



LA SOSTENIBILIDAD FINANCIERA DESDE LA ÓPTICA REGULATORIA: COMPENDIO DEL PANORAMA NORMATIVO ACTUAL¹

Financial sustainability from a regulatory perspective: compendium of the current regulatory landscape

BEATRIZ FONTICIELLA HERNÁNDEZ

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Revista de Derecho del Sistema Financiero 5

DOI: <https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.08.2023>

Marzo 2023

Págs. 259–296

RESUMEN: La problemática medioambiental ha dejado de ser una cuestión del futuro para situarse en el plano más actual de las agendas políticas. A los diversos fenómenos adversos cuya consecuencia directa es el cambio climático, se

ABSTRACT: Environmental issues are no longer a matter of the future, but are now at the top of the political agenda. In addition to the various adverse phenomena whose direct consequence is climate change, there is a growing public interest in

1. Este trabajo se ha realizado en el marco de los siguientes proyectos de investigación: Proyecto cofinanciado por la Consejería de Economía, Industria, Comercio y Conocimiento y Programa Operativo FEDER Canarias 2014-2020, ProID2020010045, bajo el título «De la economía colaborativa al turismo sostenible: Nuevos retos del turismo canario», cuyo IP es la profesora Inmaculada González Cabrera; y Proyecto PID 2021-1284470B, financiado por el Ministerio de Ciencia e Innovación bajo el título «Digitalización, sostenibilidad y derechos de los ciudadanos/consumidores en el sector financiero», cuyo IP es la profesora Beatriz Belando Garín. Personal Investigador Doctor Competitivo en el marco del programa de estancias Margarita Salas, financiado por el Ministerio de Universidades por Orden UNI/501/2021 de 26 de mayo, así como por la Unión Europea-Fondos Next Generation EU e Investigadora del Grupo de investigación Turismo, Ordenación del Territorio y Medio Ambiente (TOTMA), que se integra dentro del Instituto Universitario ECOAQUA de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Se indica esta doble filiación en cumplimiento del Anexo IV, G del R.P.A. de la ULPGC, aprobado por su Consejo de Gobierno, el 13 de enero de 2014, y publicado en el BOULPGC del 14 de enero de 2014.

suma un creciente interés del ciudadano por potenciar la sostenibilidad en la medida de sus posibilidades. En el ámbito financiero, la sostenibilidad de la actividad inversora se sitúa paralela a la consideración de factores medioambientales, sociales y de gobernanza. De esta forma, la inversión sostenible queda estructurada desde una doble modalidad. Bien cuando se integran en la decisión factores ambientales, sociales y de buen gobierno; bien invirtiendo directamente en actividades económicas que contribuyan positivamente a la sostenibilidad. En cualquier caso, la preocupación por estos temas ha superado cualquier dimensión local o regional para situarse como una verdadera problemática mundial cuya repercusión ha supuesto la proliferación de un sinnúmero de normativas que, con mayor o menor fortuna, han intentado atajar la cuestión desde diversos frentes. A la exposición de la abundante normativa emanada a nivel comunitario dedicaremos el presente trabajo.

PALABRAS CLAVE: Sostenibilidad – Financiera – Inversión – Inversores – Factores ambientales – Sociales y de buen gobierno – Normativa – Regulación.

enhancing sustainability as far as possible. In the financial sphere, the sustainability of investment activity goes hand in hand with the consideration of environmental, social and governance factors. In this way, sustainable investment is structured in two ways. Either when environmental, social and governance factors are integrated into the decision; or by investing directly in economic activities that contribute positively to sustainability. In any case, concern for these issues has gone beyond any local or regional dimension to become a truly global problem whose repercussions have led to the proliferation of countless regulations which, with varying degrees of success, have attempted to tackle the issue from different angles. This paper will be dedicated to an overview of the abundant legislation issued at the EU level.

KEYWORDS: Sustainability – Financial – Investment – Investors – Environmental – Social and governance factors – Standards – Regulation.

Fecha de recepción: 18-11-2022

Fecha de aceptación: 28-12-2022

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. II. LA SOSTENIBILIDAD FINANCIERA. III. ANTECEDENTES REGULATORIOS. IV. PANORAMA NORMATIVO ACTUAL. 1. *Elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles.* 2. *Crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes.* 3. *Fomentar la inversión en proyectos sostenibles.* 4. *Incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero.* 5. *Elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad.* 6. *Integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado.* 7. *Clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos.* 8. *Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales.* 9. *Reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables.* 10. *Fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.* V. A MODO DE CIERRE. VI. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

Al tiempo de redacción de este trabajo, se está celebrando en Egipto la vigésimo séptima Cumbre del Clima con una agenda ciertamente apremiante y unas ausencias preocupantes. Sobre la mesa se debate la obligatoria reducción de los gases de efecto invernadero para mitigar en lo posible el creciente aumento de las temperaturas. Fuera quedan, por decisión propia, grandes naciones contaminantes como la India, China y Rusia.

Paralelamente, ha comenzado a proliferar una tendencia entre los sectores más radicales del proteccionismo medioambiental, fundamentada en el ultraje de obras de arte de pinacotecas de reconocido prestigio. Cobijados bajo el axioma *¿qué vale más, la naturaleza o el arte?*, vierten toda suerte de líquidos o se adhieren a la obra. Como si hubiera que elegir, como si hubiera que posicionarse, o Van Gogh o el planeta, o los girasoles o el medioambiente. Más allá del merecido reproche que este tipo de actitudes merecen, lo cierto es que la búsqueda de la sostenibilidad atraviesa caminos inciertos.

La Real Academia Española define el término sostenibilidad, especialmente en los ámbitos de la ecología y la economía, como aquella actuación «que se puede mantener durante largo tiempo sin agotar los recursos o causar grave daño al medio ambiente»². Aisladamente considerado, el término sostenibilidad no presenta mayores complejidades. Mas, yuxtapuesto junto al concepto de desarrollo, da lugar a un oxímoron de difícil resolución hoy en día.

En efecto, si partimos de una visión economicista del término *desarrollo* vemos que se refiere al crecimiento del nivel de producción de bienes y servicios. Lógicamente, para alcanzar una cuota de producción mayor o, en el peor de los casos, igual que la precedente, el empleo de recursos ha de ser necesariamente igual o superior. En consecuencia, parece que el desarrollo sólo puede alcanzarse asumiendo el coste de la destrucción medioambiental que comporta y, en resumen, inicialmente resultaría incompatible con la sostenibilidad. *Sensu contrario*, el propio concepto de sostenibilidad parece lastrar la curva del desarrollo³.

Desde luego, la ponderación de ambas circunstancias, esto es, el equilibrio entre el constante desarrollo de la sociedad, de los medios de producción y la existencia de unos límites naturales de los recursos, ha venido provocando intensos debates sobre cómo calibrar todos los escenarios⁴. Afortunadamente los argumentos reduccionistas se han ido superando y sustituyendo por una visión más integradora donde el concepto desarrollo se asocia ahora con un progreso sostenible y vinculado con los límites

2. Desde la perspectiva de las ciencias sociales, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., «La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, núm. 14, 2013, p. 146, aborda el mismo concepto como «la capacidad de las sociedades y de sus instituciones o colectivos para pervivir y contribuir a su vez al mantenimiento de la convivencia».
3. REDCLIFT, M., «El desarrollo sostenible: necesidades, valores, derechos», en *Desarrollo sostenible: un concepto polémico*, BARCENA, I., IBARRA, P., y ZUBIAGA, M., (Editores), Universidad del País Vasco, 2002, pp. 19 y ss.
4. Sirvan de ejemplo los trabajos de la biofísica y científica ambiental, Donella Meadows y, en concreto, el informe «Los límites del crecimiento», donde se expone la imposibilidad de mantener un crecimiento ilimitado. MEADOWS, D. H., MEADOWS, D. L., RANDERS, J., y BEHRENS III, W. W., *Los límites del crecimiento*, Fondo de Cultura Económica, 1972.

naturales del planeta. De tal suerte que «el desarrollo sostenible se convierte en una metodología además de en una meta normativa, un modelo de planificación, una estrategia que incluye una gestión decidida del medio ambiente»⁵.

La preocupación por estos temas ha superado cualquier dimensión local o regional para situarse como una verdadera problemática mundial⁶ cuya repercusión ha supuesto la proliferación de un sinnúmero de normativas que, con mayor o menor fortuna, han intentado atajar la cuestión desde diversos frentes.

Por lo que a la sostenibilidad en su vertiente financiera se refiere, es oportuno mencionar que uno de los ejes vertebradores de la entonces candidata a la presidencia de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, se cimentaba en una Europa sostenible donde, y así se ha venido haciendo, se favoreciera la inversión en investigación e innovación para aprovechar las oportunidades de la transición ecológica⁷. Sin embargo, tal y como reconocía la hoy presidenta, el esfuerzo público no sería suficiente por lo que se requeriría fomentar la inversión privada «situando la financiación verde y sostenible en el centro de nuestra cadena de inversión y del sistema financiero»⁸.

En la misma línea, el Grupo de Expertos en la Unión de los Mercados de Capitales subrayaba en su informe *Savings and Sustainable Investment Union*, la necesidad de aumentar las inversiones sostenibles⁹, opinión compartida en similares términos en el informe *A new Vision for Europe's capital markets*¹⁰.

5. REDCLIFT, M., «El desarrollo sostenible: necesidades, valores, derechos», ob. cit., p. 22.
6. Es oportuno recordar que desde el pasado 28 de julio de 2022 la humanidad se encuentra en deuda con el planeta, habiendo agotado en esa fecha los recursos naturales disponibles para todo el año. Este día que el Fondo Mundial para la Naturaleza ha denominado como el Día de la Sobrecapacidad, invita a reflexionar sobre los modelos actuales de producción y consumo. Pueden consultarse los datos en https://www.wwf.es/nuestro_trabajo/informe_planeta_vivo_ipv/huella_ecologica/dia_de_la_sobrecapacidad_de_la_tierra/.
7. En este sentido, la UE ya está dando pasos para facilitar a las autoridades públicas la creación de capital sostenible. A través de los fondos *NextGenerationEU* y el marco financiero plurianual 2021-2027 (MFP), la Unión prevé gastar hasta 605.000 millones de euros en proyectos que se enfoquen en la crisis climática y 100.000 millones de euros en proyectos de apoyo a la biodiversidad. Vid. COMISIÓN EUROPEA, *Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible*, [COM(2021) 390 final], 6 de julio de 2021, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>.
8. VON DER LEYEN, U., *A Union that strives for more. My agenda for Europe*, 2019, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/political-guidelines-next-commission_en_0.pdf.
9. NEXT CMU HIGH-LEVEL GROUP, *Savings and Sustainable Investment Union*, 2019, disponible en https://paris-europlace.com/sites/default/files/public/the_next_cmu_hl-do.pdf.
10. HIGH LEVEL FORUM ON THE CAPITAL MARKETS UNION, *A new Vision for Europe's capital markets*, 2020, disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf.

En este mismo contexto, los efectos de la pandemia también han supuesto un impulso a la cuestión. Numerosas economías se han visto obligadas a replantearse los modelos tradicionales vigentes hasta entonces y apostar por la tecnología, la energía verde y la sostenibilidad¹¹.

Al amparo de estas intenciones alineadas con los mejores criterios medioambientales, ha proliferado una miríada de regulaciones. Se impone, por tanto, la necesidad de un trabajo con un propósito esencialmente sistematizador donde, bajo un mismo título, se aúnen las principales disposiciones en materia de sostenibilidad financiera. A este fin dedicaremos las siguientes líneas, antecedidas de un brevísimo introito para, tal y como sucediera en el teatro clásico español, pedir indulgencia al lector pues la rápida evolución de los contextos normativos aquí analizados, hacen necesario señalar que tanto el estudio como la redacción de este trabajo se culminó en noviembre de 2022, por lo que cualquier actualización posterior no ha podido ser tenida en cuenta.

II. LA SOSTENIBILIDAD FINANCIERA

Algunas cuestiones introductorias pueden ayudar a situar este estudio en su contexto, por lo que, atendiendo a esta necesidad, es preciso detenernos en el propio concepto de sostenibilidad financiera. Y es que, a pesar de que su uso ha trazado una curva ascendente, lo cierto es que a fecha actual se echa en falta una definición homogeneizada globalmente. La cuestión, desde luego, invita a clarificar el significado de este nuevo aforismo del sistema financiero.

En cualquier caso, debemos partir del propio concepto de desarrollo sostenible, propuesto por primera vez en el Informe Brundtland para las Naciones Unidas de 1987. Ya entonces se planteó el desarrollo sostenible como un dogma cuyo objetivo era satisfacer las necesidades de las generaciones presentes y futuras. En este sentido, el Informe Brundtland lo abordó como un principio organizador con el que alcanzar los objetivos de desarrollo humano y, al mismo tiempo, mantener la capacidad de los sistemas naturales para proporcionar recursos.

Centrándonos en la sostenibilidad financiera, en el ámbito comunitario es posible encontrar una definición directa de la misma en un documento de trabajo de la Comisión de 2018¹². Sin perder de vista su escasa naturaleza

11. En este sentido, vid. COMISIÓN EUROPEA, *Consultation on a New Digital Finance Strategy for Europe – FinTech action plan*, 2020, disponible en, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-digital-finance-strategy_en; *Consultation on the renewed sustainable finance strategy*, 2020, disponible en, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-sustainable-finance-strategy-consultation-document_en.pdf.

12. Concretamente en COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment. Accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment; Proposal for a Regulation*

vinculante, se refiere a las finanzas sostenibles como aquel proceso inversor que tiene en cuenta consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza. De esta forma, la inversión sostenible queda estructurada por una doble modalidad. Bien cuando se integran en la decisión factores ambientales, sociales y de buen gobierno, bien invirtiendo directamente en actividades económicas que contribuyan positivamente a la sostenibilidad.

Por su parte, el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, al que nos referiremos más adelante, define las inversiones sostenibles como aquellas en las que se contribuye a un objetivo medioambiental medible o apuestan por actividades económicas que cumplan con objetivos sociales. Recalca seguidamente el Reglamento, que tales inversiones no pueden causar perjuicios significativos y han de ser adoptadas siguiendo prácticas de buena gobernanza¹³.

Otro documento relevante, sobre el que ahondaremos en las siguientes páginas, define las actividades económicas que se considerarán sostenibles. Nos referimos al Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088. A la luz de su artículo tercero, una actividad económica será sostenible cuando cumpla alguno de los siguientes requisitos: (i) contribuya a mitigar el cambio climático; (ii) favorezca la adaptación al cambio climático; (iii) propicie el uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos; (iv) allane el camino de la transición hacia una economía circular; (v) respalde la prevención y el control de la contaminación; y, (vi) abogue por la protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

En la esfera nacional, la guía rápida de consulta sobre Finanzas Sostenibles publicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), delimitó la sostenibilidad financiera como aquella donde en el proceso de toma de decisiones de inversión se tienen en cuenta factores medioambientales, sociales y de buen gobierno¹⁴.

of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341 and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks, [SWD(2018) 264 final], 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2018:264:FIN>.

13. Vid. Artículo 2.17 del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.
14. CNMV, *Las Finanzas Sostenibles. Guía rápida*, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Finanzas_Sostenibles.pdf.

Subyace a todas estas definiciones unas características relevantes a cuya exposición dedicaremos las siguientes líneas, pero cuyos ejes principales se aventuran en torno a la compatibilización de la rentabilidad económica de las inversiones, con otra rentabilidad más beneficiosa a efectos de sostenibilidad¹⁵.

El orden expositivo exige, por tanto, volver la vista sobre la policromía del concepto. A los clásicos aspectos de rentabilidad, riesgo y liquidez, se ha añadido la búsqueda del equilibrio medioambiental, cuestiones sociales relacionadas con la desigualdad y la inclusión de los colectivos más desfavorecidos, así como elementos de gobierno corporativo ligados con la calidad de la gestión de las entidades. Se trata, en suma, de una serie de factores extrafinancieros cuya ponderación va en aumento.

La consideración de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno (comúnmente conocidos como criterios ASG o ESG en inglés), requiere de un esfuerzo delimitador de su contenido pues, al igual que sucede con la sostenibilidad financiera, abundan numerosas definiciones. Ahora bien, tal y como reconocía la propia Comisión Europea en el documento de trabajo del año 2018 antes citado, las definiciones de los criterios ASG que han adquirido mayor relevancia son las ofrecidas por el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente¹⁶, así como las propuestas por la *PRI Association*¹⁷.

Ambos documentos coinciden al considerar que el criterio relativo al aspecto medioambiental (representado en el acrónimo por la letra A) debe comprender cuestiones relacionadas con la calidad y el funcionamiento de los entornos naturales. Por lo que deberán valorarse aspectos como la pérdida de biodiversidad, las emisiones de gases de efecto invernadero, las energías renovables, la eficiencia energética, el agotamiento o la contaminación de los recursos naturales, la gestión de los residuos, el agotamiento de la capa de ozono, los cambios en los usos del suelo, la acidificación de los océanos y los cambios en los ciclos del nitrógeno y fósforo.

El parámetro vinculado a los aspectos sociales (S) está relacionado con los derechos, el bienestar y los intereses de las personas y las comunidades,

15. Tal y como expone el profesor Tapia Hermida, quien señala que la sostenibilidad financiera se asienta sobre viejos pilares y nuevos pilares. Así a los clásicos factores de rentabilidad, riesgo y liquidez, se unen criterios sociales y objetivos medioambientales. TAPIA HERMIDA, A. J., «Sostenibilidad financiera en la Unión Europea: El Reglamento (UE) 2019/2088 sobre las finanzas sostenibles», *La Ley Unión Europea*, núm. 77, 2020, pp. 2 y ss. ed. electrónica.

16. UNEP, *Inquiry: Design of a Sustainable Financial System. Definitions and concepts. Background note*, 2016, disponible en https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/10603/definitions_concept.pdf?sequence=1&%3BisAllowed=.

17. PRI ASSOCIATION, *PRI Reporting Framework. Main definitions*, 2018, disponible en https://www.unpri.org/Uploads/i/m/n/maindefinitionstoprireportingframework_127272_949397.pdf.

incluidos los derechos humanos, las normas laborales, la salud y la seguridad, las relaciones con las comunidades locales, las actividades en zonas de conflicto, la salud y el acceso a los medicamentos, la protección de los consumidores y las armas que son motivo de controversia.

En última instancia, el criterio de buen gobierno (G) se asocia con cuestiones relacionadas con la gestión de las entidades en las que se invierta: estructura, tamaño, diversidad, competencias e independencia del consejo de administración, remuneración de los ejecutivos, derechos de los accionistas, interacción con las partes interesadas, divulgación de información, ética empresarial, soborno y corrupción, controles internos y gestión de riesgos; y, en general, las cuestiones relativas a la relación entre la dirección de una empresa, su Consejo de Administración, sus accionistas y las demás partes interesadas¹⁸.

III. ANTECEDENTES REGULATORIOS

La preocupación por la sostenibilidad no es patrimonio del siglo XX, si bien no puede ignorarse que es a partir de entonces cuando deja de convertirse en un mero ejercicio teórico para dar lugar a diversas regulaciones de la materia.

Tras el final de la II Guerra Mundial, el Consejo de las Naciones Unidas firmó en diciembre de 1948 la Declaración Universal de los Derechos Humanos. De esta forma, los países signatarios se dotaban de un documento que reconocía y recogía una serie de principios inherentes a la condición humana. Sin desconocer que los treinta artículos originales albergaron una serie de preceptos cuya contundencia no es necesario exaltar, la propia concepción de los derechos ha evolucionado al compás de los tiempos y la Declaración se ha actualizado con diversos procedimientos y pactos anejos. Entre ellos, el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales, cuyo artículo 12.2.b. acogió el derecho de todas las personas a disfrutar de ambientes sanos, limpios y sostenibles.

Este derecho también se plasmó en la Declaración de Estocolmo de 1972 donde, en el seno de la Conferencia de las Naciones Unidas celebrada en dicha fecha en la capital sueca, se debatió por primera vez la problemática medioambiental. Resultado indiscutiblemente positivo de la

18. En este punto, no resulta baladí recordar que estos nuevos criterios no están llamados a modificar el interés social de las empresas. «El respeto a las normas es imperativo y por lo tanto su infracción será en todo caso generadora de responsabilidad. Sin embargo, la defensa de otro tipo de intereses más allá de lo que se entiende por diligencia debida en la sostenibilidad no debe entenderse como la primacía de estos otros intereses. Es evidente que la defensa de los mismos debe primar cuando se trate del respeto de normas de tutela del medio ambiente, los derechos humanos, etcétera, pero esto no implica que la gestión de la sociedad deba dirigirse a la satisfacción primordial de estos otros intereses», GUERRERO TREVIJANO, C., «Interés social y gestión social sostenible», *La Ley mercantil*, núm. 89, 2022, pp. 2 y ss., ed. electrónica.

Conferencia fue la creación del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente. Se trata de la autoridad ambiental líder en el mundo y a quien corresponde la significativa tarea de fijar la agenda ambiental global¹⁹.

Veinte años después de esta primera iniciativa internacional, la ciudad de Río de Janeiro acogió la Cumbre para la Tierra. Su principal objetivo se enfocó en el desarrollo de un verdadero Derecho Ambiental de naturaleza transnacional. Esta Cumbre culminó con una serie de resultados de importante calado. Sirva de ejemplo el Programa 21 basado en la necesidad de generar nuevas estrategias de cara a fomentar un desarrollo sostenible para el siglo XXI²⁰.

Entre los resultados alcanzados por la Cumbre de la Tierra destaca también la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático en la que, al amparo de sus veintiséis artículos, se reconoce la necesaria cooperación internacional para frenar el cambio climático²¹. Fruto de estas actuaciones fue el posterior Protocolo de Kioto que fijó medidas vinculantes para la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, reforzando así los iniciales objetivos previstos.

Próximos al cambio del siglo, tuvo lugar en Nueva York la Cumbre del Milenio, donde se suscribió la Declaración del Milenio bajo la perspectiva de presentar una nueva estrategia de desarrollo para los nuevos tiempos. El documento fijó ocho Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) y reconoció que la consecución de los mismos dependía de la buena gestión de las administraciones y de la transparencia de los sistemas financieros, monetarios y comerciales²².

Sin desmerecer la importancia de todos los ODM, interesa especialmente el séptimo, basado en la sostenibilidad del medio ambiente y donde se reconoce que «los recursos naturales básicos y los ecosistemas se deben gestionar de manera sostenible a fin de satisfacer la demanda alimentaria de la población y otras necesidades ambientales, sociales y económicas»²³. En concreto, entre las metas a conseguir, figuró la incorporación de «los

19. Para una exposición más detallada de su misión, vid. <https://www.unep.org/es>.

20. Entre los ejes principales de este programa de acción destacan: el cambio de las modalidades de consumo, la formulación de políticas para el desarrollo sostenible, articular recursos y mecanismos financieros o el fomento de la conciencia ambiental y de la capacidad nacional para el desarrollo sostenible. ONU, *Informe de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo*, 1993, disponible en https://www.un.org/esa/sustdev/documents/agenda21/spanish/a21_summary_spanish.pdf.

21. ONU, *Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático*, 1992, disponible en <https://unfccc.int/resource/docs/convkp/convsp.pdf>.

22. ONU, *Declaración del Milenio*, 2000, disponible en <https://www.un.org/spanish/milenio/ares552.pdf>.

23. Los restantes ODM fueron: (i) erradicar la pobreza extrema y el hambre; (ii) lograr la enseñanza primaria universal; (iii) promover la igualdad entre los sexos y el empoderamiento de la mujer; (iv) reducir la mortalidad de los niños menores de 5 años; (v) mejorar la salud materna; (vi) combatir el VIH/SIDA, la malaria y otras enfermedades; y, (viii) fomentar una alianza mundial para el desarrollo.

principios del desarrollo sostenible en las políticas y los programas nacionales e invertir la pérdida de recursos del medio ambiente»²⁴.

Posteriormente, ya en 2002, se celebró en Johannesburgo la Cumbre Mundial sobre Desarrollo Sostenible donde se trataron cuestiones relacionadas con el agua, la energía, la salud, la agricultura, la diversidad biológica y otras áreas de interés. En su seno se adoptó la Declaración de Johannesburgo sobre el Desarrollo Sostenible, con la finalidad de establecer un compromiso para paliar los graves problemas medioambientales detectados hasta la fecha.

Dada su relevancia hemos de referirnos a continuación a la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, adoptada en septiembre de 2015 por la Asamblea General de la ONU con el objetivo de establecer «un plan de acción en favor de las personas, el planeta y la prosperidad»²⁵. La importancia de esta ambiciosa Agenda estriba en el establecimiento de diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) y 169 metas llamadas a retomar los inconclusos ODM.

Desde la exclusiva perspectiva ambiental los ODS buscan «proteger el planeta contra la degradación, incluso mediante el consumo y la producción sostenibles, la gestión sostenible de sus recursos naturales y medidas urgentes para hacer frente al cambio climático, de manera que pueda satisfacer las necesidades de las generaciones presentes y futuras»²⁶. Desde la óptica financiera destaca el ODS octavo y, particularmente, sus metas orientadas a desvincular la producción, el consumo y el crecimiento económico de la degradación del medioambiente; así como la necesidad de fortalecer la capacidad de las instituciones financieras nacionales para fomentar y ampliar el acceso a los servicios bancarios, financieros y de seguros. En la misma sintonía, el ODS duodécimo incide con mayor vehemencia en la sostenibilidad, recalcando la necesidad de alentar a las grandes empresas, así como a las transnacionales, a que adopten prácticas sostenibles e incorporen información sobre la sostenibilidad en su ciclo de presentación de informes. Del mismo modo, se espera que para el 2030 todas las personas tengan la información y los conocimientos pertinentes sobre desarrollo sostenible y estilos de vida en armonía con la naturaleza.

Bajo el mismo espíritu de alarma medioambiental, cabe señalar el Acuerdo de París. Adoptado igualmente en 2015 en el ámbito de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, su principal objetivo se encaminó en conseguir frenar el calentamiento global y «mantener el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales, y proseguir los esfuerzos para

24. FAO, *Objetivo de Desarrollo del Milenio 7: Garantizar la sostenibilidad del medio ambiente*, disponible en <https://www.fao.org/sustainable-development-goals/mdg/goal-7/es/>.

25. ONU, *Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*, 21 de octubre de 2015, disponible en https://unctad.org/system/files/official-document/ares70d1_es.pdf.

26. ONU, *Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*, ob. cit.

limitar ese aumento de la temperatura a 1,5 °C con respecto a los niveles preindustriales, reconociendo que ello reduciría considerablemente los riesgos y los efectos del cambio climático»²⁷. El funcionamiento del Acuerdo ha quedado establecido en ciclos quinquenales durante los cuales los países deben ir adoptando medidas climáticas cada vez más ambiciosas. A pesar que el episodio estadounidense, hoy superado, supuso un notable escollo, pues se bregaba con la salida de uno de los principales países contaminantes, lo cierto es que actualmente un mayor número de naciones, regiones y empresas están apostando por unos objetivos de neutralidad de carbono.

En el ámbito comunitario, la competencia para actuar en política medioambiental no se ha dejado al azar. Antes bien, se encontraba prevista en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea y, tras 2009 figura recogida en los artículos 11 y 191 a 193 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

La regulación medioambiental europea se fundamenta en el tenor de lo actuado en el Consejo Europeo celebrado en París en 1972, donde los Jefes de Estado y de Gobierno solicitaron la creación de una política comunitaria en materia de medioambiente con la que encarar los efectos de la progresiva expansión económica. Sin embargo, estos intereses habrían de esperar hasta la entrada en vigor del Acta Única Europea (AUE) que introdujo finalmente al medioambiente como nuevo ámbito político. Con todo, esta novedosa competencia nació con algunas deficiencias por dos motivos esenciales. En primer lugar, porque en materia medioambiental regiría el principio de subsidiariedad en virtud del cual se tomarían medidas a escala europea solo cuando fuesen más eficaces que a escala de un país concreto. En segundo lugar, porque cualquier propuesta al respecto debía adoptarse por unanimidad²⁸. De esta forma si bien se reconocía la importancia de las políticas medioambientales, estas se concebían con excesiva tibieza²⁹.

La entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht, supuso un nuevo acicate a la cuestión medioambiental en general y al desarrollo sostenible en particular. Este principio, el desarrollo sostenible, fue consagrado tanto en el preámbulo del texto como en los objetivos y el propio articulado. De forma más concreta, el artículo 2 fijó como misión comunitaria la promoción de un mercado común que favoreciera un crecimiento sostenible y no inflacionista que, a su vez, respetara el medioambiente³⁰.

27. Artículo 2.1.a) del Acuerdo de París.

28. Vid. Acta Única Europea, Subsección VI, artículos 130R a 130T.

29. Precisamente el proceso de toma de decisiones medioambientales se vería alterado posteriormente con el Tratado de Maastricht cuyos múltiples objetivos acogieron también la protección del medioambiente como un ámbito político oficial de la UE y se dio paso a un procedimiento de codecisión y de votación por mayoría cualificada.

30. Artículo 2 Tratado UE. Asimismo, el documento recogió una declaración en virtud de la cual se tomaba nota del compromiso de la Comisión y de los Estados miembros de

El Tratado de Ámsterdam vuelve a enfatizar en la promoción del progreso social y económico teniendo como punto de partida el principio de desarrollo sostenible. Especialmente revelador de las tendencias de las políticas económicas comunitarias fue la inserción del Artículo 3.C, cuya letra advertía que las exigencias de la protección del medio ambiente deberían integrarse en la definición y en la realización de las políticas y acciones de la Comunidad con el particular objeto de fomentar un desarrollo sostenible³¹.

Por su parte, el Tratado de Lisboa presta nuevamente atención a la materia, replanteando el tenor del artículo segundo para recoger que la Unión Europea (UE) favorecerá el desarrollo sostenible sobre la base de, entre otros aspectos, un crecimiento económico equilibrado. Asimismo, en la escena internacional, la UE apoyará el desarrollo sostenible en los planos económico, social y medioambiental de los países en desarrollo³².

En el seno de las estrategias europeas desarrolladas para aplicar la Agenda 2030 y los ODS de las Naciones Unidas, debemos comenzar mencionando el Pacto Verde Europeo (PVE) en tanto que se trata de un significativo paquete de medidas orientado principalmente hacia la consecución de la neutralidad energética en el año 2050³³. Dicho en otros términos, se espera que para tal fecha no hayan emisiones netas de gases de efecto invernadero, al tiempo que se consiga disociar el crecimiento económico del uso de los recursos.

La hoja de ruta de las medidas claves para hacer realidad las aspiraciones del PVE incluye, sin perjuicio de dejar la puerta abierta a ulteriores actualizaciones, una serie de políticas profundamente transformadoras que se extienden allende diversas temáticas. Respecto de la sostenibilidad financiera, el PVE pretende cimentar la construcción de un sistema financiero coherente que respalde las soluciones sostenibles. Y es que la materialización definitiva de los objetivos que conforman el PVE, requiere de un importante músculo económico. Sobre este punto se manifestó en 2019 la propia Comisión, subrayando la necesidad de movilizar capitales tanto públicos como privados, pues la consecución del PVE supondrá una inversión anual adicional de 260.000 millones de euros, a lo que debe sumarse que este flujo de inversión deberá mantenerse durante un tiempo³⁴.

tener plenamente en cuenta los efectos sobre el medioambiente, así como el principio de crecimientos sostenible.

31. Vid. Artículo 3C, Tratado de Ámsterdam por el que se modifican el Tratado de la Unión Europea, los Tratados Constitutivos de las Comunidades Europeas y determinados Actos Conexos (97/C 340/01).
32. Vid. Artículos 2.3 y 10. A. 2, Tratado de Lisboa por el que se modifican el Tratado de la Unión Europea y el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea.
33. Puede consultarse en COMISIÓN EUROPEA, *El Pacto Verde Europeo*, [COM(2019) 640 final], 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0640&from=ES>.
34. Pese a lo notorio de la cantidad, esta se mantiene en constante actualización al alza. Así en 2021 y una vez superada la peor etapa pandémica, la Comisión señala que

Con estos mimbres y para conseguir la financiación necesaria, sobre la Comisión recayó la labor de presentar un plan con una finalidad tricéfala: (i) deberían reforzarse las bases para una inversión sostenible; (ii) se brindarían más oportunidades a inversores y empresas para facilitar la inversión sostenible de la manera más conveniente; y, (iii) los riesgos climáticos y medioambientales se gestionarían e integrarán en el sistema financiero.

Con esta finalidad, en 2016 la Comisión encargó a un Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre finanzas sostenibles (HLEG), la emisión de un informe que sirviera de hoja de ruta para elaborar la estrategia comunitaria de finanzas sostenibles. Dicho Informe, publicado dos años más tarde, concluyó que, en términos similares a lo recogido por el PVE, urgía la mejora de la contribución de las finanzas al crecimiento sostenible³⁵. Del mismo modo, en sus páginas se reseñaba la necesidad de reforzar la estabilidad financiera mediante la incorporación de factores ambientales, sociales y de gobernanza (los criterios ASG) a la toma de decisiones de inversión.

Sobre la base de las recomendaciones emitidas por dicho Informe y en el pleno convencimiento de que el sistema financiero está llamado a ser una pieza esencial en la lucha contra el cambio climático y el agotamiento de los recursos, la Comisión presentó en 2018 un documento clave. Nos referimos al Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible, donde se abordó plenamente el concepto de finanzas sostenibles describiéndolas como la consideración de factores ambientales y sociales en los procesos de toma de decisiones de inversión. Paralelamente, la gobernanza de las entidades, públicas o privadas, no podía quedar aislada de la noción de finanzas sostenibles, en tanto que desempeñan también un papel fundamental «a la hora de garantizar la inclusión de las consideraciones sociales y ambientales en el proceso de toma de decisiones»³⁶.

Los ejes fundamentales de este Plan Acción se cifraron en torno a tres objetivos esenciales:

- i. Reorientar los flujos de capital hacia una economía más sostenible: bajo este propósito la Comisión constató la necesidad de clarificar, para los futuros inversores, la esencia de lo que constituye una inversión sostenible pues en numerosas ocasiones, el desconocimiento se sitúa como un factor determinante en el déficit de capitales, desviando los intereses hacia otros sectores.

«Europa necesitará aproximadamente 350.000 millones de euros en inversiones adicionales al año durante esta década para cumplir su objetivo de reducción de emisiones para 2030 solo en sistemas energéticos, además de los 130.000 millones de euros que necesitará para otros objetivos medioambientales». Vid. COMISIÓN EUROPEA, *Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible*, ob. cit.

35. HLEG, *Financing a sustainable European economy*, 2018, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

36. Vid. COMISIÓN EUROPEA, *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*, [COM(2018) 97 final], 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=ES>.

- ii. Integrar la sostenibilidad en la gestión de riesgos: con el desarrollo de esta meta, esto es, la inclusión de objetivos sociales y ambientales en los procesos de toma de decisiones de inversión, puede llegar a minimizarse el impacto financiero que la desatención de los mismos está causando. Piénsese, por ejemplo, en los efectos que para las compañías de seguro implica el aumento de las catástrofes naturales o la pérdida de rentabilidad de las empresas más expuestas al cambio climático.
- iii. Fomentar la transparencia y el largoplacismo: las obligaciones de transparencia adquieren ahora una nueva dimensión, toda vez que se sitúan como requisito indispensable en materia de sostenibilidad, permitiendo a los inversores adoptar mejores decisiones. Por otra parte, esperar resolver la debacle medioambiental en una franja corta de tiempo, es desconocer la dimensión real del problema, por lo que las prácticas largoplacistas o, en otros términos, las inversiones socio-ambientales a largo plazo, se constituyen como una herramienta esencial para comenzar a abordar el futuro de la Unión.

Al mismo tiempo, el Plan de Acción se complementó con diez acciones concretas que, con miras a la consecución de los objetivos previstos, han marcado la senda regulatoria de la UE en materia de sostenibilidad financiera³⁷. Al análisis de este paquete de medidas dedicaremos el siguiente apartado.

IV. PANORAMA NORMATIVO ACTUAL

De forma general, hemos visto que las consideraciones medioambientales han ido posicionándose en la agenda comunitaria, dando lugar a diversas políticas de desarrollo cuyo origen inmediato se sitúa en el mencionado documento Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible. Como ya adelantábamos, la estrategia integral para conseguir la alineación de las finanzas con la sostenibilidad, incluía una serie de acciones propuestas inicialmente por el HLEG y, posteriormente, integradas por la Comisión de tal suerte que han definido las decisiones regulatorias de la UE. Procede, en consecuencia, listar las principales iniciativas adoptadas en materia de sostenibilidad financiera de acuerdo con las actuaciones previstas en el Plan de

37. Sucintamente tales acciones fueron: (i) elaborar un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles; (ii) crear normas y etiquetas para los productos financieros verdes; (iii) fomentar la inversión en proyectos sostenibles; (iv) incorporar la sostenibilidad al ofrecer asesoramiento financiero; (v) elaborar parámetros de referencia de sostenibilidad; (vi) integrar mejor la sostenibilidad en las calificaciones crediticias y los estudios de mercado; (vii) clarificar las obligaciones de los inversores institucionales y los gestores de activos; (viii) incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales; (ix) reforzar la divulgación de información sobre sostenibilidad y la elaboración de normas contables; y, (x) fomentar un gobierno corporativo sostenible y reducir el cortoplacismo en los mercados de capitales.

Acción y, para facilitar la coherencia expositiva, siguiendo la misma denominación y orden allí expuesto.

1. ELABORAR UN SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE LA UE PARA LAS ACTIVIDADES SOSTENIBLES

Entre las recomendaciones emitidas por el HLEG, figuraba en lugar preponderante la necesidad de adoptar un sistema de clasificación que permitiera determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible. Para colmar tal exigencia, el 18 de junio de 2020 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea, el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 (Reglamento de taxonomía).

Es oportuno referir que, con carácter previo a la entrada en vigor del Reglamento de taxonomía, el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, sobre el que nos tendremos con mayor detalle más adelante, ya había abordado ciertos aspectos de la cuestión. Sucede, sin embargo, que a pesar de sus esfuerzos, quedaba pendiente de resolución la articulación de un sistema homogeneizado de clasificación de las actividades económicas medioambientalmente sostenibles³⁸.

No hay que olvidar que, en los contextos actuales, dicha ausencia sin duda podría dar lugar a situaciones potencialmente patológicas para los intereses sostenibles. En efecto, si en el desarrollo de los compromisos políticos adquiridos a raíz del Acuerdo de París, cada Estado optara por implantar un sistema de etiquetado o un listado de requisitos propios que exigir a sus participantes en los mercados financieros, podría llegar a coartarse las inversiones transfronterizas, pues los futuros interesados tendrían serias dificultades para comparar diversas ofertas ajustadas a uno u otro criterio nacional.

Así las cosas, para evitar la atomización de capitales, el Reglamento de taxonomía nace con la finalidad de establecer «*los criterios para determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible*»

38. En esta línea, TAPIA HERMIDA, A. J., «Sostenibilidad financiera en la UE: un salto cualitativo en su regulación mediante el Reglamento (UE) 2020/852 de 18 de junio de 2020 sobre inversiones sostenibles», *La Ley Unión Europea*, núm. 83, 2020, pp. 2 y ss. ed. electrónica, advirtió que el Reglamento de taxonomía supuso un salto cualitativo en términos regulatorios, toda vez que alienta la alineación de las empresas con la sostenibilidad mediante el «establecimiento de los criterios para determinar si una actividad económica se considera medioambientalmente sostenible a efectos de fijar el grado de sostenibilidad medioambiental de una inversión».

a efectos de fijar el grado de sostenibilidad medioambiental de una inversión» (Art. 1.1).

A mayor abundamiento, para determinar el grado de sostenibilidad medioambiental de una inversión, la actividad económica subyacente deberá:

- i. Contribuir sustancialmente con uno o varios de los objetivos medioambientales previstos por el propio Reglamento de taxonomía, ex artículo 9: la mitigación del cambio climático; la adaptación al cambio climático; el uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos; la transición hacia una economía circular; la prevención y control de la contaminación; y la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas.
- ii. Evitar causar un perjuicio significativo, que se produce, entre otras circunstancias previstas en el artículo 17, cuando la actividad económica subyacente da lugar a considerables emisiones de gases de efecto invernadero, o atenta contra los recursos hídricos y marinos, o bien genera ineficiencias en el uso de materiales o recursos naturales.
- iii. Llevarse a cabo de acuerdo a unas garantías mínimas o procedimientos aplicados por la empresa para garantizar la conformidad de su actividad económica con: (a) las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales³⁹; y (b) los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los Derechos Humanos⁴⁰.
- iv. Ajustarse a los criterios técnicos de selección que se establezcan por la Comisión.

Siendo así, los criterios para determinar el grado de sostenibilidad de una determinada actividad económica se apoyan en un análisis del coste/beneficio de la misma⁴¹. De manera que no pueda hablarse de una actividad medioambientalmente consecuente si los daños que causa superan sus beneficios⁴². Este último planteamiento nos obliga a volver sobre aquello que apuntábamos al inicio de este trabajo en relación con el planteamiento del *desarrollo sostenible* y su inmanente alianza con el constante aumento del uso de recursos naturales. En este sentido, pareciera que el Reglamento

39. OCDE, *Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales*, 2011, disponible en <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesESPAÑOL.pdf>.

40. ONU, *Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los Derechos Humanos*, 2011, disponible en https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_sp.pdf.

41. TAPIA HERMIDA, A. J., «Sostenibilidad financiera en la UE: un salto cualitativo en su regulación mediante el Reglamento (UE) 2020/852 de 18 de junio de 2020 sobre inversiones sostenibles», ob. cit., p. 5, ed. electrónica.

42. Vid. Considerando 40 Reglamento taxonomía.

de taxonomía parte de esta misma base, consciente de la inevitabilidad del empleo de recursos pero, y es aquí lo sorprendente, dispuesto a asumir cualquier cuota de destrucción medioambiental siempre que el beneficio que se vaya a obtener supere los daños causados. Nótese que no se trata ni siquiera de la aplicación del principio por el que, *ad pedem litterae*, quien contamina paga⁴³, sino más bien aplicar una cuota de tolerancia frente a un nivel de contaminación incierto siempre que los beneficios superen estos costes.

En otro orden de cosas, de ineludible mención resulta también la creación de un grupo permanente de expertos que, acogidos en la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles, prestarán asesoramiento a la Comisión sobre una miríada de asuntos en materia de sostenibilidad⁴⁴.

Con todo, la plena aplicación del Reglamento de taxonomía aún se encuentra pendiente. Hasta el momento y dadas las especificidades técnicas que contempla, su entrada en vigor ha requerido de diversos actos delegados, cuya proliferación todavía no puede darse por concluida habida cuenta el retraso acumulado en la promulgación de los mismos⁴⁵.

43. Al hilo de este último principio comunitario («quien contamina paga»), resulta oportuno subrayar que su aplicación se lleva a cabo mediante la Directiva 2004/35/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, sobre responsabilidad medioambiental en relación con la prevención y reparación de daños medioambientales, cuyo principal objetivo es «establecer un marco común para la prevención y la reparación de los daños medioambientales a un coste razonable para la sociedad» (Considerando tercero). Dada la trascendencia de este principio, así como de las múltiples vías por las que puede resultar necesaria su aplicación, el ámbito de la citada Directiva se ha ampliado hasta en tres ocasiones para incluir la gestión de residuos de extracción, la explotación de emplazamientos de almacenamiento geológico y la seguridad de las operaciones de extracción de petróleo y gas, respectivamente. Vid. KURRER, C., *La política de medio ambiente: principios generales y marco básico*, 2021, disponible en <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/71/la-politica-de-medio-ambiente-principios-generales-y-marco-basico>.
44. Para una exposición detallada de la composición y funcionamiento de la Plataforma sobre Finanzas Sostenibles, vid. Artículo 20 Reglamento taxonomía, así como MUÑOZ PÉREZ, A. F., «Los mercados de capitales y el impulso de las finanzas sostenibles», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019, pp. 7 y ss., ed. electrónica.
45. Hasta el momento contamos con los siguientes Reglamentos Delegados: (i) Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 de la Comisión, de 4 de junio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo y por el que se establecen los criterios técnicos de selección para determinar las condiciones en las que se considera que una actividad económica contribuye de forma sustancial a la mitigación del cambio climático o a la adaptación al mismo, y para determinar si esa actividad económica no causa un perjuicio significativo a ninguno de los demás objetivos ambientales; (ii) Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 de la Comisión, de 6 de julio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante la especificación del contenido y la presentación de la información que deben divulgar las empresas sujetas a los artículos 19 bis o 29 bis de la Directiva 2013/34/UE respecto a las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental, y la especificación de la metodología para cumplir con la obligación de divulgación de información; (iii) Reglamento Delegado (UE)

2. CREAR NORMAS Y ETIQUETAS PARA LOS PRODUCTOS FINANCIEROS VERDES

En sintonía con los objetivos del Plan de Acción consta también la regulación de un sistema de normas y etiquetas de la UE que sea aplicable a los productos financieros de naturaleza sostenible. Se trataría, en apretada síntesis, de exportar un sistema de etiquetado similar al previsto en el vigente Reglamento 66/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2009 relativo a la etiqueta ecológica de la UE y cuyo ámbito de aplicación se extiende a «*todo bien o servicio suministrado para distribución, consumo o utilización en el mercado comunitario, ya sea mediante pago o de forma gratuita*» (Art. 2).

Se espera que, al amparo de esta proposición, se proteja la integridad y la confianza en los mercados financieros sostenibles, facilitando a los inversores la correcta identificación de los productos. Si bien a fecha de cierre de este trabajo, ninguna iniciativa ha culminado su procedimiento legislativo, desde este foro esperamos y deseamos para la futura etiqueta de productos financieros una mejor suerte que la Etiqueta Ecológica de la UE para el Alojamiento Turístico, cuya utilización puede calificarse de francamente residual y decepcionante⁴⁶.

En este mismo orden, la Comisión también presta especial atención a los bonos verdes cuyas cualidades permiten obtener fondos de los inversores para financiar proyectos sostenibles. Sin embargo, la profusión de esta clase de activos financieros, ha venido germinando en un entorno regulatorio en el que no existen normas uniformes sobre la materia. Es así que, en sendos pronunciamientos del Parlamento Europeo se ha recogido la necesidad de procurar unos estándares en materia de bonos verdes europeos⁴⁷.

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 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; y (iv) Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión de 6 de abril de 2022 por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo respecto a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores en materia de contenido y presentación que ha de cumplir la información relativa al principio de «no causar un perjuicio significativo», y especifican el contenido, los métodos y la presentación para la información relativa a los indicadores de sostenibilidad y las incidencias adversas en materia de sostenibilidad, así como el contenido y la presentación de información relativa a la promoción de características medioambientales o sociales y de objetivos de inversión sostenible en los documentos precontractuales, en los sitios web y en los informes periódicos.

46. De hecho, en España solamente cincuenta hoteles y tres *campings* cuentan con la etiqueta ecológica de la UE. *Vid.* FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., «There is (should be) tourism b. A vueltas con el etiquetado ecológico de los alojamientos turísticos», *Revista General de Derecho del Turismo*, núm. 5, 2022.

47. En concreto, PARLAMENTO EUROPEO, Resolución del Parlamento Europeo, de 29 de mayo de 2018, sobre finanzas sostenibles [2018/2007(INI)], disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0215&-from=ES> y *Report on the Sustainable Europe Investment Plan – How to finance the Green*

De hecho, antes de formar parte del Plan de Acción, el inexcusable establecimiento de normas al respecto se constató igualmente en el Informe Final del HLEG. Con posterioridad, este vacío fue evaluado nuevamente por el Grupo de Expertos Técnicos en Financiación Sostenible de la Comisión (TEG⁴⁸) que aportó una serie de recomendaciones para el desarrollo de unos estándares de bonos verdes en el seno de la UE, a fin de aumentar la transparencia y la comparabilidad de los mismo en el mercado.

En esta circunstancia, el pasado año la Comisión adoptó la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos⁴⁹. El documento, de carácter voluntario, se dirige tanto a emisores como a inversores con la clara finalidad de establecer un estándar para los bonos verdes de alta calidad. Se espera con ello que (i) mejore la capacidad de los inversores para detectar bonos verdes de alta calidad mediante una etiqueta clara y, en consecuencia, ello sirva para reforzar la confianza en tales bonos, así como para reducir prácticas como el *greenwashing*⁵⁰; (ii) se allane el camino para la emisión de estos bonos verdes de alta calidad, aclarando qué se entiende por actividad económica ecológica y reduciendo los riesgos reputaciones para los emisores; y, (iii) se normalicen prácticas necesarias en materia de sostenibilidad como la verificación externa.

En todo caso, el marco propuesto sobre bonos verdes europeos se asienta en tres requisitos principales, recogidos aquí de forma genérica⁵¹:

- i. Los fondos que se recauden por la emisión de bonos verdes, deben destinarse íntegramente a proyectos medioambientalmente sostenibles en los términos previstos por el Reglamento de taxonomía.
- ii. Al mismo respecto, debe existir máxima transparencia sobre la información relativa a la asignación de los ingresos provenientes de la emisión de bonos verdes. Por tanto, para la difusión de tal

Deal, 22 de noviembre de 2020, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0198_EN.html.

48. TEG, *Report on EU Green Bond Standard*, 2019, disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf.

49. COMISIÓN EUROPEA, Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos, [COM(2021) 391 final], 2021, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.

50. Se trata de una práctica cada vez más habitual, basada en suministrar a los consumidores información falsa, confusa o engañosa con la que se pretende dar la impresión inexacta de que un producto o una empresa son respetuosos con el medioambiente. El Reglamento de taxonomía se refiere al *greenwashing* como el deseo de «obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medio ambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos».

51. Para una exposición detallada de estos requisitos *vid.* además PARLAMENTO EUROPEO, *Informe sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos*, 2022, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156_ES.html.

información, cobra relevancia el establecimiento de requisitos de divulgación específicos y normalizados.

- iii. Todos los bonos verdes europeos deben responder a una doble ratio de supervisión. En primer lugar, las autoridades competentes de cada Estado velarán por el cumplimiento de los términos de la propia Propuesta y, en particular, por la alineación de los bonos con los requerimientos medioambientales previstos en el Reglamento de taxonomía. En segundo término, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA por sus siglas en inglés) cuidará que los revisores externos que presten servicios a los emisores de bonos verdes europeos estén registrados y se sometan a su supervisión.

3. FOMENTAR LA INVERSIÓN EN PROYECTOS SOSTENIBLES

Sin duda la consecución de los retos climáticos y medioambientales del PVE requiere de un notable esfuerzo de inversión⁵². Consciente de este reto, la Comisión emitió en enero de 2020 el Plan de Inversiones para una Europa Sostenible⁵³ con la intención de establecer la senda económica que posibilitara la transición hacia una economía verde y climáticamente neutra. Para conseguir la financiación suficiente, el documento prevé: (i) la movilización, durante la próxima década, de un mínimo de 1.000 millones de euros en inversiones sostenibles con cargo al presupuesto de la UE; (ii) crear un marco atrayente para los inversores públicos y privados; y, (iii) prestar un apoyo a medida a las Administraciones públicas y los promotores de proyectos para la identificación, estructuración y ejecución de proyectos sostenibles.

En esta misma línea y conscientes de que en Europa sigue existiendo un déficit de inversión sostenible considerable, surge el Programa *InvestEU*. Se trata en esencia, de un Programa de apoyo para aquellas inversiones que, siendo necesarias para la transición, comportan un importante riesgo para el sector privado. En estos casos, el Programa *InvestEU* potencia el uso de fondos públicos para reducir la tasa de incertidumbre asociada a las inversiones *verdes* y, en el camino, fomentar la inversión privada.

Por otra parte, no podemos dejar de referirnos al ámbito de las infraestructuras, toda vez que contribuyen, tal y como expuso la OCDE, al 60% de las emisiones de gases de efecto invernadero⁵⁴. Urge, por tanto, invertir en

52. Vid. una hipótesis de referencia en COMISIÓN EUROPEA, Unidos para contribuir a la Unión de la Energía y a la Acción por el Clima. Establecimiento de las bases para el éxito de la transición hacia una energía limpia [COM(2019) 285], 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52019DC0285>.

53. COMISIÓN EUROPEA, *Plan de Inversiones para una Europa Sostenible*, 2020, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0021>.

54. OCDE, *Invertir en el clima, invertir en el crecimiento*, 2017, disponible en <https://www.oecd.org/env/cc/g20-climate/una-sintesis-investing-in-climate-investing-in-growth.pdf>.

infraestructuras sostenibles que aúnen el esfuerzo público y privado. Con este objetivo, la Comisión ha aumentado su apoyo financiero para fomentar la inversión en este sector. Cabe recalcar la creación del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas⁵⁵ y el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión⁵⁶.

Cierra la exposición de las iniciativas en esta materia, la implementación del Plan Europeo de Inversiones Exteriores, cuya finalidad orbita en fomentar inversiones sostenibles en países socios⁵⁷.

4. INCORPORAR LA SOSTENIBILIDAD AL OFRECER ASESORAMIENTO FINANCIERO

Bajo el paraguas de la ambiciosa estrategia del PVE y del Plan de Acción y con plena consciencia de la importancia que las labores de asesoramiento comportan para la reorientación del sistema financiero hacia la sostenibilidad, es preciso detenernos en el Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (Reglamento SFDR).

Tanto la Directiva MiFID II⁵⁸, como la Directiva sobre distribución de seguros⁵⁹, contemplan la labor de asesoramiento como aquella en la que se realizan recomendaciones personalizadas al cliente respecto de una o varias operaciones. Dicho asesoramiento, empero, comporta la evaluación previa de los objetivos de inversión del cliente, así como su tolerancia al riesgo. Esta evaluación se llevará a cabo mediante los ampliamente conocidos test de idoneidad y conveniencia. Sin embargo, ya por su reciente incorporación, ya por sus dificultades de valoración, lo cierto es que las preferencias en materia de sostenibilidad, expresadas cuando se ofrece asesoramiento financiero, no estaban siendo valoradas con suficiente interés.

Al abrigo de estas nuevas tendencias, el Reglamento SFDR se publicó con la finalidad de atender y dar respuesta a las recientes preferencias de sostenibilidad de los clientes, manifestadas al momento de recibir el servicio de asesoramiento financiero. Sin perder de vista que sobre las empresas de servicios de inversión recae la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes, las recomendaciones que emitan deberán, por tanto, alinearse con los objetivos financieros y con las preferencias de sostenibilidad de sus clientes⁶⁰.

55. <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/investment-plan/strategic-investments-fund/>.

56. <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/investment-plan/investment-advisory-hub/>.

57. <https://europa.eu/capacity4dev/file/66473/download?token=BEI0RaTM>.

58. Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

59. Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros.

60. En este sentido, *vid.* Preámbulo del Reglamento SFDR.

A tales efectos, el Reglamento SFDR cumple con la misión de completar la información precontractual que se suministra a los inversores finales, integrando los riesgos de sostenibilidad, el análisis de las incidencias adversas en dicha materia, así como la promoción de las características ambientales, sociales o sostenibles de los productos financieros.

En definitiva, el Reglamento SFDR «propone mejorar la transparencia respecto del modo en que los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros integran los riesgos de sostenibilidad en sus decisiones de inversión y su asesoramiento sobre inversiones o seguros»⁶¹.

Partiendo de estas líneas generales, no podemos pasar por alto el Reglamento Delegado (UE) 2021/1253 de la Comisión de 21 de abril de 2021 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en lo que respecta a la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en determinados requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, también denominado *Green MiFID II* por tratarse de la modificación del Reglamento que precisamente completaba la Directiva MiFID II en materia de requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión.

En todo caso, la principal novedad de este Reglamento de apenas dos artículos radica en la obligación de completar las labores de asesoramiento financiero o gestión de carteras, con la inclusión de las preferencias de sostenibilidad manifestadas por los clientes. Dicho en otros términos, partiendo del hecho que la evaluación de idoneidad se sitúa como uno de los requisitos esenciales de la protección del inversor y a tenor de lo dispuesto en el artículo 25.2 de la MiFID II, las empresas de inversión deberán obtener la información necesaria sobre las preferencias de sostenibilidad de sus clientes para, en consecuencia, recomendar de forma personalizada aquellos instrumentos que más se adecúen a sus intereses. De esta forma, si durante la prestación del servicio de asesoramiento financiero o de gestión de carteras, el cliente o futuro cliente expusiera determinadas preferencias de sostenibilidad, la entidad deberá atender a tales requisitos. Ahora bien, como quiera que una actividad como esta, desarrollada extra muros de cualquier regulación, puede dar lugar a prácticas abusivas o incluso al falseamiento de los datos asociados a los instrumentos financieros, la *Green MiFID II* acoge los mecanismos adecuados para garantizar la conveniente inclusión de los factores de sostenibilidad.

Forzoso es reconocer, no obstante, que un planteamiento como el previsto en la *Green MiFID II* puede generar *a priori* más dudas que certezas. Por ello, la ESMA se encuentra actualmente inmersa en la adaptación de sus directrices. A la espera del documento definitivo, el pasado mes de enero se publicó el documento de consulta Directrices sobre determinados aspectos

61. *Ibidem*.

de los requisitos de idoneidad de MiFID II⁶² que, entre otras muchas cuestiones, contiene un listado de buenas y malas prácticas observadas en la supervisión de los requisitos de idoneidad de MiFID II.

Habida cuenta que la *Green* MiFID II comenzó a aplicarse desde el pasado 2 de agosto, debe citarse también el Comunicado de la CNMV sobre la próxima aplicación de la modificación del Reglamento Delegado 2017/565 en lo relativo a la consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes en la evaluación de la idoneidad. En esta ocasión, el regulador nacional recuerda que las entidades ya deberán haber adaptado sus sistemas y procesos para identificar las preferencias de sostenibilidad de sus clientes. A la espera de la publicación definitiva de las directrices de la ESMA, la CNMV recomienda tomar como referencia inicial las Directrices sobre determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de MiFID II, si bien recuerda que su contenido definitivo puede modificarse una vez superada la fase de consulta.

5. ELABORAR PARÁMETROS DE REFERENCIA DE SOSTENIBILIDAD

Dada la especificidad de la cuestión, es oportuno recordar que los parámetros o índices de referencia se emplean para determinar cuestiones de gran relevancia para los inversores y los instrumentos financieros que adquieren. Así, por ejemplo, se tendrán en cuenta los índices de referencia para determinar qué importe debe pagarse por un instrumento financiero, para fijar el valor de los mismos o para determinar la rentabilidad de un fondo de inversión. De modo que, para los inversores la información de los índices de referencia supondrá la asignación de más o menos activos a sus carteras ya que, como hemos expuesto, los precios fijados para muchos instrumentos financieros dependen, precisamente de los índices de referencia y, en particular, de la exactitud e integridad de los mismos⁶³.

Los índices de referencia tradicionales, como puede ser el Euribor o el Líbor, se basan en una metodología que, por razón de su propia naturaleza, no consigue reflejar los objetivos de sostenibilidad de la forma más adecuada. Es por ello que no resultan idóneos para medir el rendimiento de las inversiones sostenibles.

En este escenario, los proveedores de índices de referencia han intentado acoger las nuevas inclinaciones y han desarrollado nuevos parámetros

62. ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2022, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2998_consultation_paper_on_review_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf.

63. Vid. Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

que atiendan a los objetivos de sostenibilidad. Sin embargo, sobre estos nuevos parámetros recae la sombra de la duda pues se echa en falta una mayor transparencia respecto de los métodos empleados para su determinación. A estos intereses responde el Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

En efecto, el Reglamento (UE) 2019/2089 reconoce que las preocupaciones medioambientales están dando lugar a la proliferación de inversiones hipocarbónicas, es decir, inversiones que, para medir el rendimiento de las carteras, se basan en índices de referencia de bajo impacto carbónico. Existen en la actualidad una amplia variedad de índices de bajo impacto carbónico que se emplean de forma transfronteriza. Así las cosas, y como puede intuirse, urge la definición de índices armonizados para toda la UE y, al mismo tiempo, alineados con los compromisos del Acuerdo de París en materia de emisiones de carbono.

Para responder a esta necesidad el Reglamento (UE) 2019/2089 establece los requisitos mínimos que deben cumplir los dos tipos de índices reconocidos: el índice de referencia de transición climática de la UE, así como el índice de referencia de la UE armonizado con el Acuerdo de París. Sin afán de profundizar, el principal propósito del mencionado Reglamento recayó en la cuestión metodológica, insistiendo en que los administradores de los índices de referencia deberán formalizar, documentar y publicar todos los métodos utilizados para su cálculo.

Como era de esperar, un Reglamento de tal trascendencia se acompañaría necesariamente de actos delegados. En este sentido, debe traerse a colación, en primer lugar, el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818⁶⁴ que especifica los estándares mínimos que serán aplicables a ambos tipos de índices de referencia. Seguidamente hemos de referirnos al Reglamento Delegado (UE) 2020/1817⁶⁵ cuyo fin se centra en adaptar la información que se suministra a los inversores. En particular, el Reglamento recalca en la explicación que debe proporcionarse sobre cómo la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de

64. Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París.

65. Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere al contenido mínimo de la explicación del modo en que la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.

gobernanza. En último lugar, el Reglamento Delegado (UE) 2020/1816⁶⁶ se enfoca también en la información de los inversores y, en concreto, en la explicación que debe facilitárseles sobre cómo se reflejan los factores ambientales, sociales y de gobernanza en los índices de referencia o familia de índices de referencia elaborados y publicados.

6. INTEGRAR MEJOR LA SOSTENIBILIDAD EN LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LOS ESTUDIOS DE MERCADO

En el actual marco financiero, caracterizado por el aumento de la conciencia medioambiental, debe destacarse también el cambio de escenario que están contemplando los proveedores de estudios de mercado y las agencias de calificación. Y es que, si tenemos en cuenta que estas estimaciones pueden llegar a influir de modo decisivo en la definitiva asignación de capitales, mejorando el flujo de información entre emisores e inversores, no es de extrañar que las labores divulgativas de estas entidades hayan aumentado notablemente en los últimos años, especialmente en materia de evaluación de los resultados ambientales, sociales y de gobernanza de las empresas.

Por lo que respecta a los proveedores de estudios de mercado, hay que tener en cuenta que no existe consenso sobre cómo se están considerando y evaluando los factores ambientales, sociales y de gobernanza de las empresas (los mencionados criterios ASG). En esta circunstancia y sin perder el foco sobre la relevancia que pueden tener estos estudios, debe primar la transparencia sobre los métodos empleados para la obtención de los resultados divulgables.

Algo similar sucede en el ámbito de las calificaciones crediticias, elemento clave que, junto a los estudios de mercado, colabora en la buena marcha del sector financiero. Sirva recordar que las agencias de calificación crediticia operan con la información disponible, por lo que puede resultar difícil valorar hasta qué punto se han tenido en cuenta factores ASG.

Siendo este el contexto, la ESMA actualizó en julio de 2019 su documento de Directrices sobre los requisitos de divulgación aplicables a las calificaciones crediticias⁶⁷, habida cuenta las incoherencias detectadas en la información divulgada por las agencias de calificación crediticia. Sin desconocer que el Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia⁶⁸, recoge una serie de requisitos de divulgación, lo cierto es que en materia de

66. Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la explicación incluida en la declaración sobre el índice de referencia del modo en que cada índice de referencia elaborado y publicado refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.

67. ESMA, Directrices Sobre los requisitos de divulgación aplicables a las calificaciones crediticias, 2021, disponible en, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies_es.pdf.

68. Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

sostenibilidad se requería de mayores criterios. Es por ello que las Directrices sobre los requisitos de divulgación aplicables a las calificaciones crediticias contemplan diversas orientaciones para mejorar la labor de calificación crediticia en lo que atañe a los factores de sostenibilidad.

Por otra parte, la Comisión Europea habilitó de abril a junio de 2022 una consulta específica sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza en la Unión Europea y sobre la consideración de factores de sostenibilidad en las calificaciones crediticias⁶⁹. La consulta, dividida en dos partes y dirigida tanto a proveedores, agencias de calificación, inversores y empresas, pretende informar a la Comisión Europea sobre las dinámicas que se están empleando en el mercado. Asimismo, espera poder identificar aquellas deficiencias que estén materializándose en las calificaciones crediticias en relación con la consideración de los riesgos de sostenibilidad.

7. CLARIFICAR LAS OBLIGACIONES DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES Y LOS GESTORES DE ACTIVOS

De cuanto hemos expuesto hasta ahora, puede llegar a concluirse anticipadamente que el interés de la UE en materia de movilización de capitales hacia objetivos más sostenibles se enfoca, esencialmente, en los inversores minoristas o de mediano calado. Nada más lejos. Conviene aclarar que, sobre los inversores institucionales y los gestores de activos, recae con igual peso el deber de actuar en el mejor interés de sus clientes. Ocurre, sin embargo, que tal y como ya subrayábamos anteriormente, el acervo normativo disponible no resultaba lo suficientemente claro ni uniforme sobre los factores de sostenibilidad⁷⁰.

Para atajar esta cuestión, el mencionado Reglamento SFDR estableció una serie de normas armonizadas que deberán aplicar todos los participantes en los mercados financieros, además de los asesores financieros. De modo que la integración de los factores ASG en el proceso de toma de decisiones de inversión se extiende al más amplio espectro de inversores posibles.

69. CNMV, Consulta específica de la Comisión Europea sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones ASG en la Unión Europea y sobre la consideración de los factores ASG en las calificaciones crediticias, 2022, disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CE/A.pdf>.

70. Es el caso de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II), la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016 relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo, la Directiva (UE) 2021/2261 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2021 por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE en lo que respecta a la utilización de los documentos de datos fundamentales por las sociedades de gestión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, o la Directiva MiFID II.

8. INCORPORAR LA SOSTENIBILIDAD A LOS REQUISITOS PRUDENCIALES

En estos nuevos contextos, la labor de bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones, no puede pasar desapercibida. Se trata, a grandes rasgos, del principal canal de ahorro para las inversiones, posicionándose como la fuente principal de financiación externa de la economía europea. En suma, dada su relevancia podrían canalizar los volúmenes de inversiones necesarios para conseguir los ambiciosos objetivos comunitarios.

Sin embargo, además de los riesgos propios de su actividad, los bancos, las compañías de seguros y los fondos de pensiones deben comenzar a valorar la incidencia que podría llegar a tener el desarrollo económico no sostenible. En este sentido, ha de señalarse el Test de estrés frente al cambio climático, publicado en 2021 por el Banco Central Europeo⁷¹. El documento de resultados, fruto de un exhaustivo trabajo de evaluación, mostró la repercusión negativa del cambio climático para los bancos con carteras muy concentradas en aquellas áreas que se verían más afectadas por la necesaria transición hacia horizontes más verdes (minería, gas o electricidad). A ello debe sumarse también que el aumento de fenómenos meteorológicos extremos afectará negativamente la solvencia y supondrá pérdidas crediticias a los bancos. De modo que ya no puede ignorarse que el cambio climático se afianza como fuente importante de riesgo sistémico.

Así las cosas, el Plan de Acción planteó la necesidad de reflexionar sobre la incidencia del medioambiente en la normativa prudencial. Siguiendo esta senda, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) se encuentra trabajando para incorporar los factores ambientales, sociales y de gobernanza al marco regulatorio y de supervisión bancario europeo. Bajo este mandato, la ABE publicó su Plan de Acción sobre finanzas sostenibles⁷², que recoge un esbozo de los planes de la Autoridad en materia de sostenibilidad, así como los plazos de entrega.

En materia de sostenibilidad, la ABE se ha seguido pronunciado en diversos informes⁷³. Interesa especialmente el documento de debate publi-

71. BCE, *ECB economy-wide climate stress test*, 2021, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op281~05a7735b1c.en.pdf?278f6135a442cd0105488513e77e3e6d>.

72. ABE, *Plan de Acción sobre finanzas sostenibles*, 2019, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA_Action_plan_on_sustainable_finance.pdf.

73. Entre otros, ABE, *Discussion paper on the role of environmental risk in the prudential framework*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/discussion-paper-role-environmental-risk-prudential-framework>; *Report on developing a framework for sustainable securitization*, 2022, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA_report_on_sustainable_securitisation.pdf; *Final draft implementing technical standards (ITS) on Pillar 3 disclosures on ESG risks*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-binding-standards-pillar-3-disclosures-esg-risks>; *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 2021, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA_Report_on

cado en mayo de este año bajo el título El papel de los riesgos medioambientales en el marco prudencial⁷⁴. Sin poder entrar a desgranar su contenido, debemos señalar que una de sus conclusiones recalcó nuevamente que los requisitos prudenciales deben reflejar los riesgos medioambientales para respaldar la seguridad y la solidez de las instituciones financieras.

9. REFORZAR LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE SOSTENIBILIDAD Y LA ELABORACIÓN DE NORMAS CONTABLES

Referirnos nuevamente a la importancia de la información no financiera supondría reiterar la influencia de unos documentos cuya repercusión ya ha quedado expuesta y han subrayado diversos autores⁷⁵. No en balde se trata de una información necesaria para orientar los intereses de los inversores hacia propuestas más sostenibles. Al mismo tiempo, no debe pasarse por alto que la información no financiera difundida por las empresas y, en particular, la relativa a la sostenibilidad y los aspectos medioambientales y sociales tenidos en cuenta en el contexto de su actividad económica, resulta esencial de cara a medir, supervisar y gestionar el rendimiento y el impacto en la sociedad de estas entidades⁷⁶.

ESG risks management and supervision.pdf; Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise, 2021, disponible en [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1001589/Mapping_Climate_Risk - Main findings from the EU-wide pilot exercise on climate risk.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1001589/Mapping_Climate_Risk_-_Main_findings_from_the_EU-wide_pilot_exercise_on_climate_risk.pdf); *Opinion to EC Call for Advice on Article 8 Taxonomy Regulation*, 2021, disponible en [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About_Us/Missions_and_tasks/Call_for_Advice/2021/CfA on KPIs and methodology for disclosures under Article 8 of the Taxonomy Regulation/96](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About_Us/Missions_and_tasks/Call_for_Advice/2021/CfA_on_KPIs_and_methodology_for_disclosures_under_Article_8_of_the_Taxonomy_Regulation/96); y *EBA staff paper sustainable finance market practices*, 2020, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Sustainable_finance_Market_practices.pdf.

74. ABE, *Discussion paper on the role of environmental risks in the prudential framework*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/discussion-paper-role-environmental-risk-prudential-framework>.

75. Entre ellos, CAMPUZANO, A. B., «El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 49, 2021; ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., «Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 27, 2020; APARICIO GONZÁLEZ, M., «La información no financiera de las sociedades mercantiles», *La Ley Mercantil*, núm. 32, 2017; DE MIGUEL PERALES, C., y MARTÍNEZ CARLOS, P. J., «Información no financiera e información sobre diversidad: nuevas obligaciones», *Diario La Ley*, núm. 9167, 2018; RUIZ LAMAS, F., «La información no financiera obligatoria», *Revista Técnica Contable y Financiera*, núm. 17, 2019.

76. En este sentido, ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., «Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera», ob. cit., p. 7, ed. electrónica, quien también advierte que esta obligación está aumentando la presión externa de las empresas, justificada en parte por la importancia de la información que se solicita. En todo caso, lo que resulta evidente es que la información financiera, a la sazón, notablemente más depurada y regulada, no permite transmitir los nuevos datos que los inversores demandan, planteando nuevos retos al mercado y a la práctica habitual de las empresas.

Así lo ha reconocido el Parlamento Europeo y el Consejo en la Directiva 2014/95/UE, de 22 de octubre de 2014, relativa a la divulgación de información no financiera (NFRD)⁷⁷. La esencia del documento reside en la exigencia que determinadas empresas prepararen un estado no financiero que contenga, como mínimo, información relativa a cuestiones medioambientales y sociales. Y es que, tal y como recoge su considerando tercero «la divulgación de información no financiera resulta esencial para la gestión de la transición hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente».

Para facilitar la aplicación de la Directiva y como quiera que la divulgación de información no financiera puede comprender una miríada de parámetros, la Comisión publicó unas Directrices sobre la presentación de informes no financieros⁷⁸ con el objetivo de «ayudar a las sociedades a divulgar información no financiera (relacionada con factores ambientales, sociales y de gobernanza) de alta calidad, pertinente, útil, coherente y más comparable, de una manera que promueva un crecimiento y un empleo resilientes y sostenibles y que proporcione transparencia a las partes interesadas»⁷⁹.

Dos años más tarde y para complementar las anteriores pautas, se publicaron nuevas directrices de refuerzo en materia metodológica para facilitar a las empresas en la aplicación de la Directiva 2014/95/UE⁸⁰. Con todo, en Resolución de mayo de 2018, el propio Parlamento abogó por una revisión de la normativa de divulgación, esto es, la NFRD, recalando la necesidad de desarrollar requisitos adicionales en torno a la información ASG⁸¹. En parecidos términos, el informe de la Comisión, de 21 de abril de 2021, volvió a incidir en la eficacia de la NFRD y, en particular, en la frecuencia con que las empresas no presentan información significativa en materia de sostenibilidad⁸².

Siguiendo esta senda marcada por la necesidad de neutralizar las brechas detectadas en materia de información no financiera, el pasado 10 de noviembre de 2022 se aprobó la nueva Directiva sobre presentación de

77. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

78. COMISIÓN EUROPEA, *Directrices sobre la presentación de informes no financieros*, 2017, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN).

79. *Ibidem*.

80. COMISIÓN EUROPEA, *Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima*, 2019, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN).

81. PARLAMENTO EUROPEO, *Resolución del Parlamento Europeo, de 29 de mayo de 2018, sobre finanzas sostenibles* [2018/2007(INI)], 2018, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2018-0215_ES.pdf.

82. COMISIÓN EUROPEA, *Finanzas sostenibles y taxonomía de la UE: la Comisión toma nuevas medidas para canalizar el dinero hacia actividades sostenibles*, 2021, disponible en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_1804.

información sobre sostenibilidad por parte de las empresas⁸³. Entre las novedades más destacadas figura la ampliación del ámbito de aplicación. Y es que si, a tenor de la anterior normativa, el ámbito de aplicación se determinaba en función del número de empleados, del total del balance y del volumen de negocios neto; el nuevo escenario supone la aplicación de los requisitos información sobre sostenibilidad a: (i) todas las empresas, salvo las microempresas, cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión; (ii) todas las grandes empresas cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión; y, (iii) todas las empresas de países terceros cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de la Unión.

Ahondando en las otras modificaciones propuestas, debemos referirnos a los esfuerzos regulatorios para equiparar la información financiera y la de sostenibilidad (información no financiera). En este sentido, se han reforzado las obligaciones a la hora de detallar el impacto de las empresas en el medio ambiente, los derechos humanos y el ámbito social. Lógicamente la fiabilidad de la información transmitida no se ha dejado al arbitrio de las entidades, sino que se contemplan auditorías independientes y procesos de certificación.

Con todo, debe advertirse que, a fecha de culminación de este trabajo, el texto aún se encontraba pendiente de adopción por el Consejo, a lo que se añade que las reglas propuestas no comenzarán a aplicarse hasta el periodo 2024-2028⁸⁴.

10. FOMENTAR UN GOBIERNO CORPORATIVO SOSTENIBLE Y REDUCIR EL CORTO-PLACISMO EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

La última de las cuestiones que hemos de analizar y que se completan entre las actuaciones previstas en el Plan de Acción, tiene que ver precisamente con las empresas a las que, en un corto periodo de tiempo, se ha solicitado una adaptación a unos estándares «verdes» no previstos con

83. PARLAMENTO EUROPEO, *Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 10 de noviembre de 2022, sobre la 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* [COM(2021)0189 – C9-0147/2021 – 2021/0104(COD)], 2022, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2022-0380_ES.pdf.

84. «El 1 de enero de 2024 para grandes empresas de interés público (más de 500 empleados) ya sujetas a la Directiva sobre información no financiera, que deberán entregar sus informes en 2025; el 1 de enero de 2025 para las grandes compañías no sujetas a la Directiva sobre información no financiera (más de 250 empleados y/o una facturación de 40 millones de euros y/o 20 millones en activos totales), que deberán entregar sus informes en 2026; y el 1 de enero de 2026 para las pymes cotizadas y otras empresas, que deberán entregar sus informes en 2027. Las pymes podrán retrasarlo hasta 2028», <https://www.europarl.europa.eu/news/es/press-room/20221107IPR49611/economia-sostenible-aprobadas-nuevas-reglas-de-informacion-para-multinacionales>.

tanto detalle. Quizás por ello la respuesta de las entidades ha transitado a lo largo de un espectro de opciones. Así, por ejemplo, muchas de ellas apenas tienen en cuenta factores ASG en sus procesos de toma de decisiones a largo plazo. No hay que olvidar la presión que pueden ejercer los accionistas mayoritarios esencialmente centrados en la obtención de beneficios inmediatos. Consciente de esta situación, en febrero de 2019 la Comisión solicitó a las Autoridades Europeas de Supervisión la elaboración de un informe que valorara si efectivamente se ejercía una presión indebida a corto plazo sobre las empresas.

Entre las conclusiones presentadas por la ABE⁸⁵, se constató cierto nivel de cortoplacismo en la normativa bancaria, si bien este no cumplía los parámetros para ser considerado indebido. No obstante, la ABE recomendó al legislador comunitario el mantenimiento de un marco normativo sólido, donde se fomente que las entidades adopten medidas a largo plazo mediante disposiciones legales más explícitas sobre sostenibilidad.

Por parte de la AESPJ⁸⁶, el informe presentado partía de un contexto distinto. En efecto, las entidades aseguradoras y los fondos de pensiones suelen considerarse inversores a largo plazo, por lo que, en esta ocasión, se trataba de analizar si seguían cumpliendo sus funciones como inversores a largo plazo o habían sufrido desviaciones. En este sentido, la AESPJ manifestó que debería prestarse especial atención a las situaciones extremas en las que existen desequilibrios evidentes entre las prácticas de inversión y los intereses a largo plazo de las entidades aseguradoras o los fondos de pensiones. Para evitar que estas situaciones proliferen, el regulador comunitario opinaba que unos sólidos principios y unas definiciones intersectoriales en cuanto a inversión a largo plazo, contribuirían a limitar los comportamientos cortoplacistas.

Finalmente, el informe de la ESMA⁸⁷ analizó cómo y hasta qué punto la divulgación pública de los factores ASG influiría en la toma de decisiones de inversión. A este tenor destacó que las deficiencias de la NFRD, en particular, en cuanto a la obtención y presentación de los datos relativos a los factores ASG, hacen difícil aportar conclusiones relevantes. En el caso de los clientes minoristas, se comprobó que las actitudes inversoras cortoplacistas son inversamente proporcionales a la educación financiera. En otros términos, aun cuando los requisitos respecto de los test de idoneidad

85. ABE, *Report on undue short-term pressure from the financial sector on corporations*, 2019, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final_EBA_report_on_undue_short-term_pressures_from_the_financial_sector_v2_0.pdf.

86. AESPJ, *Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors*, 2018, disponible en https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/eiopa-bos-19-537_report_on_investigation_undue_short_term_pressure.pdf.

87. ESMA, *Report: Undue short-term pressure on corporations*, 2019, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf.

y conveniencia se encuentran homogeneizados en todo el ámbito comunitario, la educación económica y financiera de estos clientes es distinta a lo largo de la geografía europea. Ello supone que una educación financiera temprana permite que los individuos tomen decisiones de inversión informadas y más tendentes al largo plazo. Por el contrario, es probable que un bajo nivel de comprensión conduzca a los individuos a productos líquidos a corto plazo.

V. A MODO DE CIERRE

Resulta complejo concluir sobre una temática inconclusa. Difícil empresa que adquiere mayor complejidad cuando la cuestión analizada se encuentra dando sus primeros pasos regulatorios. Lo que no resulta cuestionable, en todo caso, es la necesidad de actuar. La aquiescencia ha dejado de ser una opción y se impone con urgencia la toma de decisiones en pro de la sostenibilidad.

Habiéndonos conformado en esta ocasión con plantear las líneas maestras del panorama regulatorio comunitario, debe este modesto estudio realizar, a pesar de lo dicho, algunas apreciaciones desde el estricto interés de fomentar el debate jurídico-académico.

Hemos de referirnos al propio tratamiento de la materia medioambiental, cuya presencia en los textos regulatorios se ve oscurecida por el excesivo uso de las conjugaciones en futuro. Esta cuestión que en principio puede parecer de mera transcendencia semántica, alberga, sin embargo, notable importancia. Partiendo de la realidad, muchas veces constatada, que supone que la problemática jurídica se aborde con frecuencia desde una óptica pragmática y para resolver un caso en concreto, sorprende el uso y abuso de la terminología en futuro. Así, frente a unas exigencias medioambientales urgentes y actuales, la respuesta regulatoria comunitaria aparece plagada de buenas intenciones para los tiempos venideros y escasas soluciones a corto plazo. Tómese como ejemplo la pendiente, aunque proyectada, regulación de un estándar de bonos verdes europeos, la todavía inconclusa aplicación plena del Reglamento de taxonomía, las esperadas etiquetas de productos financieros verdes o la inacabada adaptación de las directrices de la ESMA para la aplicación de lo dispuesto en la *Green MiFID II*.

Este contexto, que tiene aparentemente a su favor la justificación del proceso legislativo, requeriría, a nuestro entender, de un replanteamiento del *iter legis* actual en unos nuevos términos que contemplen la premura de la situación, ya vía la reforma del procedimiento legislativo comunitario previsto en el artículo 289 del TFUE, ya mediante la dotación de nuevos poderes legislativos al Parlamento Europeo, tal y como los propios eurodiputados han reclamado desde el pasado junio. Recordemos que tan solo restan siete años para alcanzar los 17 ODS y las 169 metas previstas en la Agenda 2030. Calendario en mano, no se comprende la timidez regulatoria.

En otros términos, también hemos de volver la vista sobre la ingente cantidad de normativa resultante. La aquí expuesta a razón de su importancia, representa tan solo un porcentaje de todo el acervo vigente. Sin entrar en la eventual repercusión económica que la adaptación a los parámetros de sostenibilidad puede llegar a suponer para las empresas, interesa llamar la atención sobre las dificultades añadidas que puede llegar a suponer la adaptación –casi constante– a una normativa cambiante. Repárese, como muestra, en las diversas vicisitudes en torno a la información financiera. Este escenario, en algunos momentos imprevisible, complica y tiende a empecer el interés por el alineamiento con la sostenibilidad financiera, por cuanto, en ocasiones, abandona la valentía y firmeza que la materia requiere «poniendo ‘el no me atrevo’ al servicio del ‘quiero’»⁸⁸.

Resulta evidente que este trabajo no agota la temática. Antes bien, su humilde objetivo se circunscribe al punto de partida de la misma. Así, las principales normas adoptadas en esta materia han quedado expuestas en las líneas que nos preceden. Las siguientes se esperan con ansia. Sirva este trabajo, en argot teatral, como programa de mano o antesala de la temática estudiada.

VI. BIBLIOGRAFÍA

ABE, *Discussion paper on the role of environmental risk in the prudential framework*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/discussion-paper-role-environmental-risk-prudential-framework>.

- *Report on developing a framework for sustainable securitization*, 2022, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA_report_on_sustainable_securitisation.pdf.
- *Final draft implementing technical standards (ITS) on Pillar 3 disclosures on ESG risks*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-binding-standards-pillar-3-disclosures-esg-risks>.
- *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, 2021, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA.

88. SHAKESPEARE, W., *Macbeth*, acto I, escena VII, 1606.

«Which thou esteem'st the ornament of life,
And live a coward in thine own esteem,
Letting 'I dare not' wait upon 'I would',
Like the poor cat I' the adage?»

¿Quieres lograr lo que estimas ornamento de la vida y en tu propia estimación vivir como un cobarde, poniendo el «no me atrevo» al servicio del «quiero» como el gato del refrán?

- *Report on ESG risks management and supervision.pdf*; Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise, 2021, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1001589/Mapping.
 - *Climate Risk – Main findings from the EU-wide pilot exercise on climate risk.pdf*; Opinion to EC Call for Advice on Article 8 Taxonomy Regulation, 2021, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/About Us/Missions and tasks/Call for Advice/2021/CfA on KPIs and methodology for disclosures under Article 8 of the Taxonomy Regulation/96.
 - *EBA staff paper sustainable finance market practices*, 2020, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Sustainable finance Market practices.pdf.
 - *Discussion paper on the role of environmental risks in the prudential framework*, 2022, disponible en <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/discussion-paper-role-environmental-risk-prudential-framework>.
 - *Plan de Acción sobre finanzas sostenibles*, 2019, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA Action plan on sustainable finance.pdf.
 - *Report on undue short-term pressure from the financial sector on corporations*, 2019, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final EBA report on undue short-term pressures from the financial sector v2_0.pdf.
- AESPJ, *Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors*, 2018, disponible en https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/eiopa-bos-19-537_report_on_investigation_undue_short_term_pressure.pdf.
- BCE, *ECB economy-wide climate stress test*, 2021, disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op281~05a7735b1c.en.pdf?278f6135a442cd0105488513e77e3e6d>.
- APARICIO GONZÁLEZ, M., «La información no financiera de las sociedades mercantiles», *La Ley Mercantil*, núm. 32, 2017.
- CAMPUZANO, A. B., «El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa», *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 49, 2021.
- CNMV, *Consulta específica de la Comisión Europea sobre el funcionamiento del mercado de calificaciones ASG en la Unión Europea y sobre la consideración de los factores ASG en las calificaciones crediticias*, 2022, disponible en <https://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CE/A.pdf>.

- Las Finanzas Sostenibles. Guía rápida, disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Finanzas_Sostenibles.pdf.
- COMISIÓN EUROPEA, *Consultation on a New Digital Finance Strategy for Europe–FinTech action plan*, 2020, disponible en https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/2020-digital-finance-strategy_en.
- *Consultation on the renewed sustainable finance strategy*, 2020, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-sustainable-finance-strategy-consultation-document_en.pdf.
- *Directrices sobre la presentación de informes no financieros*, 2017, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN).
- *Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima*, 2019, disponible en [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN).
- *El Pacto Verde Europeo*, [COM(2019) 640 final], 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019DC0640&from=ES>.
- *Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible*, [COM(2021) 390 final], 6 de julio de 2021, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>.
- *Finanzas sostenibles y taxonomía de la UE: la Comisión toma nuevas medidas para canalizar el dinero hacia actividades sostenibles*, 2021, disponible en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_1804.
- *Impact Assessment. Accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341 and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks*, [SWD(2018) 264 final], 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=SWD:2018:264:FIN>.
- *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*, [COM(2018) 97 final], 2018, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=ES>.
- *Plan de Inversiones para una Europa Sostenible*, 2020, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52020DC0021>.
- *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos*, [COM(2021) 391 final], 2021, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>.

- *Unidos para contribuir a la Unión de la Energía y a la Acción por el Clima. Establecimiento de las bases para el éxito de la transición hacia una energía limpia* [COM(2019) 285], 2019, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52019DC0285>.
- DE MIGUEL PERALES, C. y MARTÍNEZ CARLOS, P. J., «Información no financiera e información sobre diversidad: nuevas obligaciones», *Diario La Ley*, núm. 9167, 2018.
- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., «Transparencia y sostenibilidad: nuevos retos de la información no financiera», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 27, 2020.
- ESMA, *Directrices Sobre los requisitos de divulgación aplicables a las calificaciones crediticias*, 2021, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines_on_disclosure_requirements_applicable_to_credit_rating_agencies_es.pdf.
- *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2022, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2998_consultation_paper_on_review_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf.
- *Report: Undue short-term pressure on corporations*, 2019, disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf.
- FAO, *Objetivo de Desarrollo del Milenio 7: Garantizar la sostenibilidad del medio ambiente*, disponible en <https://www.fao.org/sustainable-development-goals/mdg/goal-7/es/>.
- FONTICIELLA HERNÁNDEZ, B., «There is (should be) tourism b. A vueltas con el etiquetado ecológico de los alojamientos turísticos», *Revista General de Derecho del Turismo*, núm. 5, 2022.
- GUERRERO TREVIJANO, C., «Interés social y gestión social sostenible», *La Ley mercantil*, núm. 89, 2022.
- HIGHLEVELFORUMONTHECAPITALMARKETSUNION, *A new Vision for Europe's capital markets*, 2020, disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-06/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf.
- HLEG, *Financing a sustainable European economy*, 2018, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., «La sostenibilidad del sistema financiero: sentido e impacto del factor regulatorio», *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, núm. 14, 2013.
- KURRER, C., *La política de medio ambiente: principios generales y marco básico*, 2021, disponible en <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/71/la-politica-de-medio-ambiente-principios-generales-y-marco-basico>.

- MEADOWS, D. H., MEADOWS, D. L., RANDERS, J. y BEHRENS III, W. W., *Los límites del crecimiento*, Fondo de Cultura Económica, 1972.
- MUÑOZ PÉREZ, A. F., «Los mercados de capitales y el impulso de las finanzas sostenibles», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 25, 2019.
- NEXT CMU HIGH-LEVEL GROUP, *Savings and Sustainable Investment Union*, 2019, disponible en https://paris-europlace.com/sites/default/files/public/the_next_cmu_hl-do.pdf.
- OCDE, *Invertir en el clima, invertir en el crecimiento*, 2017, disponible en <https://www.oecd.org/env/cc/g20-climate/una-sintesis-investing-in-climate-investing-in-growth.pdf>.
- *Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales*, 2011, disponible en <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesESPANOL.pdf>.
- ONU, *Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático*, 1992, disponible en <https://unfccc.int/resource/docs/convkp/convsp.pdf>.
- *Declaración del Milenio*, 2000, disponible en <https://www.un.org/spanish/milenio/ares552.pdf>.
- *Informe de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo*, 1993, disponible en https://www.un.org/esa/sustdev/documents/agenda21/spanish/a21_summary_spanish.pdf.
- *Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los Derechos Humanos*, 2011, disponible en https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_sp.pdf.
- *Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible*, 21 de octubre de 2015, disponible en https://unctad.org/system/files/official-document/ares70d1_es.pdf.
- PARLAMENTO EUROPEO, *Informe sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los bonos verdes europeos*, 2022, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2022-0156_ES.html.
- *Resolución del Parlamento Europeo, de 29 de mayo de 2018, sobre finanzas sostenibles [2018/2007(INI)]*, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018IP0215&from=ES>.
- *Report on the Sustainable Europe Investment Plan – How to finance the Green Deal*, 22 de noviembre de 2020, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2020-0198_EN.html.
- *Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 10 de noviembre de 2022, sobre la 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 [COM(2021)0189 – C9-0147/2021 – 2021/0104(COD)]*, 2022, disponible en https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2022-0380_ES.pdf.

- PRI ASSOCIATION, *PRI Reporting Framework. Main definitions*, 2018, disponible en https://www.unpri.org/Uploads/i/m/n/maindefinitionstopri-reportingframework_127272_949397.pdf.
- REDCLIFT, M., «El desarrollo sostenible: necesidades, valores, derechos», en *Desarrollo sostenible: un concepto polémico*, BARCENA, I., IBARRA, P., y ZUBIAGA, M., (Editores), Universidad del País Vasco, 2002.
- RUIZ LAMAS, F., «La información no financiera obligatoria», *Revista Técnica Contable y Financiera*, núm. 17, 2019.
- TAPIA HERMIDA, A. J., «Sostenibilidad financiera en la Unión Europea: El Reglamento (UE) 2019/2088 sobre las finanzas sostenibles», *La Ley Unión Europea*, núm. 77, 2020.
- «Sostenibilidad financiera en la UE: un salto cualitativo en su regulación mediante el Reglamento (UE) 2020/852 de 18 de junio de 2020 sobre inversiones sostenibles», *La Ley Unión Europea*, núm. 83, 2020.
- TEG, *Report on EU Green Bond Standard*, 2019, disponible en https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf.
- UNEP, *Inquiry: Design of a Sustainable Financial System. Definitions and concepts. Background note*, 2016, disponible en https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/10603/definitions_concept.pdf?sequence=1&%3BisAllowed=.
- VON DER LEYEN, U., *A Union that strives for more. My agenda for Europe*, 2019, disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/political-guidelines-next-commission_en_0.pdf.