

Claves de las finanzas sostenibles

AUTOR

Antonio Carrascosa¹

Senior Fellow del Centro de Gobierno Corporativo de Esade.

Director de la Cátedra EY de Estabilidad Financiera de la Universidad de Navarra.

Director General del Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria (2012-2015).

Ex consejero de la Junta Única de Resolución (JUR).

Abril 2021

Introducción

Parece indudable que la economía de mercado deja fuera o no valora adecuadamente algunas actividades sociales y medioambientales. La propia teoría económica incluye el concepto de externalidades para identificar situaciones en las que todos los costes o beneficios de la producción o consumo de un bien o servicio no están reflejados en su precio de mercado, lo que conduce a una producción o consumo excesivo (existencia de externalidades negativas) o a una producción o consumo insuficiente (externalidades positivas). Aunque parece demostrado que teóricamente un impuesto (“pigouviano”) es la herramienta más potente para internalizar las externalidades medioambientales negativas, vamos a ver en este artículo como las autoridades están explorando algunas alternativas de política financiera.

Antes de avanzar explicitemos qué entendemos por finanzas sostenibles. Este concepto recoge el movimiento, las tendencias para incorporar al sistema financiero (banca, aseguradoras, mercados financieros, gestión de activos, instrumentos financieros, etc.) condiciones de sostenibilidad, entendiendo por ésta las formas de producción, consumo y ahorro que no pongan en peligro la capacidad de crecimiento futuro y, además, que sean consistentes con una serie de valores sociales y de buen gobierno. Tradicionalmente las consideraciones de sostenibilidad se

agrupan en torno a tres categorías: medio ambiente, factores sociales y buen gobierno (ESG, según sus siglas en inglés).

Se suele asociar las finanzas sostenibles con la responsabilidad social corporativa, pero en el fondo este último concepto es superado por el primero, ya que el mundo de la ESG va a acabar penetrando en el núcleo básico de la actividad financiera: análisis de riesgos, gobierno corporativo, productos financieros, estrategia empresarial, transparencia, etc. En este artículo, con el objeto de simplificar el análisis, nos vamos a centrar en las finanzas verdes, aunque buena parte del análisis podría extenderse a cuestiones sociales y de gobernanza.

Muchos países se han fijado unos objetivos muy ambiciosos sobre transición ecológica. En la Unión Europea, el compromiso de reducción de emisiones para 2030 se ha incrementado a un 55%². Incluso en las medidas extraordinarias aprobadas para luchar contra la pandemia ha tenido mucho relieve la sostenibilidad: el fondo de recuperación y resiliencia canalizará una parte significativa de esos recursos (como mínimo, un 37%) a proyectos nacionales verdes (o sostenibles)³.

El cumplimiento de esos objetivos va a requerir unas inversiones privadas muy elevadas. Dado que los bancos juegan un papel clave en la financiación a las empresas europeas, es claro que deberán tener un rol muy importante en la financiación para

¹ El autor agradece los valiosos comentarios de Andrés Alonso, Mario Delgado, Enrique Ezquerro y Pepe Simarro.

² Comisión Europea (2020A).

³ Pueden verse otros compromisos medioambientales de la Unión Europea en Viñes, Helena y José Luis Blasco (2021).

abordar la transición ecológica. Además, los bancos se están financiando con instrumentos aptos para cumplir sus compromisos y estrategias de sostenibilidad⁴. No todo será iniciativa propia de las entidades, ya que los reguladores y supervisores tienen unos objetivos ambiciosos en el terreno de la economía ecológica y limpia, y están estudiando las vías para integrar las finanzas sostenibles en la regulación prudencial bancaria.

En este artículo, nos vamos a centrar en tres aspectos de las finanzas sostenibles: primero, las características de los instrumentos financieros que pueden emitirse en los mercados con el objetivo de financiar inversiones sostenibles; segundo, el papel que puede jugar la política monetaria en el cumplimiento de los objetivos de sostenibilidad a los que se han comprometido las autoridades europeas; y tercero, qué se espera de los bancos, como intermediarios financieros, ante el reto medioambiental, tanto desde el lado del activo como del pasivo de sus balances.

2. Los instrumentos financieros verdes

2.1. Características

Siguiendo a la Corporación Financiera Internacional (2016), la definición de un bono verde incluye las siguientes características: primera, es un instrumento de renta fija, con las mismas características financieras de un bono estándar en cuanto a posición en el *ranking* de acreedores en la absorción de pérdidas, determinación de precio, calificación crediticia, etc.

Segunda, se emite para financiar proyectos específicos de sostenibilidad medioambiental y transición energética (ejemplos de estos proyectos son los asociados con energías renovables, transporte público, eficiencia energética en inmuebles y procesos manufactureros, gestión de residuos, gestión del agua, etc.).

Y tercera, se emite, generalmente, con la garantía del emisor (la totalidad de su balance). Si los bonos verdes se encuentran integrados dentro del balance del emisor y no dentro de vehículos fuera de balance y, además, no gozan

de garantía sobre determinados activos del emisor, existe una desvinculación entre dos dimensiones: el uso o destino de los fondos y el riesgo crediticio de la emisión, que no será distinto al de otras emisiones con el mismo rango de prelación del emisor. Por tanto, considerando el riesgo de crédito, los inversores en estos bonos verdes no dependen de la rentabilidad de los activos que pretenden financiar, sino del desempeño global del emisor.

2.2. Evolución de las emisiones

Si bien desde hace más de dos décadas algunas entidades financieras ya planteaban estrategias de responsabilidad social corporativa o de sostenibilidad, fue el Banco Europeo de Inversiones quien inauguró, en 2007, las emisiones responsables con el medio ambiente con el lanzamiento en Luxemburgo del primer bono con la etiqueta *climate awareness*. El Banco Mundial y varios bancos multilaterales de desarrollo siguieron la estela del Banco Europeo de Inversiones y en 2012 llegó el primer bono verde corporativo. Sin embargo, no fue hasta 2014 cuando este tipo de emisiones comenzó a coger impulso en muchos sectores a nivel mundial.

Según Green Bond Initiative (2021), el *stock* de bonos verdes emitidos al final de 2020 alcanzaba los 1,17 billones de dólares. Durante 2020 se emitió por un importe de 269 mil millones de dólares y en lo que llevamos de 2021 se han emitido 90,1 millardos de dólares, lo que augura, de seguir la tendencia, un aumento sustancial en 2021 con respecto a 2020.

2.3. La relevancia de la demanda

¿Qué busca un inversor verde? El inversor verde busca no solo sacar un rendimiento a su inversión, sino participar activamente en proyectos sostenibles y gestionar mejor los riesgos que se pueden derivar del proceso de transición verde. Este nuevo inversor amplía la base de inversores tradicionales a la que hasta ahora tenían acceso los emisores. Se trata de un nuevo nicho que, aunque hoy es todavía limitado, las perspectivas para los próximos años

⁴ Alonso, Andrés y Clara Isabel González (2021).

son muy favorables. Por ejemplo, Inverco (2020) concluye que el 76% de sus encuestados menores de 26 años que conocen los criterios ESG los tienen en cuenta a la hora de decidir sus inversiones. En la siguiente franja de edad (los llamados “millennials”), un 56 % invierten en instrumentos financieros ESG.

Para un emisor, esta preferencia de algunos inversores por los bonos verdes, debería concretarse en alguna forma de prima de emisión. Efectivamente, esta prima por destinar los fondos a proyectos verdes (popularmente conocido como *greenium*) supone una ventaja en el coste para el emisor (menor rentabilidad exigida). Con respecto a este punto, Alessi, Lucia, E. Ossola & R. Panzica (2019) han comprobado empíricamente que los bonos verdes emitidos por autoridades supranacionales o no financieras sí gozan de esa prima, mientras que no se observa el mismo efecto en este tipo de instrumentos cuando son emitidos por entidades financieras. Esto se puede deber a que las empresas no financieras suelen emitir este tipo de bonos para financiar proyectos verdes concretos.

La relevancia de este nuevo grupo de inversores “verdes” (que pueden sacrificar parte de la rentabilidad por cumplir sus objetivos de inversión) puede explicar, por ejemplo, que los gobiernos emitan deuda pública “verde”, cuando ese tipo de emisiones especializadas atenta contra el principio presupuestario de unidad de caja y no se registran emisiones de deuda para financiar gastos muy sociales como la educación, la sanidad o la seguridad pública.

2.4. El destino de la emisión de instrumentos verdes

Además de los criterios establecidos por algunas asociaciones (por ejemplo, los principios sobre bonos verdes publicados en 2014 y actualizados en 2018, por la Asociación Internacional de Mercados de Capital –ICMA, en inglés–), se recomienda que el emisor de este tipo de instrumentos solicite una verificación de alguna agencia de *rating* (o evaluador sostenible) internacionalmente reconocida.

El número de agencias de calificación ESG crece cada día que pasa. El interés que el tema está cobrando entre

los inversores ha hecho que hasta las grandes agencias de calificación crediticia hayan entrado en el negocio. A diferencia del *rating* tradicional, hay diversas definiciones del concepto de sostenibilidad, diferentes enfoques para medir el cumplimiento de los objetivos medioambientales y, en general, falta de datos. El resultado es que la correlación de estos *ratings* sea baja. En consecuencia, el mensaje que recibe el inversor no es claro ni comparable⁵.

Sobre la divulgación de información sobre sostenibilidad, las autoridades europeas han dado varios pasos en estos últimos años, por ejemplo, la Directiva (UE) 2014/95 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014 que modificaba la Directiva 2013/34 en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos; 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; y 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.

En general, se busca que la información divulgada (precontractual e informes periódicos) sea fiable, coherente y comparable. Con las exigencias de divulgación de información incluidas en las normas mencionadas, los inversores deben poder asegurarse que un instrumento financiero es sostenible (desde un punto de vista medioambiental) y el grado de sostenibilidad que subyace en el mismo. En resumidas cuentas, la utilización en toda la Unión Europea de un concepto común de inversión medioambientalmente sostenible, permitirá denominar a un instrumento financiero como verde o sostenible y permitirá la comparación entre diferentes instrumentos.

2.5. La taxonomía europea

Desde 2018, la Comisión Europea tiene el objetivo de publicar un sistema de clasificación unificado de actividades

⁵ Una explicación detallada de las diferencias de *rating* puede verse en Peñarrubia, Susana y Teresa Royo (2021).

sostenibles, lo que facilitará el trabajo de empresas, inversores, bancos y otros agentes con interés en avanzar hacia la sostenibilidad. El Reglamento (UE) 2020/852 ya mencionado ha supuesto un avance sustancial, definiendo detalladamente los objetivos medioambientales (mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático; uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; transición hacia una economía circular; prevención y control de la contaminación; y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas).

Tras los trabajos del grupo de asesores de la Comisión sobre la taxonomía⁶, el pasado 21 de abril se aprobó la primera relación de actividades que se han incluido en dicha taxonomía, dejando para más adelante la decisión sobre el gas y la energía nuclear. Se han incluido 13 sectores que representan un 80% del total de emisiones europeas (energías renovables, transporte, silvicultura, manufactura, edificios, seguros, etc.) Las reglas aprobadas introducen un sistema de etiquetado, que mostrará las actividades económicas que cumplen el Acuerdo de París para limitar el calentamiento global del planeta. La taxonomía se considera un documento vivo y evolucionará en paralelo a la ciencia y la tecnología.

La taxonomía debería generar incentivos para que los sectores menos sostenibles inviertan y colaboren para alcanzar los compromisos medioambientales internacionales adquiridos por la Unión Europea. En un momento dado, puede no haber tecnologías con cero emisiones, pero las inversiones para alcanzar esa meta podrían ser consideradas verdes.

La taxonomía va a favorecer la creación de un bono y un préstamo verde “homologado” por la Unión Europea⁷. La clave está en tener acceso a las entidades de crédito e inversores que, por cuestiones regulatorias o por decisiones empresariales, han decidido apostar por la sostenibilidad cuando prestan o invierten.

En Federación Bancaria Europea (2020) se pone de manifiesto que los bancos europeos ven con buenos ojos la taxonomía europea, que aportará coherencia y transparencia, pero que requerirá una adaptación a la actividad diaria de la banca, especialmente cuando sus clientes operen en varios sectores y jurisdicciones (sobre todo, fuera de la Unión Europea) y tengan menos capacidad operativa para gestionar la información relevante (por ejemplo, pequeñas y medianas empresas).

Fabian, Natham (2021) ha señalado probables futuros desarrollos de la taxonomía cuya primera entrega ha sido aprobada el pasado 21 de abril: primero, si una actividad que está incluida en una más global genera claros beneficios medioambientales, cumpliría la taxonomía siempre que la actividad global no tenga un impacto medioambiental negativo (por ejemplo, la instalación de ventanas térmicamente eficientes); segundo, hay sectores con escaso nivel de emisiones (por ejemplo, educación y sanidad), cuyas medidas en favor de la sostenibilidad pueden tener un impacto relativamente bajo, pero cuyos esfuerzos deberían ser reconocidos en la taxonomía; y tercero, se está explorando considerar también en la taxonomía los esfuerzos medioambientales de actividades con un nivel de emisiones muy alto (por ejemplo, la fabricación de camiones con alto consumo de combustible).

3. ¿Es necesaria una política monetaria “sostenible”?

3.1. Introducción: los riesgos medioambientales

Los principales Bancos Centrales tienen claro que hay que introducir los riesgos medioambientales en su política monetaria⁸ (a través, por ejemplo, de las compras de activos y aceptación de colaterales), pero se está debatiendo cómo hacerlo⁹. El Banco Central Europeo (BCE, en adelante) no es una excepción. En su análisis¹⁰, parte de la clasificación de éstos en riesgos físicos y de transición.

⁶ Viñes, Helena y José Luis Blasco (2021).

⁷ Comisión Europea (2020B).

⁸ Financial Times (2021).

⁹ NGFS (2021). En este informe, NGFS valora el impacto de adaptar la estrategia climática a cada operación de política monetaria, no encontrando impactos claramente negativos. Por tanto, concluye que cada Banco Central escogerá cómo internalizar el cambio climático en función de su mandato.

¹⁰ De Guindos, Luis (2021).

En los primeros se incluyen los relacionados con el clima (fenómenos meteorológicos extremos y patrones climáticos crónicos) y el medio ambiente (tensiones hídricas, escasez de recursos, pérdida de biodiversidad, contaminación, etc.). En los riesgos de transición se incluyen los derivados de la adopción de políticas y regulación, así como de avances tecnológicos para abordar los desafíos climáticos y medioambientales¹¹.

Hay sectores que pueden verse más afectados por el riesgo climático: agricultura, silvicultura, pesca, sanidad, energía, minería, transporte, infraestructuras y turismo. Y otros pueden verse más afectados por los riesgos de transición (al ser más intensivos en energía y carbono): energía, transporte, manufactura, construcción y agricultura. Estos riesgos, tanto físicos como de transición, pueden desembocar en riesgo sistémico y perjudicar a la estabilidad financiera si el impacto sobre bancos y otras entidades financieras es muy significativo¹².

No es fácil cuantificar los riesgos citados, ya que el impacto de algunos fenómenos, por ejemplo, el cambio climático, se produce durante periodos largos¹³. Por ello, “el BCE está diseñando la primera prueba de resistencia climática del conjunto de la economía para ayudar a las autoridades y a las entidades financieras a evaluar el impacto de los riesgos climáticos sobre las empresas y los bancos en los próximos treinta años. La prueba de resistencia climática del BCE examina la resiliencia de las empresas y los bancos a distintos escenarios. Estos escenarios representan de forma plausible las condiciones climáticas futuras, pero también tienen en cuenta el impacto sobre las empresas de las medidas dirigidas a limitar el alcance del cambio climático, como los impuestos al carbono. Los resultados preliminares indican que, si no se logran avances en materia de política climática, los costes para las empresas derivados de fenómenos extremos aumentan considerablemente. También muestran los claros beneficios de adoptar medidas a tiempo: los costes a corto plazo de adaptarse a las políticas verdes son mucho menores que los costes, posiblemente mucho más elevados, derivados de los desastres naturales a medio y a largo plazo”¹⁴.

3.2. Los objetivos del BCE y la sostenibilidad

El objetivo principal del BCE es el mantenimiento de la estabilidad de precios. ¿Cómo pueden afectar los riesgos medioambientales a la inflación? Por un lado, las catástrofes naturales pueden reducir la producción de bienes y servicios y aumentar sus precios, así como afectar la estabilidad financiera. Por otro lado, los riesgos de transición también pueden afectar directa o indirectamente a la inflación, ya que las medidas adoptadas pueden aumentar los costes de producción de determinados bienes y servicios, por ejemplo, la electricidad y el petróleo. Un ejemplo reciente lo tenemos en un impuesto al carbono sobre los combustibles líquidos y al gas, que ha sido aprobado en Alemania el pasado mes de enero y que ha provocado una subida de los precios energéticos. Por tanto, la eficacia de la política monetaria podría verse obstaculizada por el impacto de cambios estructurales relacionados con el clima, o por perturbaciones del sistema financiero (derivados de dichos cambios). Evidentemente, el BCE hará todo lo posible para que se cumpla su objetivo básico de política monetaria.

Los riesgos medioambientales también pueden afectar a la banca, lo que puede hacer necesaria una actuación decidida del BCE, por un lado, como supervisor único europeo (SSM, por sus siglas en inglés), y por otro, para asegurar el funcionamiento del canal de transmisión de su política monetaria a través de los agentes de intermediación financiera (igual que ha hecho para mantener dicha función tras el estallido de la pandemia).

Otro objetivo de la política monetaria es apoyar las políticas económicas generales en la Unión, sin que ello entorpezca el cumplimiento del objetivo principal (estabilidad de precios). Dentro de las políticas generales de la Unión destaca la de favorecer la transición energética.

Las compras de activos por parte del BCE y otras operaciones de gestión de activos plantean también un riesgo directo sobre su propio balance. No hay que olvidar que los sectores más contaminantes son, hoy en día,

¹¹ Una descripción detallada de los mencionados riesgos se incluye en Consejo de Estabilidad Financiera (2017).

¹² Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020).

¹³ Generalmente, los análisis de riesgos financieros se suelen extender a un horizonte de tres o cinco años. De ahí la “tragedia del horizonte” descrita por Mark Carney (2015), pues la materialización del riesgo climático recaerá en una generación futura que no controla las acciones mitigadoras que se deberían realizar hoy.

¹⁴ De Guindos, Luis (2021).

emisores muy significativos de instrumentos financieros, por lo que, aplicando el principio de neutralidad de mercado, dichos sectores acaban estando sobrerrepresentados en la cartera de activos del BCE y los sectores más sostenibles, infrarrepresentados. Por esto, Schnabel, Isabel (2021) ha cuestionado recientemente la aplicación de dicho principio y, así, poder comprar más instrumentos emitidos por los sectores más sostenibles, que generan externalidades positivas que el mercado no capta. Lo que se está discutiendo ahora es cómo gestionar ese riesgo tanto en sus compras directas de activos como en su política de aceptación de colaterales¹⁵. Es claro que los activos elegibles para política monetaria no pueden cambiar de la noche a la mañana.

3.3. Prioridades de la política monetaria

El BCE, como el resto de Bancos Centrales, va a tener muy en cuenta los riesgos medioambientales en el diseño de su política monetaria, pero un mayor activismo verde no debe hacernos olvidar que el principal objetivo del BCE es la estabilidad de precios. Si para preservar dicha estabilidad, el BCE se viera obligado a vender bonos verdes, debería hacerse, con independencia de los efectos económicos de estas ventas. Esto quiere decir que si hay más bonos verdes en el balance del BCE (Eurosistema) éstos formarían parte más activamente de las operaciones de ventas de activos en el momento de un endurecimiento de la política monetaria (lo que no quiere decir que necesariamente deban ser vendidos, si el BCE considera que la venta de otros activos daña menos su balance).

Una estrategia verde muy agresiva tendría claros efectos redistributivos y favorecería una reasignación de recursos a favor de determinadas actividades y sectores. Con esto podríamos volver a los conflictos jurisdiccionales que vimos el año pasado con la sentencia del Tribunal Constitucional alemán sobre las compras de activos del sector público por el BCE. Para el Tribunal alemán, la proporcionalidad (entre objetivos y medios de la política monetaria) es esencial para evitar la extralimitación de competencias por parte del BCE.

Si esos objetivos se pretenden alcanzar incondicionalmente e ignorando los efectos económicos que provocan en los agentes económicos, no se cumple, según dicho Tribunal, el principio de proporcionalidad (establecido en el Tratado de la Unión Europea). Asimismo, el Tribunal Constitucional alemán estableció en la citada sentencia que, si una medida monetaria entra en el campo de la política económica, se invaden competencias propias de los Estados miembros¹⁶.

4. La banca y la sostenibilidad

4.1. Introducción

Los bancos también afrontan riesgos físicos (derivados de la cada vez mayor magnitud y frecuencia de catástrofes naturales, con un impacto en sus activos físicos y financieros) y riesgos de transición (exposiciones a los sectores más afectados por las políticas que buscan favorecer la transición energética). Estos riesgos son indirectos (en el sentido de que no se generan por decisiones de las entidades) y a largo plazo.

Los riesgos medioambientales pueden ser una modalidad de riesgo sistémico, especialmente para bancos con activos concentrados en ciertos sectores y geografías.

Hemos mencionado anteriormente¹⁷ que el BCE ha realizado un ejercicio preliminar de estrés climático cuyos resultados preliminares son: en un escenario con políticas climáticas, la probabilidad de impago crece al principio con la adopción de medidas –aumenta el riesgo de transición–, pero a medio y largo plazo los riesgos físicos disminuyen sustancialmente. En un escenario sin políticas climáticas, la probabilidad de impago derivado de unos mayores riesgos físicos aumenta a medio y largo plazo. Otro posible escenario es el de una transición desordenada, con unos costes de transición mayores.

En 2022 el ejercicio de estrés del BCE se basará en auto evaluaciones de los bancos de su exposición a estos riesgos y de su disposición a tomar medidas. El objetivo final es

¹⁵ Oustry, Antoine, Bünyamin Erkan, Romain Svartzman & Pierre-François Weber (2020). En este trabajo realizado en Banque de France se concluye que el porcentaje de activos verdes sobre los activos totales que sirven de colateral es insignificante.

¹⁶ Pueden verse algunos elementos del debate planteado por la sentencia en Carrascosa, Antonio (2020).

¹⁷ De Guindos, Luis (2021).

generar incentivos para que las carteras de los bancos incluyan progresivamente menos activos emitidos por empresas con alto riesgo climático¹⁸.

4.2. La gestión de los riesgos medioambientales por las entidades de crédito

La gestión de los riesgos medioambientales se está integrando plenamente en el marco global de gestión de riesgos bancarios¹⁹. Lo que no significa que no vaya a llevar tiempo, ya que hay que modelizar dichos riesgos y hay que disponer de datos específicos.

El SSM ha identificado en los últimos años los riesgos medioambientales como muy relevantes en su mapa de riesgos para los bancos de la eurozona. Recientemente, el Banco Central Europeo (2020) ha publicado una guía que, aunque no es obligatoria para las entidades, es una pieza clave para el dialogo entre entidades y autoridad supervisora, ya que incluye las expectativas supervisoras sobre estos riesgos. En concreto, el SSM espera que las entidades de crédito integren los riesgos medioambientales a corto, medio y largo plazo en su estrategia de negocio; en su marco de apetito al riesgo y, en general, de gestión de sus riesgos financieros (en particular, se espera que en su gestión del riesgo de crédito se incluyan los riesgos medioambientales tanto en la concesión de créditos como en su seguimiento); en la gestión de su liquidez; en su estructura organizativa, asignando unas responsabilidades claras para la gestión de los riesgos medioambientales; en sus procesos de "reporting" al mercado; en sus procedimientos internos que garanticen la continuidad del negocio; etc.

Asimismo, el SSM espera que el Consejo de Administración considere los riesgos medioambientales cuando se desarrolle la estrategia de negocio de la entidad, así como sus objetivos de negocio y su marco de gestión de riesgos, debiendo supervisar la evolución de dichos riesgos medioambientales. El Consejo de Administración tomará sus decisiones basándose en la información sobre exposición a los mencionados riesgos que elaborará periódicamente la entidad.

El Banco Central Europeo (2020) ha revisado recientemente las políticas y las prácticas medioambientales de los bancos europeos significativos. La mayor parte de las entidades incluyen la evaluación de riesgos medioambientales en sus procesos de identificación de riesgos crediticios, lo que supone que algunos sectores estén excluidos de las políticas de financiación bancaria. Algunas entidades están comenzando a usar indicadores cuantitativos para valorar la materialidad de dichos riesgos. Por otro lado, las taxonomías de riesgos medioambientales son muy heterogéneas entre entidades y pocas entidades incluyen estos riesgos en sus escenarios de "stress testing" y "reverse stress testing". La comunicación al mercado de la gestión de riesgos medioambientales por los bancos también es escasa y heterogénea.

Fuera del ámbito regulatorio europeo, el Banco Internacional de Pagos (2021) recoge las principales cuestiones conceptuales con respecto a las metodologías de medición de los riesgos financieros derivados del cambio climático, siendo el resultado de los trabajos de un grupo internacional, con aportaciones de diferentes bancos.

En septiembre de 2020 la Comisión Europea solicitó a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en inglés) una serie de métricas que sirvieran para el seguimiento homogéneo de cómo y hasta qué punto las actividades de los bancos europeos pueden considerarse sostenibles, desde un punto de vista medioambiental, de acuerdo a la taxonomía europea. En su respuesta²⁰, la EBA subraya la relevancia de la ratio de activos verdes, además de otros indicadores de desempeño, para entender mejor cómo están las entidades financiando actividades sostenibles y cumpliendo los objetivos de los acuerdos de París. También propone extender dichos indicadores de desempeño a todos los activos relevantes, incluyendo la deuda soberana. La puesta en marcha de estos indicadores debe realizarse de forma prudente, ya que el objetivo último es cómo conciliar el compromiso con la neutralidad climática con un crecimiento económico sostenible, asegurando además que existe una transición justa para todos los sectores de la economía.

¹⁸ Alonso, Andrés y Clara Isabel González (2021).

¹⁹ Alonso, Andrés y José Miguel Marqués (2021).

²⁰ Autoridad Bancaria Europea (2021).

No sólo están presionando las autoridades para avanzar en el cumplimiento de los objetivos de sostenibilidad. Se ha conocido recientemente²¹ que un grupo de 35 grandes inversores institucionales (entre otros, Amundi, Nordea Asset Management, M&G Investments, Aviva Investors y Northern Trust Asset Management) con un patrimonio gestionado de 11 billones de dólares, están ejerciendo una presión paralela a los grandes bancos mundiales para que dejen de financiar proyectos que generen muchas emisiones y favorezcan la financiación de proyectos verdes.

4.3. Tratamiento prudencial de los riesgos medioambientales

La Comisión Europea (2018) ha propuesto, dentro de su plan de acción para una economía más ecológica y más limpia, la incorporación de las finanzas sostenibles dentro de la regulación prudencial. Más concretamente, “la Comisión examinará la viabilidad de recalibrar los requisitos de capital aplicables a los bancos (el denominado «factor de apoyo verde») para las inversiones sostenibles, cuando así se justifique desde el punto de vista del riesgo, velando al mismo tiempo porque se proteja la estabilidad financiera”.

Esto se ve reflejado, por ejemplo, en los tres mandatos que ha recibido la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en inglés) a través de la reciente revisión del marco de la regulación financiera prudencial, Directiva y Reglamento de requerimientos de capital (en sus siglas en inglés, CRDV y CRRII): evaluación de la potencial incorporación de los riesgos ESG en el proceso de evaluación supervisora realizado por las autoridades competentes (habría que desarrollar una definición uniforme de dichos riesgos; los procesos realizados por las entidades para identificar, evaluar y gestionar los riesgos ESG; las herramientas para evaluar el impacto de estos riesgos en el proceso de intermediación financiera de los bancos; etc.); el desarrollo regulatorio para la inclusión de los riesgos ESG dentro de los requerimientos de publicación y divulgación cuando emitan en mercados organizados (el llamado pilar 3); y la evaluación de un tratamiento prudencial especial a las exposiciones relativas a activos con objetivos sostenibles como componentes del llamado pilar 1 (con posible impacto

en el capital requerido). Por el momento, la EBA ha publicado un Plan de Acción sobre finanzas sostenibles dirigido a las entidades de crédito y que incluye elementos de interés para los departamentos de estrategia, gestión de riesgos, información al mercado, etc.

Es deseable que se exija más capital cuando la probabilidad de impago de los préstamos aumente como resultado de riesgos medioambientales concretos y que puedan materializarse en el plazo de la operación financiera ofrecida por el banco. Asimismo, debería exigirse menos capital cuando dicha probabilidad se reduzca. Por ejemplo, ¿esta probabilidad de impago va a ser menor porque se financie la compra de viviendas más sostenibles con un préstamo hipotecario? No parece claro que la capacidad de pago de los prestatarios esté estrechamente correlacionada con su preferencia por viviendas sostenibles. Por tanto, en este caso, no procedería reducir los requerimientos de capital. La conclusión sería diferente si se considerara que el valor del colateral de los préstamos (las viviendas verdes) es mejor por unas expectativas de precios de dichas viviendas más favorables a largo plazo.

Aunque es muy positivo que todos los agentes económicos, incluidos los bancos, contribuyan al cumplimiento de los objetivos medioambientales, no se debe olvidar que, por ejemplo, en la concesión de un préstamo y el establecimiento de sus condiciones son fundamentales (y prioritarios) los riesgos financieros, especialmente, el riesgo de crédito (es decir, derivado del incumplimiento de pago del prestatario). Antes de ver el cumplimiento de objetivos medioambientales con un préstamo, el banco debería valorar el riesgo financiero de esa operación.

Por otro lado, un tratamiento prudencial más favorable de las exposiciones con objetivo medioambiental sin que haya justificación financiera (basada en una valoración rigurosa de los riesgos financieros de las operaciones) genera unas transferencias implícitas entre prestatarios (verdes y no verdes) y, muy probablemente, los prestatarios con más capacidad de elegir, por ejemplo, una vivienda verde serán los que tengan más poder adquisitivo. Por tanto, hay que valorar todos estos efectos al discutir nuevas regulaciones en este terreno.

²¹ Mooney, Attracta & Stephen Morris (2021).

Por el momento, los supervisores han elegido una vía prudente: primero, pilar 3 (transparencia), solicitando a los bancos que expliquen sus exposiciones y políticas para que el mercado valore; segundo, pilar 2, los bancos se autoevaluarán y el supervisor valorará si impone recargos en el pilar 2 a partir de la guía sobre riesgos que ha emitido el BCE; tercero, posibles cambios en los requerimientos de pilar 1, tras los trabajos que están desarrollando los supervisores y reguladores.

4.4. Las emisiones verdes de los bancos²²

Los bonos verdes que actualmente emite la banca suelen ser bonos cuyos fondos financian proyectos verdes, pero que se encuentran respaldados financieramente por el emisor y el conjunto de su balance, sin tener ninguna garantía ni derecho especial sobre parte de los activos de la entidad. Los bancos comenzaron emitiendo bonos *senior* y ya hay emisiones de *senior* no preferente e incluso otros instrumentos de capital como los denominados AT1 y T2).

Por lo general, la banca tiene marcos globales de sostenibilidad, donde se indican qué uso se hará de los fondos obtenidos con estas emisiones (siguiendo, por ejemplo, los principios de bonos verdes de ICMA (2018)). Asimismo, suele venir indicado en los folletos con un mayor grado de detalle. Las entidades suelen delimitar una cartera integrada en su balance que, de acuerdo a sus propios criterios (vinculados a estándares y buenas prácticas internacionales) consideran como una cartera sostenible, a falta de la puesta en marcha de la recientemente aprobada taxonomía de actividades verdes, que se exigirá más adelante según el estándar europeo de bono verde que está preparando la Unión Europea.

Los fondos recibidos de las emisiones son así destinados a financiar activos que cumplan los criterios de sostenibilidad. Asimismo, los folletos de emisión o los marcos globales suelen indicar que en caso de que ciertos activos pierdan su elegibilidad como verdes, las entidades no harán uso de los fondos para financiar otro tipo de activos, sino que los retendrán dentro de su tesorería a la espera de encontrar un destino verde. Algunos bancos incluso se comprometen

a reemplazar los activos en caso de pérdida de elegibilidad en un determinado plazo.

4.5. ¿Compromisos u obligaciones con efectos legales?

Como hemos comentado, por lo general, los bancos cuentan con marcos globales de emisiones sostenibles donde se reflejan sus compromisos de sostenibilidad, pero, de acuerdo a los folletos y marcos globales, ¿pueden generar efectos legales estos compromisos?

Los folletos suelen advertir que el emisor cumplirá con dichos compromisos siempre que sea posible. Se suele también prevenir sobre la posible discrepancia entre los criterios sostenibles de la entidad y los estándares internacionales o regulatorios, ya que estos últimos están en constante movimiento. Esto no hace más que resaltar el relativo grado de indefinición del concepto de bono verde. También se suele advertir en los folletos que podría darse el caso de que el emisor no fuese capaz de invertir en activos verdes por diferentes razones. Asimismo, se advierte de la posibilidad de que el auditor (de estas inversiones) pudiera dar una opinión desfavorable. En ninguno de estos casos habría un caso de incumplimiento (*event of default*), que llegara a generar, por ejemplo, la amortización anticipada de ese bono. El incumplimiento (y todo lo que desencadena) se encuentra únicamente vinculado a la dimensión financiera del bono, no a sus características verdes. Esto quiere decir que el compromiso de inversión en activos verdes se trata de un compromiso de buena fe, que desde una perspectiva legal no es vinculante.

Queda algo más difusa, en algunos folletos, la aplicabilidad del compromiso de mantener los fondos en tesorería si éstos no están invertidos en activos verdes. Si la viabilidad económica del banco está en cuestión, está claro que los bonistas no van a poner obstáculos a su libre disposición, si a cambio se salva su inversión. Antes de banco verde, un banco es un banco. Parece claro que en el caso de que el banco dispusiese de los fondos y no lograra recuperarse, los compromisos verdes adquiridos no se podrían cumplir. En una resolución tras la inviabilidad de un banco, los bonos sostenibles y no sostenibles serían amortizados

²² Este capítulo y el siguiente son un resumen de varias secciones de: Carrascosa, Antonio y José Luis Simarro (2021).

y convertidos bajo el mismo tratamiento cuando ambos perteneciesen al mismo rango de prelación. Es claro que, en una situación de crisis, la estabilidad financiera deber prevalecer sobre los compromisos sostenibles.

Aunque parece claro que, por el momento, el incumplimiento de los compromisos verdes puede generar más efectos reputacionales que legales, esto no significa que ese riesgo no deba ser gestionado. Si no se hace, las futuras emisiones verdes y su base inversora se resentirán.

5. Conclusiones

Los folletos de emisión de bonos verdes suelen advertir que el emisor cumplirá con dichos compromisos siempre que sea posible. El incumplimiento (que llegaría a generar, por ejemplo, la amortización anticipada de esos bonos verdes) se encuentra únicamente vinculado a la dimensión financiera del bono, no a sus características verdes. Esto quiere decir que **el compromiso de inversión en activos verdes se trata de un compromiso de buena fe.**

A lo largo de este artículo hemos visto lo necesario que resulta disponer de una taxonomía sostenible, en la que se identifiquen con claridad las actividades verdes o sostenibles. Es recomendable que en la nueva taxonomía **se generen incentivos para que los sectores menos sostenibles inviertan y colaboren para alcanzar los compromisos medioambientales internacionales adquiridos por la Unión Europea.**

Si nos situamos en un escenario de crisis de un banco, a la hora de amortizar y convertir deuda, la legislación actual no hace ninguna distinción en el tratamiento de un bono verde y otro que no lo sea. Bonos sostenibles y no sostenibles serían amortizados y convertidos bajo el mismo tratamiento cuando ambos perteneciesen al mismo rango de prelación. Es claro que, **en una situación de crisis, la estabilidad financiera deber prevalecer sobre los compromisos sostenibles.**

El BCE, como otros Bancos Centrales, va a tener muy en cuenta los riesgos medioambientales en el diseño de su política monetaria, pero eso no debe hacernos olvidar que **el principal objetivo del BCE es la estabilidad de precios.**

El papel de las autoridades financieras y entidades de crédito en la sostenibilidad no debería sustituir otras acciones públicas en este terreno. Dado que el diseño de incentivos debe jugar un papel crucial al momento de promover la transición de una economía respetuosa con el medio ambiente, hay medidas tributarias que penalizarían las actividades más contaminantes y podrían incentivar la innovación tecnológica para mejorar el cumplimiento de los objetivos medioambientales (y, así, corregir las externalidades negativas que generan ciertas actividades). **El objetivo último es cómo casar el compromiso de la neutralidad climática con un crecimiento económico sostenible, asegurando además que existe una transición justa para todos los sectores de la economía.**

Bibliografía

Alessi, Lucia, E. Ossola & R. Panzica (2019): "The Greenium matters: greenhouse gas emissions, environmental disclosures, and stock prices", JRC Working Papers in Economics and Finance, 2019/12, European Commission. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Alonso, Andrés y José Manuel Marqués (2021): Principales transformaciones en las áreas funcionales de las entidades financieras", en el libro colectivo "El rol de las finanzas en una economía sostenible", dirigido por José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* nº 60, 2021.

Alonso, Andrés y Clara Isabel González (2021): "Los productos financieros sostenibles desde el punto de vista de los supervisores y los reguladores: sector bancario", en el libro colectivo "La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles", coordinado por José María López Jiménez y Arturo Zamarriego Muñoz, Thomson Reuters Aranzadi, marzo 2021.

Asociación Internacional de Mercados de Capitales -ICMA- (2018): "Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds", June 2018. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Autoridad Bancaria Europea (2020): "Discussion paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", October 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Banco Central Europeo (2020): "Guide on climate-related and environmental risks. Supervisory expectations relating to risk management and disclosure", May 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Banco Internacional de Pagos (2021): "Climate-related financial risks. Measurement methodologies", April 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Carney, Mark (2015): "Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability", speech at

Lloyd's of London, 29 September 2015. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Carrascosa, Antonio (2020): "¿Se extralimita el Banco Central Europeo?", blog New Deal, 20 de mayo de 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Carrascosa, Antonio y Simarro, José Luis (2021): "Los bonos verdes en un escenario de crisis: sostenibilidad versus estabilidad financiera", en el libro colectivo "La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles", coordinado por José María López Jiménez y Arturo Zamarriego Muñoz, Thomson Reuters Aranzadi, marzo 2021.

Climate Bonds Initiative (2021): "Green Bonds Market 2021", Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Comisión Europea (2018): "Action Plan for a greener and cleaner economy", 8 March 2018. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Comisión Europea (2020A): "2030 Climate & energy framework", 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Comisión Europea (2020B): "EU Green Bond Standard", March 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Consejo de Estabilidad Financiera (2017): "Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures", final report, June 2017. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Corporación Financiera Internacional (2016): "Mobilizing private climate finance. Green bonds and beyond", Note 25, December 2016. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

De Guindos, Luis (2021): "Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test", the ECB blog, 18 March 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Elderson, Frank (2021): "Greening monetary policy", the ECB blog, 13 February 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Fabian, Nathan (2021): "How the EU taxonomy can be the tool for dynamic climate transition", Euroactiv, 27 January 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Federación Bancaria Europea (2019): "Encouraging and rewarding sustainability finance in the banking sector", working paper, 2019.

Financial Times (2021): "Central banks should turn green", Editorial Board, 6 April 2021.

Garayoa, Javier (2021): "La demanda de inversión sostenible", en el libro colectivo "El rol de las finanzas en una economía sostenible", dirigido por José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* nº 60, 2021.

INVERCO (2020): "Visión de los partícipes sobre los fondos de inversión y sus gestoras", V Estudio Observatorio Inverco, 29 octubre 2020.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2020): "Positively green: measuring climate change risks to financial stability", June 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Mooney, Attracta & Stephen Morris (2021): "Big banks urged to defund carbon emitters", *Financial Times*, 19 April 2021.

Network for Greening the Financial System -NGFS- (2021): "Adapting central bank operations to a hotter world: Reviewing some options", March 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Oustry, Antoine, Bünyamin Erkan, Romain Svartzman & Pierre-François Weber (2020): "Climate-related Risks and Central Banks' Collateral Policy: a Methodological Experiment", Banque de France, working paper, December 2020. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Peñarrubia, Susana y Royo, Teresa (2021): "Los proveedores de información ESG", en el libro colectivo "El rol de las finanzas en una economía sostenible", dirigido por José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* nº 60, 2021.

Schnabel, Isabel (2021): "From green neglect to green dominance?", Intervention at the "Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change" online seminar, organised as part of the "Cleveland Fed Conversations on Central Banking", 3 March 2021. Disponible para su consulta en el siguiente [enlace](#)

Viñes, Helena y Blasco, José Luis (2021): "La hoja de ruta europea sobre las finanzas sostenibles", en el libro colectivo "El rol de las finanzas en una economía sostenible", dirigido por José Luis Blasco y Juan Carlos Delrieu, *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros* nº 60, 2021.