales en sostenibilidad y gobierno corporativo: una mirada tras el Covid-19”, *Revista Española de Seguros*, 185-186, 2021, pp. 9-38.

100. En el caso de las titulizaciones STS, el Artículo 21(10) del Reglamento 2017/2402 establece que la documentación de la transacción incluirá disposiciones que “definan y asignen claramente a los tenedores de bonos y las responsabilidades del fiduciario”, así como definirá claramente “otras entidades con obligaciones fiduciarias para con los inversores”. No obstante, en EE.UU., algunos tribunales han dictaminado que un tenedor de deuda no puede ejercer los derechos de un accionista, ya que no son titulares de capital y sus derechos y obligaciones se negocian y detallan en el contrato. Véase, por ejemplo, *Simons c. Cogan*, 542 A.2d 785 (Del. Ch. 1987), *aff'd*, 549 A.2d 300 (Del. 1988).

101. Un análisis exhaustivo de los deberes de diligencia de los administradores, fiduciarios, SSPE y las diferencias entre la relación contractual de los acreedores y los accionistas es incluido en RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitisation*. Oxford University Press, 2010, paras. 4.02-4.85.

Asimismo, el Artículo 24 (1) de la MiFID II, que regula el principio de conducta empresarial, exige a las empresas que “actúen con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes” cuando las empresas presten “servicios de inversión o servicios auxiliares”.

Por un lado, el Reglamento 2017/1129 identifica al emisor, oferente, la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado o el garante como las personas que pueden ser declaradas responsables por la información contenida en el folleto y, por consiguiente, estas personas tendrían capacidad legal para ser demandadas por información engañosa o incompleta contenida en el folleto. Sin embargo, esto no significa que el estándar de cuidado y diligencia del emisor se extienda a cualquier inversor que alega haber sufrido un daño, por lo que puede que haya inversores que no dispongan de capacidad legal para demandar al emisor por incumplimiento de sus deberes fiduciarios por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto.

La responsabilidad por incumplimiento del deber de diligencia ha sido interpretada ampliamente en el ámbito de la responsabilidad de un grupo de sociedades. En *Milieudefensie c. Shell*, una disputa entre un grupo de civiles residentes en Nigeria contra la filial nigeriana de Shell, el tribunal del distrito de La Haya, basándose en un “deber de diligencia no escrito” previsto en su Código civil, extendieron la responsabilidad de los actos de la sociedad filial nigeriana a la sociedad matriz holandesa, obligándola adaptar las políticas del grupo para acelerar la reducción de emisiones CO₂¹⁰². Asimismo, el Tribunal Supremo de Reino Unido decidió en la impugnación jurisdiccional de *Okpabi and others v Royal Dutch Shell Plc* en estos mismos términos, basándose en el deber de diligencia previsto en los principios generales del *common law*¹⁰³.

No obstante, en el ámbito de las transacciones de productos financieros, algunos expertos sostienen que las empresas sólo deben tener fiduciarios para con sus accionistas y, por tanto, rechazan la idea de que las empresas tengan deberes fiduciarios para con los inversores tenedores de bonos (*bondholders*)¹⁰⁴. No obstante, admiten que los inversores pueden reclamar contra los emisores en virtud de los pactos implícitos de buena fe y trato justo entre las empresas y los inversores (o clientes), que los emisores deben asegurar en las relaciones precontractuales¹⁰⁵.

El fundamento de lo anterior radica en la existencia de un pacto implícito que protege la “expectativa” de los inversores titulares de bonos. Este pacto se aplica a situaciones en las que los emisores “[toman] medidas para impedir que los titulares de los bonos reciban la información” que

102. C/09/571932 / HA ZA 19-379, *Milieudefensie c. Shell* de 26 de mayo de 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337.

103. *Okpabi and others v Royal Dutch Shell Plc and another* [2018] EWCA Civ 191, UKSC 2018/0068.

104. Sobre la diferencia de deberes fiduciarios hacia accionistas y tenedores en la tradición *common law*, véase COREY, S., MARR, S. W. y SPIVE, M. F., “Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?”, *Fla. St. U. L. Rec.* 18, 971, 1991, p. 990, citando *Shenandoah Life Ins. Co. c. Valero Corp.*, No. C. A. 9032 (Del. Ch. June 21, 1988) (Westlaw No. 1988 WL 63491).

105. COREY, S., *et al.*, “Are Bondholders Owed a Fiduciary Duty?”..., cit., p. 990 *et seq.*

necesitan antes de tomar una decisión de inversión. Por ejemplo, el emisor incumpliría el pacto si omitiese información relevante sobre el impacto adverso de la actividad empresarial en el medioambiente y viceversa¹⁰⁶. El pacto implícito es considerado una herramienta adicional para proteger el derecho del inversor a recibir información relevante o material para tomar una decisión de inversión informada. La principal desventaja de este enfoque es que el inversor mantiene la carga de probar que la sociedad emisora (o patrocinadora, originadora o el SSPE en el mercado secundario) actuaron de mala fe al publicar el documento de oferta final.

Asimismo, el Reglamento 2017/2402 no especifica que el SSPE, la originadora o la patrocinadora sean entidades con deberes fiduciarios. Únicamente en las titulaciones estandarizadas y simples (STS) el reglamento establece que la documentación de la operación deberá identificar “otras entidades con deberes fiduciarios”. Sin embargo, en el caso de las titulaciones STS, el considerando 33 del Reglamento establece que los inversores “deben poder confiar en la notificación STS y en la información divulgada por el originador, el patrocinador y el SSPE”.

Esta consideración vincula ligeramente a los tenedores de bonos con los emisores y propone que las entidades, a la hora de tomar sus decisiones de inversión, deben considerar el impacto de sus decisiones corporativas en terceros¹⁰⁷. En otras palabras, el hecho de que el SSPE, el originador o el patrocinador en los documentos de oferta y los folletos puedan ser considerados responsables por no tener en cuenta los intereses de los no accionistas, incumpliendo sus deberes fiduciarios, depende de lo que contenga la oferta de venta de la titulación.

Por otro lado, existe una figura que podría ser relevante para proteger los intereses de los inversores en transacciones complejas como son las titulaciones: el fideicomisario, que desempeña un papel importante en la elección de la inversión realizada por el inversor. Los fideicomisarios son entidades privadas encargadas de hacer valer los derechos de los inversores y, por lo tanto, de proteger sus intereses. La figura del fideicomisario “verde” podría ser útil para persuadir a los emisores de productos financieros sostenibles a publicar información apropiada al producto que ofertan en tanto que un experto, el fideicomisario, evaluaría esa información. Por ejemplo, si se produjeran incumplimientos de los pagarés como consecuencia del incumplimiento de la obligación de información por parte del emisor o del depositario de la titulación verde, los inversores darían instrucciones al fiduciario para que ejecutara los derechos a favor de los inversores garantizados (acreedores).

106. *Pittsburgh Terminal Corp. v. Baltimore & Ohio R. R.*, 680 F.2d 933 (3d Cir.), cert. denied, 459 U.S. 1056 (1982).

107. CAMPBELL, R. B., FROST, C. W., “Managers’ Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)”, *J. Corp. L.* 32, 491, 2007, pp. 1-37.

De nuevo, la cuestión es determinar cómo configurar la responsabilidad de esta figura cuando interactúa con los inversores. El Artículo 21(10) del Reglamento 2017/2402 establece que la documentación de las titulaciones STS y de los programas ACBP definirá las “responsabilidades del fideicomisario” y de “otras entidades con obligaciones fiduciarias para con los inversores”. En este sentido debemos tener en cuenta que la relación entre inversor y fideicomisario es contractual. Por tanto, la responsabilidad del fideicomisario puede estar limitada a lo dispuesto en el contrato, donde el fideicomisario tiene incentivos para blindar su responsabilidad por los daños que sufra el inversor.

En Reino Unido han definido el rol del fideicomisario para supuestos específicos. Los administradores de fondos de pensiones son requeridos para que tengan en cuenta las consideraciones de sostenibilidad que son importantes para el rendimiento financiero de la cartera¹⁰⁸. Para ello, es necesario que los fideicomisarios “verdes” tengan en cuenta los factores ASG, especialmente si las partes acordaron tener en cuenta los riesgos de sostenibilidad en el proceso de inversión, *salvo que* tales factores tengan un impacto significativo en el *rendimiento financiero* del inversor¹⁰⁹. Esto está en consonancia con el Reglamento 2019/2088, que define el “riesgo de sostenibilidad” como un evento o condición ASG que “si se produce, podría causar un impacto negativo material real o potencial en el valor de la inversión”¹¹⁰. Por lo tanto, dado que los fideicomisarios protegen los intereses de los inversores, sería lógico que tuvieran en cuenta los eventos ASG para actuar en el mejor interés de sus clientes.

108. DAVIES, P. *Introduction to Company Law*, Oxford University Press, 2019. Asimismo, el PNUMA afirma que la integración de los factores ASG en el proceso de toma de decisiones de inversión es coherente con los deberes fiduciarios de los inversores institucionales, ya que éstos son “impulsores del valor de las inversiones a largo plazo”.

109. Algunos casos de la antigua jurisprudencia indican que los deberes fiduciarios de los fideicomisarios, o de otros inversores institucionales, no incluyen que deban realizar inversiones ASG basándose únicamente en convicciones morales. Véase *Cowan v Scargill*, ChD 13 Apr 1984, donde el propósito del fondo es la provisión de beneficios financieros, el mejor interés de los beneficiarios es normalmente su mejor interés financiero, sin referencia a consideraciones morales o políticas. En el caso *Martin v Edinburgh District Council* (2017, Scot1C 195_2017) se establece que existe el deber de no obstaculizar la discrecionalidad de las inversiones por razones ajenas, como las de carácter político o moral. En la misma línea, *McVeigh v. Retail Employees Superannuation Trust...*, cit.

110. Véase el artículo 2(22) y el considerando (12) de la DRSF establece que preserva los “requisitos para que los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros actúen en el mejor interés de los inversores finales”, lo que posteriormente significa llevar a cabo una “diligencia debida adecuada antes de realizar las inversiones”. Asimismo, en el Reino Unido, la normativa modificada de los regímenes de pensiones de jubilación incluye las consideraciones ASG en la definición de “consideraciones financieramente importantes”, lo que sería coherente con los deberes fiduciarios de los fideicomisarios y los gestores de inversiones.

2. INFORMACIÓN MEDIOAMBIENTAL ENGAÑOSA Y EL ESTÁNDAR DE MATERIALIDAD

En la UE, el Artículo 8 del Reglamento 2020/852 obliga a incluir qué contribución al medioambiente efectuará la actividad económica del emisor cuando esta oferta y etiqueta productos como “medioambientalmente sostenibles”. El Artículo 8 del Reglamento 2019/2088 obliga a las empresas a incluir de forma razonada de qué manera el producto financiero que ofrecen cumple con los criterios ASG anunciados en el folleto, o con cualquier otro criterio sostenible publicitado. De acuerdo con los Artículos 4 y 11, a partir de diciembre de 2022, también deberán publicar qué impacto adverso puede generar ese producto en los factores de sostenibilidad.

Por otro lado, la propuesta CSRD persigue convencer a las empresas para que además estas integren los riesgos ASG en sus tomas de decisiones estratégicas y de inversión. Todas las declaraciones comprendidas en los preceptos citados deben ser relevantes para que el inversor pueda tomar una decisión de inversión informada. Así, la información publicada en materia de sostenibilidad debe ser “relevante”¹¹¹. Este lenguaje coincide con la información “pertinente para el inversor” que debe ser divulgada de acuerdo con el Artículo 6 del Reglamento 2017/229.

El problema surge cuando el inversor reclama que la información es engañosa o incompleta y, por consiguiente, no cumple con la normativa de valores en vista de que los Reglamentos anteriormente citados no establecen un reparto de riesgos y responsabilidades entre los operadores del mercado cuando estos compran y venden productos financieros. Marco Lamandini y David Ramos explican cómo el diseño de la norma de divulgación obligatoria en el mercado de instrumentos financieros, aunque sea una medida de carácter intervencionista, “confía” en las fuerzas del mercado (*market-reliant*), es decir, en “la habilidad de los comerciantes e inversores como agentes racionales, para incorporar determinada información en sus decisiones de compraventa”¹¹², lo cual dejaría a las partes intervinientes en la transacción el reparto del riesgo y de las responsabilidades asociadas al producto financiero verde.

Un problema, al menos en la UE, está en que la normativa regulatoria financiera sostenible pretende garantizar la credibilidad en los instrumentos financieros verdes incrementando la transparencia, a través de la divulgación precontractual. Al mismo tiempo, el contenido de las declaraciones

111. Véase, por ejemplo, Considerandos 12 y 15, Artículo 6 del Reglamento 2019/2088, Artículo 19 del Reglamento 2020/852. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, “Taxonomía de la UE”..., cit., p. 11. El Artículo 1(1) de la propuesta de CSRD especifica que las empresas deben comunicar información prospectiva, que “los usuarios de la información sobre sostenibilidad valoran especialmente”.

112. LAMANDINI, M. y RAMOS MUÑOZ, D, *EU Financial Law*, Wolters Kluwer/CEDA, 2016, pp. 294-315.

precontractuales no está predeterminado formalmente en la ley sino que depende de la racionalidad del emisor a la hora de incluir información relevante sobre la naturaleza de los activos y las características de la compañía, y de la "razonabilidad" de los inversores para analizar y comprender la información recibida. A esto se suma que, al contrario de lo que ocurre con la medición de los riesgos financieros, identificar de forma precisa los riesgos ASG resulta complicado debido a que los valores de sostenibilidad no pueden ser medidos, al menos completamente, usando las herramientas estadísticas y de mercado que se usan para medir los riesgos financieros.

Lo anterior puede justificar que las empresas incluyan declaraciones sobre los factores ASG generales o ambiguas en los folletos y documentación de oferta. La pregunta subyacente sería qué declaraciones son las que están amparadas por la obligación de divulgar información pertinente para el inversor, que genere responsabilidad para el inversor, y cuáles estarían exentas de responsabilidad, bien por contrato, o bien porque, el ejercicio de proporcionalidad de los intereses en disputa finalizará con la exculpación del demandado.

La normativa financiera europea aplicable a las transacciones de valores no incluye mecanismos de cumplimiento armonizados en caso de omisión o falsedad de la credencial medioambiental. Asimismo, la responsabilidad del emisor por la información contenida en el folleto está sujeta a los regímenes de responsabilidad extracontractual nacionales. El estándar de responsabilidad extracontractual por falsedades u omisiones en los folletos informativos es subjetivo en los Estados miembros¹¹³, donde el inversor-demandante asumiría la carga de probar su legitimidad y competencia del tribunal ante el que se plantea la demanda, el daño, la negligencia y el nexo causal¹¹⁴. En la UE, hasta donde sabemos, los tribunales aún no han conocido sobre demandas basadas en declaraciones engañosas sobre los factores de sostenibilidad contenidas en los folletos y documentación de oferta, y el TJUE tampoco ha tenido que pronunciarse sobre esta cuestión.

Si comparamos la situación de la UE con EE.UU., los tribunales norteamericanos han fallado a favor y en contra de admitir que los riesgos de sostenibilidad revelados en declaraciones prospectivas sean engañosos. En el caso *Singh c. Cigna Corp*, el tribunal sostuvo que declaraciones sobre "la reputación, el cumplimiento de las normas éticas" y el "entorno normativo" eran de tipo genérico y, en consecuencia, no podían ser engañosas¹¹⁵. En cambio, en el caso *Meyer c Jinkosolar*, el tribunal falló que el folleto

113. AESM, "Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf (consultada el 10 de septiembre de 2022).

114. Una excepción a la carga de la prueba del inversor es el caso *VEB v WorldOnline*, 2010 BH2162 donde el tribunal supremo holandés aplicó un estándar de responsabilidad objetivo.

115. *Singh c. Cigna Corp.*, No. 17-3484 (2d Cir. 2019), p. 12.

informó sobre un riesgo real de que la actividad económica del emisor pudiera contaminar el medio ambiente por encima de los límites establecidos en la ley. Basándose en ese riesgo, la demandada informó de que había desarrollado un “mecanismo de prevención de la contaminación” para evitar este daño, el cual no funcionó debidamente¹¹⁶. El fallo se tradujo en una pérdida de acciones de un 40% de su valor¹¹⁷. El tribunal falló que los inversores razonablemente confiaron en la información proporcionada en el folleto y tenían derecho a ser compensados porque habían recibido información falsa sobre el mecanismo de prevención anunciado.

A pesar de la dificultad probatoria de la responsabilidad extracontractual nacional, cumplir los requisitos de legitimación y el nexo causal puede resultar más fácil en las primeras emisiones de valores “verdes” porque la conexión entre el emisor y el inversor que las suscribe es más estrecha. Sin embargo, en las disputas sobre titulizaciones verdes, en las que hay múltiples ventas¹¹⁸ y los operadores intervinientes intentarán limitar o excluir su responsabilidad en la compleja documentación contractual que gobierna estas transacciones, cumplir con estos requisitos resulta más complicado¹¹⁹.

En este sentido, resulta interesante la decisión del TJEU en *Bankia c. UMAS*¹²⁰. En ella se discutió sobre si un inversor institucional, que suscribió la oferta pública emitida por Bankia, tenía legitimidad para reclamar

116. Meyer c. Jinkosolar Holdings Co., Ltd., 761 F3d 245 (2014), p. 5. Las declaraciones del prospecto anuncian que Jinkosolar ha integrado un “equipo de prevención de la contaminación” y “equipos de control de 14 horas” para evitar infringir las leyes medioambientales chinas.

117. Meyer c. Jinkosolar..., cit., p. 5.

118. En EE.UU., Century Aluminum Co. Sec. Litig., 729 F3d 1104, 1106 (9th Cir. 2013) (el tribunal sostuvo que “las declaraciones impugnadas están relacionadas con una oferta discreta de acciones y la empresa emitió previamente acciones en otras ofertas, este requisito es más difícil de satisfacer”). Asimismo, en el caso BRS c. Volkswagen AG el tribunal sostuvo que los tenedores de bonos de Volkswagen -inversores institucionales- argumentaron de forma plausible que el emisor, y un oferente, no revelaron su fraude de emisiones, lo que constituyó tergiversaciones u omisiones materiales en el Memorando de Oferta de Bonos de 2014 que “hizo que las declaraciones a los posibles tenedores de bonos fueran engañosas[...]” Véase *BRS c. Volkswagen AG, et al.*, Case No. 16-cv-3435 (2017 WL 3058563), pp. 1-3. En cuanto a la responsabilidad individual de la persona responsable del memorando de oferta, véase Volkswagen “Clean Diesel” Marketing, Sales Practices, and Products Liability Litigation, 480 FSupp.3d 1050, MDL No. 2672 CRB (JSC), p. 20. El tribunal declaró que “no es necesario demostrar la participación real o el ejercicio del poder real”, pero “el control específico sobre la preparación y la publicación de las declaraciones falsas y engañosas supuestamente[...] apoya la responsabilidad de la persona de control”.

119. Century Aluminum Co. Sec. Litig..., cit. También Ariad Pharm., Inc. Sec. Litig., 842 F3d 744, 755 (1st Cir. 2016) (el tribunal sostuvo que “esta investigación de la ‘legitimación estatutaria’ se complica cuando, como en este caso, la empresa ha emitido acciones en virtud de múltiples declaraciones de registro”).

120. Asunto C-910/19 *Bankia c. UMAS*, 11 de febrero de 2021, EU:C:2021:119. Según UMAS, las acciones de Bankia “perdieron casi todo su valor en el mercado secundario y fueron suspendidas de cotización”, paras. 30-33.

contra el emisor la anulación de la orden de compra de acciones o, alternativamente, una compensación porque los estados financieros contenidos en el folleto eran engañosos. El TJUE estableció que a pesar de que la Directiva 2003/71/CE contenía una exención de la obligación de publicar un folleto dirigido a inversores cualificados, un folleto ofrecido al público debe contener información veraz y fiable para todos los inversores –minoristas e institucionales–. El TJUE sopesó en su decisión la *ratio legis* de la Directiva, en particular, la protección del inversor frente a la exención de la obligación de publicar el folleto prevista en la Directiva y concluyó que los emisores deben proporcionar una información completa y fiable en el folleto, independientemente del nivel de conocimientos del inversor, porque el folleto pretende proteger los derechos de todos los inversores¹²¹.

El caso *Bankia c. UMAS* aporta elementos relevantes en relación con la finalidad de la normativa y la conducta que deben adoptar los operadores del mercado para cumplir con los objetivos de protección del inversor y eficiencia del mercado que la propia regulación sobre el mercado de capitales europeo predica. Asimismo, es un caso novedoso en tanto que extiende el derecho a reclamar la responsabilidad civil derivada del folleto a todos los inversores, no cualificados y cualificados, a través de la “cadena de valor financiera”. Trasladando la decisión al contexto de las finanzas sostenibles, esta decisión puede facilitar ligeramente que los tenedores de bonos titulizados verdes puedan reclamar por omisiones o falsedades relativas a los factores y riesgos medioambientales¹²². No obstante, aún no podemos afirmar que, en futuras disputas privadas en materia de finanzas y sostenibilidad entre operadores del mercado en la UE, los tribunales vayan a aplicar este enfoque.

En segundo lugar, aunque una omisión o declaración se considere engañosa, dicha omisión o declaración debe cumplir con el requisito de ser suficientemente significativa o “material”. En EE.UU. donde los tribunales han conocido de disputas relativas a declaraciones engañosas sobre riesgos sostenibles, algunos tribunales han ponderado la declaración engañosa

121. Asunto C-910/19 *Bankia c. UMAS*..., cit., paras. 30-33, 37.

122. El considerando (18) del Reglamento 2020/852 contiene el principio general de que “para evitar perjudicar los intereses de los inversores”, los gestores de fondos y los inversores institucionales que pongan a disposición instrumentos financieros verdes “deben revelar cómo y en qué medida utilizan los criterios de las actividades económicas ambientalmente sostenibles para determinar la sostenibilidad medioambiental de sus inversiones”. Este principio general no es una obligación, sino que sirve como valor inspirador en cuanto a la protección de los inversores. Esto no es igual para todas las transacciones del mercado primario y secundario. El Artículo 32 del Reglamento 2017/2402 establece que, para las titulizaciones privadas, son responsables por la información sobre la exposición subyacente y la operación facilitada a los titulares de la posición, a las autoridades competentes o a los potenciales inversores la patrocinadora, originadora o SSPE o al depositario de la titulización –entidad designada por la patrocinadora, originadora o SSPE entre ellas–, sin extender el régimen de responsabilidad al órgano de administración de las citadas entidades.

con el nivel de “razonabilidad y dependencia” del inversor (*reliance*) sobre la información que recibe para determinar si una omisión o declaración es significativa. Por ejemplo, omitir de las proyecciones internas de la empresa los “costes del cambio climático” sería una “omisión relevante” si esta influyera en un inversor razonable y racional que hubiera basado en esa proyección omitida su decisión de suscribir la oferta. El ejercicio de ponderación no ha dado lugar a decisiones uniformes, al menos en EE.UU.

Este fue el objeto de una demanda de fraude en *The People of the State of New York c Exxon Mobil*. El tribunal sostuvo que las declaraciones relativas a los “costes del cambio climático” no eran significativas porque las pruebas indicaban que los inversores no basaron su decisión de inversión en suposiciones especulativas sobre los futuros costes del cambio climático¹²³. En cambio, en la demanda de fraude de *BRS c Volkswagen AG*, el tribunal del distrito de California concluyó que las declaraciones del folleto indicando que la emisión de bonos verdes financiaría “vehículos diésel no contaminantes” eran engañosas porque cualquier inversor razonable hubiera creído que el demandado utilizaría una tecnología específica de reducción de emisiones para fabricar los vehículos¹²⁴. En ambos casos, las declaraciones se divulgaron antes de que los inversores suscribieran la oferta, pero el test de significatividad llevó a conclusiones opuestas.

El criterio de la racionalidad del inversor responde a valoraciones o criterios políticos (*policy considerations*) que van más allá de los derechos e intereses individuales en disputa¹²⁵. A la hora de realizar el test de materialidad, es importante el análisis de proporcionalidad a fin de conciliar los intereses de los inversores y de los emisores en disputa.

Los principales objetivos de la normativa sobre valores son la protección del inversor y el desarrollo de los mercados. Las finanzas verdes persiguen, además, potenciar el desarrollo sostenible y mitigar los efectos adversos del cambio climático. El hecho de que los inversores puedan hacer valer sus derechos individuales y puedan ejercer una acción legal ante los tribunales de los Estados Miembros forma parte del objetivo de “proteger al inversor” que la norma pretende cumplir¹²⁶. Por esta razón, parece razonable que el análisis de proporcionalidad en disputas privadas tenga en cuenta la

123. *The People of the State of New York c. Exxon Mobil Corp...*, cit.

124. *BRS c. Volkswagen AG...*, cit., p. 6.

125. Por ejemplo, *Hutchison c. Deutsche Bank*, 647 F.3d at 486 (citando la Declaración de Registro de CBRE, supra nota 7, en F-31) (el demandante alegó que CBRE, un inversor institucional, no reveló el deterioro de algunos préstamos subyacentes en el momento de la Oferta Pública Inicial (OPI). El tribunal realizó un análisis cuantitativo en el que midió la materialidad de la supuesta omisión con respecto a la totalidad de la cartera de títulos del emisor y llegó a la conclusión de que la omisión no era significativa porque la exposición de los préstamos del demandante y el impacto del deterioro no superaban el 5% de la cartera de CBRE).

126. *Bateman Eichler, Hill Richards, Inc. c. Berner* (1985) No. 84-679. (El Tribunal Supremo sostuvo que “las acciones privadas proporcionan ‘un arma muy eficaz en la

interferencia con los derechos económicos de las partes de acuerdo con los principios legales que resulten de aplicación y de acuerdo también con los derechos fundamentales¹²⁷. La aplicación de normas basadas en criterios como la dependencia y razonabilidad del inversor, o en el “total de activos” del portfolio (adquiridos o no por el inversor-demandante) afectados por la falsedad u omisión en el folleto se basa en un análisis coste-beneficios que, aunque pudiera ser eficiente desde una perspectiva económica, no siempre tiene en cuenta los propósitos más amplios de la normativa y los derechos concretos de las partes de la controversia.

V. CONCLUSIÓN. ¿CÓMO PASAMOS DE LA PARADOJA A LA REALIDAD?

La necesidad de reestructurar la actividad económica y los modelos de negocio en consonancia con los objetivos del Pacto Verde Europeo es más apremiante que nunca dada la urgencia en mitigar el cambio climático. Para lograrlo, todos los operadores del mercado e institucionales deben estar comprometidos con la transición hacia una economía comprometida con los criterios de protección ambiental y social. Para ello, también sería coherente que se implementaran medidas de cumplimiento armonizadas dentro de la Unión¹²⁸. En este sentido, los Reglamentos 2020/852 y 2019/2088 y la propuesta de CSRD se centran en promover la transparencia mediante “divulgaciones obligatorias”, pero dejando a las fuerzas del mercado que gestionen el reparto de riesgos y responsabilidades asociadas a los productos financieros verdes y sin ofrecer un paradigma claro de cuáles serían las consecuencias legales en futuros conflictos derivados de informaciones u omisiones relativas a riesgos ASG. Esto genera problemas relativos a cómo se deben interpretar las credenciales de sostenibilidad en disputas sobre títulos privados verdes, en las que no existe un régimen de responsabilidad unificado a nivel de la UE y son los tribunales nacionales los encargados de interpretar y dar respuesta a los conflictos.

Las políticas que incentivan la divulgación sostenible y promueven un mayor nivel de transparencia pueden favorecer la fiabilidad de la información que se divulga, pero para ello debe existir un equilibrio entre la diligencia que se le exige al inversor a la hora de analizar los riesgos publicados en el folleto y la responsabilidad que deben asumir los divulgadores (emisores) por la información que deciden hacer pública. De lo contrario, fomentar la transparencia puede ser una herramienta útil para que las

aplicación’ de las leyes de valores y son ‘un complemento necesario para la acción de la Comisión”).

127. Por ejemplo, DE WITTE, B., “Balancing of Economic Law and Human Rights by the European Court of Justice”, en DUPUY, FRANCONI, PETERSMANN (eds.): *Human Rights in International Investment Law and Arbitration*, Oxford University Press, 2009, pp. 197-207.

128. SIRI, M. y SHANSHAN, Z. “Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda”, *Sustainability*, n.º 11, 6292, 2019, 1-23.

algunas compañías del sector financiero que estén dispuestas orientar o re-orientar su actividad económica hacia proyectos que favorezcan la consecución de los objetivos previstos en la Taxonomía y en el Acuerdo de París¹²⁹, pero también pueden fomentar el “blanqueo ecológico”. Por ello, fomentar la transparencia constituye un incentivo “positivo” que favorecería la creación de un mercado de productos financieros verdes que *conviva* con el mercado de productos financieros convencionales, pero, al mismo tiempo, puede ser poco eficaz a la hora de disuadir los comportamientos oportunistas de entidades cuyos intereses están poco o nada vinculados con los objetivos de la Taxonomía. Así, sin otros mecanismos a través de los cuales los emisores sientan que deben asumir responsabilidades por sus decisiones de inversión y rendir cuentas (*accountability*)¹³⁰, e incentiven la adhesión y cumplimiento de las políticas sostenibles, fomentar la transparencia será insuficiente para transformar el mercado de capitales en un mercado financiero sostenible, y que estén alineados con los objetivos del art. 3(3) del TEU.

Entendemos que es necesario que tanto las entidades convencidas con la necesidad del cambio como aquellas que son reacias al mismo adapten su actividad económica de acuerdo con las exigencias de mitigación y adaptación al cambio climático¹³¹. Por ello, los incentivos regulatorios deben persuadir a todo el sector privado en su conjunto.

En este ejercicio, además de medidas coercitivas, existen determinadas figuras jurídicas que pueden resultar útiles como mecanismo de supervisión privado. Sin perjuicio de las limitaciones de responsabilidad por incumplimientos de los deberes fiduciarios en el apartado IV, consideramos que un fideicomisario verde podría ser útil para “[mitigar] el problema de coordinación de los tenedores de bonos” y garantizar que los inversores “tengan acceso a una información sostenible adecuada”¹³². El fideicomisario “verde” actuaría como experto. No obstante, para evitar que el fideicomisario blinde su responsabilidad a través del contrato que firme con el inversor, sería interesante que su labor estuviese supervisada por los supervisores financieros.

A este respecto, la AEVM ha declarado que está “dispuesta a aceptar nuevos mandatos de supervisión en relación con la Norma de Bonos Verdes de la UE”, y así está previsto en la propuesta de Estándar del Bono Verde

129. ARMOUR, J., AWREY, D., DAVIES, P., *Principles of Financial Regulation...*, cit., p. 207.

130. Véase también RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance...”, cit., pp. 15-18; LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M., ZAMARRIEGO MUÑOZ, A., *La Sostenibilidad y el Nuevo Marco Institucional y Regulatorio de las Finanzas Sostenibles*. Aranzadi, 2021, cap. J.

131. DEGNAN, N., “Sustainable Investing: A Ten-Year Perspective”, en KROSINSKY *et al.* (ed.): *Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership*, John Wiley & Sons, 2011, pp. 221-231.

132. RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., “The EU’s ‘green’ finance...”, cit., pp. 30-31.

Europeo que la AEVM se encargue de nombrar y supervisar la labor de los revisores externos¹³³. Asimismo, la Agencia Europea de Medio Ambiente puede cooperar con las autoridades europeas de supervisión y las autoridades nacionales competentes¹³⁴. En este sentido, la AEMA pueda prestar apoyo técnico en relación con los factores de sostenibilidad actuando como "supervisor conjunto" de los intermediarios financieros verdes comprometidos con las políticas y los riesgos ASG. Si la AEMA advierte una infracción, comunicaría este hecho a las AES y/o a las ANC, que tomarían la decisión que consideren oportuna.

La principal ventaja de "especializar" la supervisión de las compraventas de activos verdes, mediante la cooperación supervisores-fideicomisarios, y otros consultores en los procesos de compraventa de activos verdes, es que estos expertos están familiarizados con las complejidades de los productos, la importancia para el inversor de los criterios de sostenibilidad al tomar la decisión de invertir y, por ende, en caso de ser surja una disputa entre inversor y emisor, la necesidad de "interpretar" conceptos como la dependencia y razonabilidad del inversor se ve reducida. Esto se debe a que la discusión puede centrarse en los derechos que están "en juego" en ese procedimiento concreto, en lugar de realizar un análisis coste-beneficio que, aunque pudiera ser eficiente desde una perspectiva económica, no siempre tiene en cuenta los propósitos más amplios de la normativa y los derechos concretos de las partes.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, A., MARQUÉS, J. M., "Innovación Financiera para una economía sostenible", Documentos Ocasionales del Banco de España, 1916, 2019.
- ARMOUR, J., AWREY, D., DAVIES, P. *et al.*, Principles of Financial Regulation. Oxford University Press, 2016.
- BERROU R., *et al.* "An Overview of Green Finance", en MIGLIORELLI y DESSERTINE (eds.): The Rise of Green Finance in Europe. Palgrave, 2019.
- BLAIR, M, STOUT, L., "A Team Production Theory of Corporate Law": Va. L. Rec.85.
- BRUNELLI, S., RANALLI, F., "SDGs Achievement: Commitment, Channels of Action and the Role of Integrated Reporting in the Disclosure Mechanisms", en BRUNELLI, DI CARLO (eds.): Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations. Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud: Theory and Application. Springer, 2020.

133. Art. 45 y ss. Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre los bonos verdes europeos 2021/0191 (COD).

134. Esta idea ha sido previamente discutida RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., "The EU's 'green' finance...", cit., pp. 15-18.

- BUSCH, D., AVGOULEAS, E., FERRARINI G., *Capital Markets Union in Europe*, OXFORD UNIVERSITY PRESS, 2018.
- BUSCH, D. FERRARINI, G., FRANX, J. P., *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*. Oxford University Press, 2020.
- BUSCH, D., FERRARINI, G., VAN DEN HURK, A., “The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives”, en BUSCH, FERRARINI, GRÜNEWALD: *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2021.
- CAMPBELL, R. B., FROST, C. W., “Managers’ Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)”, *J. Corp. L.* 32, 2007.
- CLARKE, R. A., STAVINS, R. N., GREENO, J. L., *et al.*, “The Challenge of Going Green”, *Harvard Business Review*, 1994.
- COFFEE, John C. Jr., “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”, *Virginia Law Review*, 70, 4, 1984.
- DAVIES, P., *Introduction to company law*. Oxford University Press, 2019.
- DEGNAN, N., “Sustainable Investing: A Ten-Year Perspective”, en KRO-SINSKY *et al* (ed): *Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership*. John Wiley & Sons, 2011.
- DELLA NEGRA, F., “The civil effects of MiFID II between private law and regulation”, *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, 90, 2020.
- DE SADELEER, N., *Environmental Principles: From Political Slogans to Legal Rules*. Oxford Academic, 2021.
- DE WITTE, B., “Balancing of Economic Law and Human Rights by the European Court of Justice”, en DUPUY, FRANCONI, PETERSMANN (eds.): *Human Rights in International Investment Law and Arbitration*. Oxford University Press, 2009.
- EASTERBROOK, F. H., FISCHER, D. R., “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”, *Virginia Law Review* 70, 669, 1984.
- ENRIQUES, L., GILOTTA, S., “Disclosure and Financial Market Regulation”, en MOLONEY, FERRAN, PAYNE (eds): *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015.
- GARGANTINI, M., “Prospectus Liability: Competent Courts of Jurisdiction and Applicable Law”, en BUSCH, D., FERRARINI, G., FRANX, J. P. (eds.), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford University Press, 2020.
- GELTER, M., *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge University Press, 2019.
- HOPT, K. J., *Estudios de Derecho de sociedades y del mercado de valores*, Marcial Pons, 2010.

- LAMANDINI, M., RAMOS MUÑOZ, D., *EU Financial Law*. Wolters Kluwer/CEDA, 2016.
- LÓPEZ JIMÉNEZ, J. M., ZAMARRIEGO MUÑOZ, A., *La Sostenibilidad y el Nuevo Marco Institucional y Regulatorio de las Finanzas Sostenibles*. Aranzadi, 2021.
- MAGLIORELLI, M., DESSERTINE, P., "From Transaction-Based to Mainstream Green Finance", en MAGLIORELLI, DESSERTINE (eds.). *The Rise of green finance*. Palgrave, 2019.
- MAHONEY, P. G., "Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems", *U. Chi. L. Rec.* 62, 162, 1995.
- MOLONEY, N. *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014.
- PAREDES, T. A., "Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation", *Wash. U. L.Q.* 81, 2003.
- PARK, J., "Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law", *UCLA Law Review* 64, 2017.
- PERALES VISCASILLAS, M. P., "Retos y tendencias actuales en sostenibilidad y gobierno corporativo: una mirada tras el Covid-19", *Revista Española de Seguros* 185-186, 2021.
- PRITCHARD, A. C., "Corporate Governance, Capital Markets, and Securities Law", en GORDON, RINGE (eds.): *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, 2018.
- RAMOS MUÑOZ, D., *The Law of Transnational Securitisation*. Oxford University Press, 2010.
- RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO, E., y LAMANDINI, M., "The EU's 'green' finance. Can 'exit', 'voice' and 'coercion' be enlisted to aid sustainability goals?", *European Banking Institute Working Paper Series 2021– no. 90*.
- SIRI, M., ZHU, S., "Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Codes", en BUSCH, FERRARINI, GRÜNEWALD: *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, 2021.
- SIRI, M., SHANSHAN, Z. "Will the EU Commission Successfully Integrate Sustainability Risks and Factors in the Investor Protection Regime? A Research Agenda", *Sustainability*, n.º 11, 6292, 2019.
- SJÅFJELL, B., BRUNER, C. M., *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press, 2019.
- SOLANA, J. "Climate Litigation in Financial Markets: A Typology". *Transnational Environmental Law*, 9(1), 103-135.
- VERHAGEN, H., "The Tension between Party Autonomy and European Union Law: Some Observations on *Ingmar GB Ltd v Eaton Leonard Technologies Inc.*" *The International and Comparative Law Quarterly* 51, 1, 2002.