



Universidad de Oviedo

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**CURSO ACADÉMICO 2021-2022**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**FINANZAS SOSTENIBLES**

**ANA TRABAZOS SUÁREZ**

**OVIEDO, NOVIEMBRE 2021**



Universidad de Oviedo

**DECLARACIÓN RELATIVA AL ARTÍCULO 8.3 DEL REGLAMENTO SOBRE  
LA ASIGNATURA TRABAJO FIN DE GRADO**

(Acuerdo de 5 de marzo de 2020,  
del Consejo de Gobierno de la Universidad de Oviedo)

Yo ([Ana Trabazos Suárez](#)), con DNI (            )

**DECLARO**

que el TFG titulado ([Finanzas Sostenibles](#)) es una obra original y que he citado debidamente todas las fuentes utilizadas.

([30-10-2021](#))



Universidad de Oviedo

## **TÍTULO EN ESPAÑOL:** Finanzas Sostenibles

### **RESUMEN EN ESPAÑOL:**

La financiación sostenible incorpora los factores ambientales, sociales y de gobernanza, denominados factores ASG, en la toma de decisiones de inversión. El sistema financiero se alinea en la transición hacia una economía más sostenible, mediante el impulso de regulación a nivel institucional, como el Acuerdo de París, los Objetivos de Desarrollo Sostenible y el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles. A partir de la creciente preocupación por la sostenibilidad han surgido productos financieros denominados sostenibles, con gran crecimiento en los últimos años en forma de fondos de inversión, bonos y préstamos, principalmente. Para identificar qué empresas y fondos de inversión son realmente sostenibles existen indicadores que analizan el desempeño y la gestión de riesgos ASG. Estos indicadores son los ratings y los índices bursátiles de sostenibilidad, siendo las familias Dow Jones Sustainability Indices y FTSE4Good Index Series las más relevantes por su prestigio.

## **TÍTULO EN INGLÉS:** Sustainable Finance

### **RESUMEN EN INGLÉS:**

Sustainable financing is characterized by incorporating environmental (E), social (S) and governance (G) factors, which are called ESG factors, in investment decision making. The financial system contributes to the transition towards a more sustainable economy, by promoting regulation at the institutional level, such as the Paris Agreement, the Sustainable Development Goals and the Sustainable Finance Action Plan. From the growing concern about sustainability, sustainable financial products have emerged, being sustainable investment funds, sustainable bonds and sustainable loans the ones which have experienced the greatest growth in recent years. There are indicators that analyse ESG risk management and performance, in order to identify which companies and investment funds are really sustainable. These indicators are the sustainability ratings and sustainability indices, being the Dow Jones Sustainability Indices and FTSE4Good Index Series families the most relevant due to their prestige.

# ÍNDICE

INTRODUCCIÓN .....	1
<b>1. FINANZAS Y SOSTENIBILIDAD.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1. FACTORES ASG .....</b>	<b>2</b>
1.1.1. Factor Ambiental .....	3
1.1.2. Factor Social .....	4
1.1.3. Factor de Gobernanza .....	5
<b>1.2. ACUERDO DE PARÍS Y AGENDA 2030 PARA EL DESARROLLO SOSTENIBLE... 6</b>	<b>6</b>
1.2.1. Acontecimientos previos.....	6
1.2.2. Acuerdo de París .....	8
1.2.3. Los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la Agenda 2030 .....	9
<b>1.3. INICIATIVAS DE FINANZAS SOSTENIBLES .....</b>	<b>11</b>
1.3.1. Plan de Acción de Finanzas Sostenibles .....	11
1.3.2. Pacto Verde Europeo y Fondos NextGenerationEU .....	14
<b>2. PRODUCTOS FINANCIEROS SOSTENIBLES.....</b>	<b>17</b>
<b>2.1. FONDOS DE INVERSIÓN SOSTENIBLES.....</b>	<b>18</b>
2.1.1. Inversión Socialmente Responsable .....	18
2.1.2. Tipos de Fondos de Inversión Sostenible .....	20
<b>2.2. BONOS SOSTENIBLES.....</b>	<b>21</b>
2.2.1. Bonos Verdes.....	24
2.2.2. Bonos Sociales.....	25
2.2.3. Emisores de Bonos Sostenibles en España (2020-2021) .....	26
<b>2.3. PRÉSTAMOS SOSTENIBLES.....</b>	<b>29</b>
2.3.1. Préstamos Verdes.....	30
2.3.2. Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad .....	32
<b>3. INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD FINANCIERA.....</b>	<b>33</b>
<b>3.1. RATINGS DE SOSTENIBILIDAD .....</b>	<b>33</b>
3.1.1. Agencias de calificación .....	34
3.1.2. Evaluación de calificaciones de fondos: MSCI y Morningstar .....	38
<b>3.2. ÍNDICES BURSÁTILES DE SOSTENIBILIDAD .....</b>	<b>40</b>
3.2.1. Dow Jones Sustainability Indices .....	41
3.2.2. FTSE4Good Index Series .....	45
<b>4. CONCLUSIONES.....</b>	<b>49</b>
<b>5. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>51</b>
<b>5.1. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>51</b>
<b>5.2. PÁGINAS WEB CONSULTADAS.....</b>	<b>53</b>
<b>5.3. LEGISLACIÓN .....</b>	<b>55</b>

# INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo fin de grado es examinar la contribución de las finanzas a la transición hacia una economía más sostenible, describiendo los productos financieros sostenibles y los indicadores que determinan si las empresas y activos son sostenibles. Las denominadas finanzas sostenibles tienen en cuenta cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en la toma de decisiones financieras.

El trabajo se organiza en tres capítulos. El primero estudia la importancia de las finanzas en la consecución de la sostenibilidad, analizando los factores de la inversión ASG (“A” de ambiental, “S” de social y “G” de gobernanza). Junto a los criterios convencionales de rentabilidad, riesgo y liquidez, se incorporan los ambientales, sociales y de buen gobierno. El sistema financiero ha ido respondiendo paulatinamente a la lucha contra el cambio climático y otros retos mundiales. Las finanzas sostenibles se han impulsado con el *Acuerdo de París* y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, que han culminado con la implantación de la *Agenda 2030*. La transición hacia una economía sostenible se logrará si los inversores privados aportan su capital y si las instituciones desarrollan marcos de actuación. Se describe el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles y las iniciativas del Pacto Verde Europeo y los Fondos *NextGenerationEu*.

El segundo capítulo describe los productos financieros que han surgido a partir de la creciente preocupación por la sostenibilidad. Se centra en aquellos que han tenido un mayor crecimiento en los últimos años, que son los fondos de inversión, bonos y préstamos denominados sostenibles. Los fondos de inversión sostenibles incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones de inversión. Se clasifican en fondos de Inversión Socialmente Responsable (ISR), fondos ASG, fondos éticos y fondos solidarios. Los bonos sostenibles implican la emisión de deuda tanto pública como privada y se clasifican en bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y vinculados a sostenibilidad. Los bonos verdes son particularmente responsables con el medio ambiente y los sociales con la sociedad. Los bonos de sostenibilidad combinan ambos criterios y los vinculados a la sostenibilidad persiguen la consecución de objetivos sostenibles. Los préstamos sostenibles se clasifican en préstamos verdes y préstamos vinculados a la sostenibilidad. Los préstamos verdes tienen el objetivo de mitigar el calentamiento global y los vinculados a la sostenibilidad impulsan la sostenibilidad ambiental y social, teniendo en cuenta los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

El tercer capítulo analiza los indicadores para medir la sostenibilidad financiera, como son los ratings y los índices bursátiles de sostenibilidad. Ambos evalúan el desempeño de una entidad en términos ambientales, sociales y de buen gobierno. Los ratings de sostenibilidad los realizan proveedores denominados agencias de calificación, que siguen una metodología propia. Se describen aquellas recogidas en el *Rate the Raters 2020*, un informe que califica a las agencias. Los índices bursátiles de sostenibilidad incorporan aquellas empresas que gestionen óptimamente los riesgos ASG e integren los criterios de rendimiento económico y sostenibilidad en las decisiones de inversión. Se describen los índices bursátiles de sostenibilidad, examinando en particular los más relevantes por su prestigio, esto es, las familias de índices Dow Jones Sustainability Indices y FTSE4Good Index Series.

## 1. FINANZAS Y SOSTENIBILIDAD

La financiación sostenible consiste en realizar inversiones teniendo en cuenta cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno. Los principales objetivos son:

- La disminución de la presión ambiental.
- La reducción de los gases de efecto invernadero y de la contaminación.
- La utilización eficiente de los recursos naturales.

No obstante, la sostenibilidad no solo hace referencia a cuestiones medioambientales, sino también sociales, económicas e institucionales. Además, destaca la importancia de contar con agentes empresariales que mitiguen los riesgos financieros mediante una adecuada gobernanza.

Este capítulo examina el papel de las finanzas en la transición hacia una economía más sostenible, a través de su contribución a la mitigación del cambio climático y al impulso de criterios sociales y de gobernanza, preservando derechos fundamentales y laborales y fomentando la calidad de la gestión corporativa. Para ello, en primer lugar, nos referimos a las características de la inversión ASG, aquella que a los criterios financieros clásicos de rentabilidad, riesgo y liquidez incorpora factores ambientales, sociales y de buen gobierno. En segundo lugar, se resumen las cuestiones relevantes del *Acuerdo de París* y la *Agenda 2030* para el Desarrollo Sostenible, dos acontecimientos históricos que han contribuido al crecimiento de las finanzas sostenibles. Por último, se presenta el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles y otras iniciativas, como el programa *NextGenerationEu*, que es un instrumento financiero que favorecerá la necesaria recuperación económica tras la pandemia de COVID-19.

### 1.1. FACTORES ASG

La financiación sostenible se enmarca en ámbitos sociales, medioambientales y de buen gobierno y puede implementarse en distintos productos financieros como fondos de inversión sostenibles, bonos verdes y sociales, banca ética, inversión socialmente responsable y préstamos verdes, entre otros. Son numerosos los organismos que la llevan a cabo, por ejemplo, compañías aseguradoras y bancarias, administradores de activos y sociedades no financieras.

El principal elemento diferenciador de las finanzas sostenibles es que no se centran tan solo en los parámetros financieros convencionales, que son la rentabilidad y el riesgo financiero, sino que amplían el análisis de las inversiones potenciales considerando la implantación de los factores ambientales (A), sociales (S) y de gobernanza (G). Reciben el nombre de factores ASG. Inicialmente se planteó el concepto de la Inversión Socialmente Responsable (ISR). A los parámetros convencionales mencionados previamente incorporaba indicadores medioambientales y de responsabilidad social. Con posterioridad, el buen gobierno de las empresas y del sector público se consideró un aspecto clave en la optimización de la rentabilidad y con ello la ISR evolucionó a la inversión ASG (Caro y Puch, 2021).

A priori el factor más relevante es el ambiental, ya que la lucha contra el calentamiento global supone un reto en el que tanto empresas como la administración pública y la propia sociedad están implicados. La necesidad imperante es atenuar las emisiones de carbono

y demás gases de efecto invernadero, y así se refleja en el ordenamiento estatal e internacional. Los inversores no solo son conscientes de la obligación moral de mitigar el cambio climático, sino también de las oportunidades de invertir en empresas o proyectos que aportan bienes y servicios responsables con el entorno. Ahora bien, la sostenibilidad no solo se refiere al medio ambiente, sino que también resultan claves los factores sociales, primordialmente reconocer la dignidad de los individuos y respetar sus derechos, así como la gobernanza, que además de contribuir a la consecución de los desafíos medioambientales y sociales, a través de la gestión y dirección empresarial, repercutirá positivamente en el prestigio corporativo y la rentabilidad financiera. Si los inversores no responden a las exigencias sociales y de buen gobierno, la capacidad y estabilidad crediticia puede verse perjudicada.

### **1.1.1. Factor Ambiental**

En la inversión ASG, la “A” se refiere al factor ambiental, abarcando conceptos como calentamiento global, riquezas naturales, contaminación y residuos. Está asociado a un conjunto de riesgos que consisten principalmente en la emisión de gases contaminantes que, junto con el uso inapropiado de recursos del medio natural y la carencia de la eficiencia de la energía, implican el deterioro del medio ambiente. En términos generales, estos riesgos climáticos tienen dos orígenes (Blanco y Gallardo, 2018):

- Entorno interno de la empresa, como la polución marina, la transmisión de gases de efecto invernadero y la ineficacia en el aprovechamiento de productos primarios, agua y corriente eléctrica en los métodos de producción.
- Entorno externo de la empresa, siendo el incremento de la temperatura global del aire y la subida del nivel de las aguas de mares y océanos algunos ejemplos.

Cada vez son más las empresas que integran los criterios ambientales en las decisiones de financiación convencionales. Las entidades más innovadoras los incluyen, desde la junta directiva, en la toma de decisiones relacionadas con la gestión de riesgos financieros (Domínguez y López, 2020). Si no se tienen en cuenta los efectos sobre el medio ambiente, las finanzas empresariales pueden verse afectadas negativamente, en cuestiones como (Blanco y Gallardo, 2018):

- Reformas legislativas que perjudiquen la estrategia corporativa.
- Penalizaciones económicas y correctivas.
- Disminución del prestigio, lo que puede suponer a su vez la reducción de los ingresos.
- Debilitamiento de la capacidad competitiva.

Una evidencia de la trascendencia del cambio climático en la toma de decisiones empresariales es la nueva Ley de Cambio Climático y Transición Energética, que el Congreso de los Diputados aprobó en mayo de 2021. Se espera que las empresas tengan el deber de determinar la magnitud de gases de efecto invernadero producidos y propagados, conocida como huella de carbono, y elaboren estrategias para que disminuya. Para lograr el paso a una economía baja en carbono, las finanzas son relevantes y por ello, la ley pretende facilitar la valoración de oportunidades y riesgos financieros (Roca, 2021). Con este fin, se incluyen normas para las grandes multinacionales, así como también para instituciones financieras, entidades de crédito y compañías de seguros. Por un lado, tendrán que formular un informe anual acerca de las posibles dificultades que tendrán que soportar sus negocios por el paso a una economía descarbonizada. Además, con

periodicidad quinquenal, se requiere la redacción de un plan para mitigar los gases de efecto invernadero. Por su parte, entidades como el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores serán responsables, cada dos años, de valorar el riesgo para el sector financiero (Planelles, 2021).

### 1.1.2. Factor Social

El segundo componente de la inversión ASG es la “S”, relativa a cuestiones sociales, que van desde impulsar el pluralismo cultural hasta facilitar el bienestar y la protección de los trabajadores por parte de las empresas. Engloba términos como recursos humanos, responsabilidad social corporativa e igualdad de oportunidades, entre otros, y se relaciona con una serie de riesgos que abarcan la vulneración de los derechos fundamentales, la explotación infantil, la ausencia de adaptación a la población local y la protección insuficiente de la salud de los trabajadores. Estos riesgos pueden diferenciarse según la siguiente clasificación (Blanco y Gallardo, 2018):

- Asociados únicamente al factor social, entre ellos la discriminación y escasez de motivación laboral, la difusión de datos de carácter personal y de bulos (también conocidos como *fake news*) y la elaboración de productos perjudiciales para la salud.
- Compartidos entre el factor social y el ambiental, por ejemplo, el deterioro del entorno y perjuicios contra comunidades locales, así como también la explotación animal.

Si bien es cierto que cada empresa puede elaborar sus propias políticas de protección social, el punto de partida ha de ser la Declaración Universal de los Derechos Humanos (DUDH), aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas en París el 10 de diciembre de 1948 (Naciones Unidas). Así mismo, a partir de la DUDH se desarrolló el Pacto Mundial de la ONU, que exige a las empresas la aplicación, el impulso y la publicación de medidas relativas a los ámbitos de derechos fundamentales y laborales, marco ambiental y control de delitos de corrupción (Pacto Mundial Red Española, 2015). El pacto está compuesto por 10 Principios que se fundamentan en lo siguiente (Domínguez y López, 2020):

- Los principios 1º y 2º se relacionan con el cumplimiento de los derechos humanos.
- El principio 3º aborda derechos laborales como el de afiliación sindical y el de negociación colectiva.
- Los principios 4º y 5º se refieren a la prohibición del trabajo forzoso y de menores.
- El principio 6º se enfrenta a la discriminación laboral.
- Los principios 7º, 8º y 9º tratan temas medioambientales.
- El principio 10º incorpora la lucha contra prácticas delictivas como el blanqueo de capitales, las estafas y los sobornos. Este principio es especialmente importante para el sector financiero por dos motivos. En primer lugar, ante delitos de corrupción la credibilidad de las empresas se ve afectada, perdiendo la confianza de consumidores, inversores y demás *stakeholders*. En segundo lugar, por ser un factor decisivo en la modalidad de pagos.

Entre las prioridades de consumidores e inversores cada vez es más habitual tener en cuenta criterios sociales, especialmente preservar derechos fundamentales y laborales por parte de instituciones financieras y demás sociedades. Aquellas empresas que los

cumplan podrán experimentar un desarrollo superior de forma duradera y adaptar sus negocios a las fluctuaciones económicas (Domínguez y López, 2020). Esto se debe a que los riesgos y oportunidades sociales se examinan en las decisiones de inversión e incrementan valor con respecto a la rentabilidad. Es frecuente que las entidades socialmente responsables obtengan valoraciones favorables respecto al riesgo financiero, además de aportar grandes beneficios a los inversores (Foro Español de Inversión Sostenible, 2020).

### 1.1.3. Factor de Gobernanza

El tercer factor de la inversión ASG es la “G” de gobernanza, que hace referencia al buen gobierno y desempeño empresarial e institucional. Alude a la gestión corporativa, garantizando su calidad y filosofía. Por ejemplo, la aportación de información financiera con el fin de describir gastos e ingresos presupuestarios, la autonomía del consejo de administración y la erradicación de la discriminación laboral por razón de género, nacionalidad, así como también a personas mayores o con discapacidad. El factor se vincula con riesgos como (Blanco y Gallardo, 2018):

- Salarios insuficientes a los altos cargos y ejecutivos.
- Ausencia de pluralidad e independencia en las juntas directivas.
- Escasez en la transmisión de información a inversores y otros *stakeholders*.
- Implicación en delitos de corrupción, blanqueo de capitales y sobornos.
- Fraude fiscal, es decir, declarar menos impuestos de los correspondientes.

La forma en la que las entidades se administran y gobiernan es una parte fundamental en la determinación del valor de la empresa. La rentabilidad financiera puede disminuir y la cotización de las acciones puede verse afectada por una inadecuada gestión empresarial. Por el contrario, un buen gobierno corporativo cabe esperar que fomente la inversión responsable y rentabilidad financiera. Aquellas entidades que tengan en cuenta el factor de gobernanza en la toma de decisiones verán que no sólo facilitará la obtención de beneficios económicos, sino que también contribuirá a lograr las metas medioambientales y sociales. Así, la presencia de asesores climáticos cada vez es más habitual en los comités de dirección. El factor de buen gobierno es un objetivo de por sí, que además contribuye a la integración de criterios medioambientales y sociales (Domínguez y López, 2020).

Por lo que respecta en particular a las instituciones financieras, se aspira a que el sistema de regulación interno se caracterice por un conjunto de cláusulas de sencilla comprensión y que se conozca en el entorno externo de las entidades financieras. Las políticas adoptadas por cada institución, promoviendo la divulgación de las más significativas, han de ser extensas y adaptables para satisfacer las expectativas de los *stakeholders*. Así mismo, se fomenta la publicación de informes frecuentes, recogiendo criterios financieros como rentabilidad, riesgo y liquidez, y no financieros como cuestiones ambientales y sociales (Domínguez y López, 2020).

## 1.2. ACUERDO DE PARÍS Y AGENDA 2030 PARA EL DESARROLLO SOSTENIBLE

El sistema financiero se ha ido aproximando progresivamente a los retos mundiales, siendo uno de ellos el cambio climático. Este acercamiento es fundamental para ligar las operaciones financieras a la sostenibilidad. Según Bolsas Mercados Españoles (BME), las finanzas sostenibles han experimentado un gran crecimiento en los últimos años, a partir principalmente de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y la *Agenda 2030*, junto con el *Acuerdo de París*. El objetivo de este apartado es describir estos hitos históricos y plantear el papel de la financiación sostenible en el logro de tales objetivos.

### 1.2.1. Acontecimientos previos

En primer lugar, nos referimos a la sucesión de acontecimientos relacionados con la lucha contra el cambio climático que han propiciado el *Acuerdo de París* y la *Agenda 2030*. El Grupo Intergubernamental de Expertos sobre Cambio Climático (IPCC) define el cambio climático como una alteración considerable en el estado climático o en su variabilidad, que se mantiene durante una etapa duradera, décadas o incluso más (Planton, 2013).

En el año 1972, del 5 al 16 de junio, tuvo lugar en Estocolmo (Suecia) la *Primera Cumbre para la Tierra*, también conocida como la Conferencia Científica de las Naciones Unidas. Según afirma Peter Jackson, redactor jefe de la unidad del Departamento de Información Pública de las Naciones Unidas, en su artículo *De Estocolmo a Kyoto: Breve historia del cambio climático* se centró fundamentalmente en dos bloques:

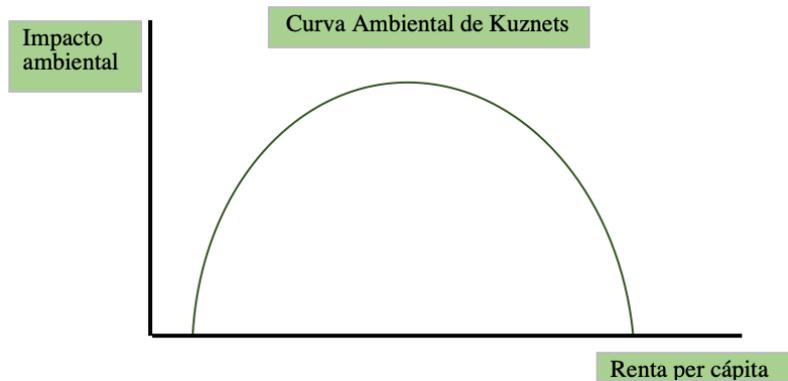
- Asentar las bases para el mantenimiento y progreso de las relaciones que desarrollan los seres humanos.
- Aportar sugerencias incluidas en un plan de acción para la actuación medioambiental internacional.

El siguiente acontecimiento relevante es el *Protocolo de Montreal*, acordado en el año 1987 en la ciudad canadiense que da nombre al mismo. El tratado es un pacto universal que mide la elaboración y consumición de componentes nocivos para la ozonfera (Galarraga, Mason y Markandya, 2002). Según estos autores, basándose en el informe del Comité de Opciones Económicas para el Protocolo de Montreal del Programa Ambiental de las Naciones Unidas, los instrumentos de política propuestos consistieron principalmente en fijar marcos regulatorios a través de medidas de control, promover estímulos financieros mediante mecanismos de mercado y de carácter voluntario, como pactos entre empresas, con la finalidad de sensibilizar a los consumidores. Fue un éxito, ya que pocos países influían en la capa de ozono, principalmente EE. UU., Japón y la URSS.

Paralelamente, en la década de los 90, se desarrollaron estudios económicos relacionados con el cambio climático. Uno de los más relevantes fue *La Curva de Kuznets Ambiental*. Recibe ese nombre ya que se asemeja a la relación entre crecimiento económico y desigualdad en el reparto de ganancias, propuesta por Simon Kuznets en 1955 (Zilio, 2012). Según esta hipótesis, a medida que se alcance un nivel de renta determinado, se

producirán progresos ambientales debido a un crecimiento económico superior (Roca y Padilla, 2003). Se asocia a la siguiente representación gráfica:

Figura 1.1 Curva Ambiental de Kuznets (1955)



*Fuente: elaboración propia a partir de los estudios de Kuznets*

En el primer tramo, ante niveles bajos de renta per cápita, el impacto ambiental es reducido. A continuación, la renta empieza a aumentar y también lo hace la presión ambiental hasta que se alcanza un nivel de renta a partir del cual la contaminación disminuye. Esta reducción de las presiones ambientales puede deberse a una mejora de la tecnología. No obstante, considerar la evolución tecnológica tan solo como el uso de los recursos de manera más eficiente sería demasiado simplista, ya que se pueden desarrollar nuevos procesos productivos que no tienen por qué ser más sostenibles (Roca y Padilla, 2003). Pese a la perspectiva esperanzadora de compatibilizar la sostenibilidad y el crecimiento económico, esta hipótesis tan solo se cumple para algunos problemas ambientales específicos, los contaminantes a nivel local y con efectos a corto plazo. En cambio, otros gases dañinos para el medio ambiente, principalmente el CO<sub>2</sub>, conllevan impactos globales y a largo plazo, por lo que una subida de la renta per cápita no basta para paliar los efectos ambientales.

La *Segunda Cumbre para la Tierra* tuvo lugar en Río de Janeiro (Brasil) del 2 al 13 de junio de 1992. Adoptó el nombre de *Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo*. Aconteció en un contexto en el que la intervención mundial para tomar decisiones relacionadas con el medio ambiente era cada vez más necesaria. Su principal fin fue preservar la integridad ambiental. Así, por ejemplo, se fomentó la cooperación con la ciencia para lograr la protección de la atmósfera y el desarrollo sostenible, energético e industrial (Jackson). El redactor de las Naciones Unidas sostiene que el hito más relevante fue el consenso sobre mantener las concentraciones atmosféricas de gases de efecto invernadero estables, para impedir que se alcanzara un nivel dañino para el medio ambiente. El acuerdo fue firmado por 158 países y adoptó el nombre de Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (CMNUCC). La CMNUCC no entró en vigor hasta 1994. Según las Naciones Unidas, la institución primordial para la elaboración de políticas de la Convención es la Conferencia de las Partes (COP), donde se toman decisiones. Los países que forman parte de la Convención también se integran en la COP, cuya primera agrupación se celebró en marzo de 1995 en Berlín.

Otro evento a destacar fue el *Protocolo de Kyoto* de 1997, cuyo fin fue restringir la irradiación de gases de efecto invernadero, convirtiéndose en el primer acuerdo cuantitativo riguroso respecto a esta cuestión (Roca y Padilla, 2003). Sólo afectó a los

países industrializados, que eran los principales contaminantes. Resultó ser un fracaso por las siguientes razones:

- Los países que lo apoyaban generaban un 12% de la contaminación.
- EE. UU. no lo ratificó.
- Un elevado número de países negociaban, lo que suponía un alto coste.
- La ganancia individual de cada país era reducida.
- No existían mecanismos para castigar al que lo incumplía.

En el pacto se prestó especial atención a los países en desarrollo, a través de innovadores procesos para disminuir las emisiones, que resultaron finalmente insuficientes (Aldaz y Díaz, 2017).

Además de la *Curva Ambiental de Kuznets* explicada previamente, surgen nuevos análisis económicos que intentan mitigar los efectos del cambio climático. Entre otros, el *Informe Stern*, redactado por el economista Sir Nicholas Stern por encargo del Tesoro Británico y publicado el 30 de octubre de 2006, con 700 páginas de extensión. Su principal contribución fue concienciar sobre la necesidad de actuar con rapidez para evitar perder hasta el 20% del producto interior bruto (PIB) mundial anual de forma indefinida (Stern, 2006). El estudio, consta de dos bloques diferenciados (Caparrós, 2007):

- En primer lugar, analiza la economía del cambio climático, basándose en análisis previos y centrándose en los posibles impactos sociales y la importancia de emplear mecanismos de mercado, ante el reto de la acción colectiva.
- Asimismo, estudia la correlación entre la economía y el clima, aceptando el complicado requisito de la cooperación internacional.

Mientras que las aportaciones de Kuznets tenían un carácter pasivo, ya que bastaba con alcanzar un nivel de renta a partir del cual la presión ambiental comenzase a descender, el mensaje que transmite el informe Stern es muy diferente ya que insiste en la actuación inmediata (Caparrós, 2007).

### **1.2.2. Acuerdo de París**

Entre el 30 de noviembre y el 11 de diciembre de 2015 se celebró la 21ª Conferencia de las Partes sobre el Cambio Climático (COP 21) y el 12 de diciembre 195 estados firmaron el llamado *Acuerdo de París*. El Acuerdo fue aprobado formalmente por la Unión Europea el 5 de octubre de 2016, tras la adhesión de Estados Unidos y China. Se cumplió entonces el requisito de que al menos 55 países que representasen como mínimo el 55% de las emisiones mundiales ratificaran el Acuerdo, siendo la fecha de entrada en vigor el 4 de noviembre de 2016. Se crea un marco global con el fin de cumplir dos objetivos principales. En primer lugar, impedir que el calentamiento global supere los 2 °C, siendo recomendable reducir ese límite a 1,5 °C. De la medición de la subida de temperaturas se encarga el Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático. En segundo lugar, fortalecer la capacidad de los estados para paliar el impacto del cambio climático.

Las conclusiones principales de la Cumbre, además de limitar la subida de temperatura, fueron las siguientes (Aldaz y Díaz, 2017):

- Corresponsabilidad de todos los estados, con sus políticas de desarrollo tanto a nivel local y regional como a escala nacional e internacional. A pesar de ello no se penará a aquellos que cometan infracciones.
- Entran en juego las labores financieras, aunque sin precisar los procesos a utilizar. Se promueve la financiación a los países en desarrollo por parte de los industrializados para que, a través de la tecnología transferida, se progrese a una economía limpia.

No obstante, el haber firmado el *Acuerdo de París* no conlleva el compromiso permanente de los firmantes. Sirva de ejemplo Estados Unidos, como podemos ver en la siguiente imagen:

Figura 1.2 Evolución países firmantes *Acuerdo de París*



Fuente: Statista

En el año 2017, Donald Trump determinó la retirada de Estados Unidos del *Acuerdo de París*, pero el presidente Joe Biden decidió que el país se reincorporara en 2021.

La COP 22, conocida como la *Cumbre de Marrakech*, que tuvo lugar los días 7 y 18 de noviembre de 2016, se convocó con la finalidad de elaborar un marco de ejecución institucional de lo establecido en París. No sólo se redactó el llamado "*Paris rule book*", que asentaba las bases y reglas iniciales del *Acuerdo de París*, sino que también se impulsó la Alianza por la Acción Climática Global. Esta organización, de carácter gubernamental y no gubernamental, desempeña un papel muy relevante puesto que intenta hacer frente al cambio climático a través de la presión social (Aldaz y Díaz, 2017).

Así, el *Acuerdo de París* se conoce como la "Cumbre de las decisiones y de los acuerdos", ya que establecía los compromisos, mientras que la COP 22 de Marrakech es la "Cumbre de la acción", porque los hacía operativos (Aldaz y Díaz, 2017).

### 1.2.3. Los Objetivos de Desarrollo Sostenible y la Agenda 2030

El 25 de septiembre de 2015 se celebró la *Cumbre del Desarrollo Sostenible*, en la que la Organización de las Naciones Unidas ratificó la *Agenda 2030* y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). Las Naciones Unidas identifican la *Agenda 2030* como una ocasión única para que los estados y sus ciudadanos vean incrementada su calidad de

vida. Para lograrlo, se apoya en 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, que son los siguientes:

Figura 1.3 Los Diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible



Fuente: Naciones Unidas

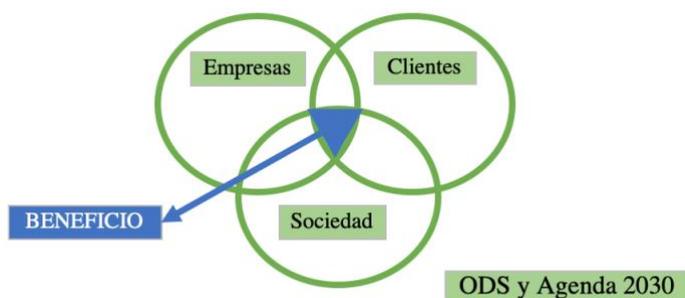
Se plantea que el empobrecimiento es uno de los principales desafíos a combatir, por lo que los ODS deben posicionar a la humanidad como el núcleo del crecimiento sostenible, para poner fin a la miseria y la escasez de alimento. No será posible sin la cooperación internacional de entidades del sector privado, la sociedad en su conjunto, organismos e instituciones públicos y jefes de Estado y de Gobierno (acudieron más de 150 a la cumbre). Asimismo, se trata de incorporar la expansión económica, la evolución social y la mejora del medio ambiente. En la misma línea que el *Acuerdo de París*, el ODS 13 denominado “Acción por el clima” comprende la actuación inmediata contra el calentamiento global y su repercusión (Sanahuja y Tezanos, 2016).

El 1 de enero de 2016 entraron en vigor los ODS y los estados participantes se han enfocado a cumplirlos con el plazo del año 2030, buscando convertir el planeta en un lugar más sostenible. Cada estado tiene competencia para centrarse en unos objetivos u otros y fijar sus métodos de aplicación independientes. Si bien es cierto que cada país es responsable de su cumplimiento, los más desarrollados deben asumir las principales responsabilidades (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020). En definitiva, los ODS no son jurídicamente obligatorios pero los estados tienen la obligación de revisar su cumplimiento y los avances logrados a nivel nacional, regional e internacional (Naciones Unidas). La cooperación internacional contribuye al propósito para el año 2030 de la Unión Europea de disminuir en un 40% los gases de efecto invernadero e incrementar en un 27% las fuentes de energía renovables y el ahorro de energía, tomando como referencia el año 1990 (Marcos, 2019).

El siguiente aspecto trata de relacionar los ODS con los sectores económico, empresarial y financiero. A primera vista puede parecer que no hay un lazo de unión claro pero los ODS determinan necesidades universales y las empresas han de dar respuesta a esas necesidades, a través de bienes o servicios. Para ello es necesario la transformación de ciertos diseños de negocio hacia la sostenibilidad. Así se podrá establecer la estrategia *win-win-win*, que consiste en llevar a cabo relaciones en las que todos los agentes

implicados obtengan un beneficio (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020). La siguiente representación gráfica simplifica la situación:

Figura 1.4 Estrategia *win-win-win*



*Fuente: elaboración propia a partir del análisis del Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020*

Si las empresas adaptan sus modelos de negocio hacia el desarrollo sostenible podrán colaborar en la consecución de los ODS (ganancia para la sociedad), satisfarán necesidades de posibles clientes y podrán introducirse en mercados con altas posibilidades de crecimiento (incentivo para las empresas).

Finalmente, en septiembre de 2019 se congregaron representantes de los países implicados en la *Agenda 2030* en una nueva cumbre sobre los ODS. Se acordó que se agilizaría el apoyo financiero, el cumplimiento a nivel estatal y la consolidación de las instituciones para cumplir los objetivos en el plazo fijado. Por todo ello, el periodo de tiempo comprendido entre 2020 y 2030 adoptó el nombre de la Década de acción, comprendida en tres ámbitos principales (Naciones Unidas):

- Internacional, incrementando el liderazgo, los recursos y las respuestas ingeniosas.
- Local, relativo a estrategias políticas, presupuestarias y reguladoras.
- Personal, tanto la sociedad civil como el sector empresarial.

### **1.3. INICIATIVAS DE FINANZAS SOSTENIBLES**

Para que se produzca la transición hacia una economía sostenible medioambiental y socialmente se estiman necesarias inversiones valoradas en 180.000 millones de euros anuales (Comisión Europea, 2018). Por ello, desarrollar un Plan de Acción sobre las Finanzas Sostenibles es una de las principales metas, con el fin de que inversores sensibilizados con la sostenibilidad aporten su capital privado. En este apartado se describe el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, además de las iniciativas del Pacto Verde Europeo y los Fondos *NextGenerationEu*.

#### **1.3.1. Plan de Acción de Finanzas Sostenibles**

En el año 2016 la Comisión Europea creó el Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles. Se trata de un conjunto de veinte asesores formado por especialistas del sector financiero, tanto a nivel académico como profesional, así como también miembros de la sociedad civil y de instituciones europeas e internacionales. El 31 de enero de 2018 el grupo emitió el denominado Plan de Acción de Finanzas Sostenibles,

un informe en el que proporciona una descripción completa de cómo promover desde la Unión Europea la financiación sostenible. El Plan tiene tres objetivos principales (Comisión Europea, 2018):

- Reorientación del capital privado hacia inversiones responsables con el medio ambiente y con la sociedad. Así se logrará un desarrollo integrador y sostenible, que permitirá la transición hacia modelos económicos más verdes y fomentará la competencia empresarial al incrementar la eficiencia de los procesos productivos.
- Gestión de los riesgos financieros procedentes de problemas climáticos y de carácter social. Esto afecta directamente al tejido empresarial, ya que aquellas empresas que destinen parte de sus inversiones a atenuar su huella ambiental y social verán incrementado la valoración positiva del mercado. Para ello, han de estimar tal huella y comunicarla con franqueza (Marcos, 2019).
- Impulso de la transparencia y la visión a largo plazo en las inversiones financieras. La prioridad es disminuir la presión exagerada de obtener resultados cortoplacistas y priorizar el enfoque del largo plazo de las inversiones que adoptan criterios ambientales y sociales. Además, resulta fundamental para su desempeño la transparencia del sistema financiero, siendo insuficientes los estados contables, los informes de negocio o calificación de crédito de sociedades para realizar un análisis a largo plazo de los riesgos financieros (Marcos, 2019).

Para lograr los tres objetivos mencionados, el informe elaborado por el Grupo de Expertos se compone de diez acciones específicas:

Figura 1.5 Acciones del Plan de Finanzas Sostenibles



*Fuente: elaboración propia a partir de la Comisión Europea, 2018*

La primera acción, fundamental para que se cumplan las demás, consiste en determinar qué actividades se califican como sostenibles. Este mecanismo de clasificación unificado recibe el nombre de taxonomía. El Grupo Técnico de Expertos en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea define la taxonomía como un instrumento para respaldar a agentes económicos como inversores, sociedades e impulsores de la transformación hacia una economía baja en carbono caracterizada por la emisión mínima de gases de efecto invernadero y el empleo eficiente de los recursos (Foro Español de Inversión Sostenible, 2020). Este sistema se aplicará de manera progresiva, a causa de su dificultad y perfil técnico. En primer lugar, la taxonomía se dirige principalmente a actividades relacionadas con la reducción del calentamiento global. Posteriormente tratará otras actividades del

medio ambiente y sociales. Además, se integrará gradualmente en la normativa europea con el fin de garantizar una mayor seguridad jurídica.

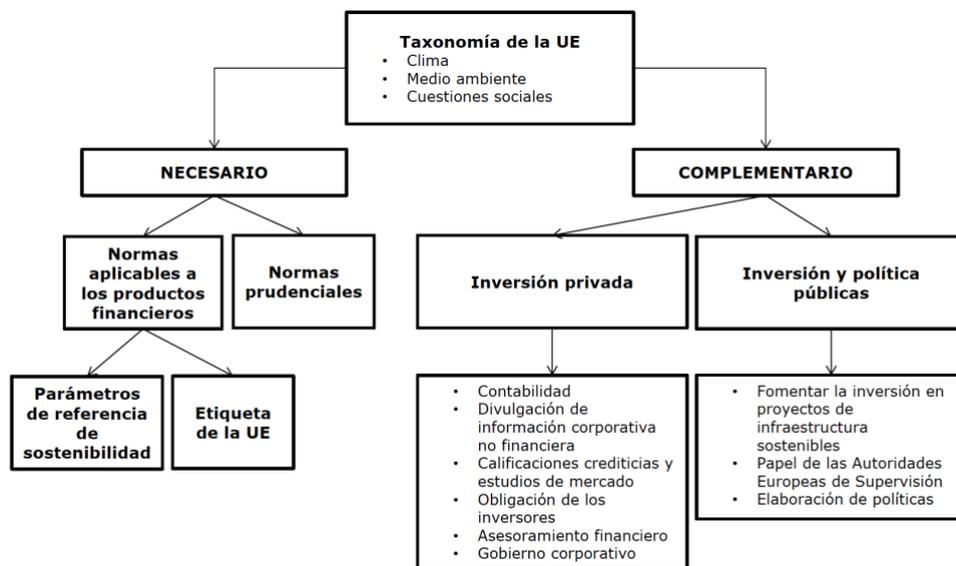
El impulso de la Unión Europea al Plan de Acción de Finanzas Sostenibles no es suficiente, necesita la colaboración de otras partes implicadas como países miembros, sector empresarial y los propios ciudadanos. Para lograr los propósitos del Plan, la Comisión Europea se apoya, entre otras, en los siguientes Proyectos de Reglamento (Comisión Nacional del Mercado de Valores):

- Respecto a la implantación de un marco para apoyar las inversiones sostenibles.
- Acerca de la difusión de información de los inversores sostenibles y los riesgos de sostenibilidad.
- Relativo a índices de referencia de baja huella de carbono y de huella de carbono positiva.

El primer Proyecto de Reglamento se relaciona directamente con la taxonomía, estableciendo qué actividades se consideran sostenibles, lo que es tenido en cuenta por los inversores. El segundo identifica nuevas exigencias al introducir los criterios de la inversión ASG. Y el tercero fija categorías adicionales en los índices de referencia de baja huella de carbono.

En definitiva, el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles remarca la importancia de la taxonomía en el impulso por parte de la Unión Europea a la financiación sostenible, lo que se refleja en la siguiente representación gráfica:

Figura 1.6 Importancia de la taxonomía en el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles



*Fuente: Comisión Europea, 2018*

Sin este sistema de clasificación de actividades que se consideran sostenibles en materia climática, medioambiental y social no se podrán llevar a cabo otras acciones. Por ejemplo, la incorporación de la sostenibilidad a los requisitos prudenciales (Acción 8) y la creación de normas y etiquetas para los productos financieros verdes (Acción 2), de la que a su vez surge la elaboración de parámetros de referencia de sostenibilidad (Acción 5). El Plan se compone por tanto de acciones interrelacionadas, no están aisladas entre sí.

Por su parte, la taxonomía es una medida complementaria tanto de la inversión privada como de la pública, a través de la clasificación de las actividades sostenibles. También están relacionados entre sí, puesto que para la elaboración de políticas por parte de la Unión Europea se consideran las preferencias de las empresas, que paulatinamente explotan formas de consumo más sostenibles y de los ciudadanos, más y más concienciados. Así, mediante las políticas públicas se facilita la transformación de la economía hacia una más sostenible, circular y descarbonizada (Calleja y Alquézar, 2020).

### **1.3.2. Pacto Verde Europeo y Fondos NextGenerationEU**

En diciembre de 2019 la Comisión Europea presentó a través de un comunicado el Pacto Verde Europeo, que se integra dentro de la *Agenda 2030* y los ODS de las Naciones Unidas. En él no solo se intensifica la voluntad de combatir los problemas medioambientales, sino también potenciar la transición hacia la modernización de la economía de la Unión Europea, para que sea más eficiente y competitiva (Comisión Europea, 2019).

Esta Comunicación de la Comisión se sintetiza en un objetivo tanto ambicioso como imprescindible, que es conseguir una Europa climáticamente neutra. Se trata de una estrategia a largo plazo para el año 2050, que involucrará diferentes sectores como el económico, el sanitario y el de protección de la naturaleza. La Comisión presenta mecanismos para alcanzar este objetivo, siendo algunos de ellos (Rando, 2020):

- Contribuir a que la industria invierta en tecnología para que sus procesos productivos sean más innovadores y responsables con el medio ambiente.
- Potenciar que los medios de transporte, tanto privados como públicos, sean más eficientes, económicos y mejoren la calidad de vida al no contaminar en exceso.
- Apoyarse en el sector energético, a través del impulso a fuentes de energía renovables frente a combustibles fósiles como el carbón.

El Pacto, además de ser una excelente ocasión para satisfacer las inquietudes de los ciudadanos europeos, cada vez más concienciados, contribuye a reforzar la idea de que las políticas ambientales más ambiciosas las lleva a cabo la Unión Europea (Calleja y Alquézar, 2020). Pero para dar respuesta a las preocupaciones climáticas, el Pacto Verde Europeo ha de articularse con una autonomía estratégica superior, en materia de política internacional, de seguridad e industrial. Respecto a la financiación sostenible, se contemplan cuestiones como (Sanahuja, 2021):

- Impulso al sector financiero para que se reduzca la respuesta a la dinámica especulativa y se reoriente el capital a inversiones productivas, lo que se conoce como desfinanciarización.
- Empleo de la financiación pública para sufragar el coste que supone la transición hacia una economía más sostenible.

Por otra parte, *NextGenerationEU* es un programa que cuenta con 750.000 millones de euros, destinados a subsanar los daños ocasionados por la COVID-19 (Comisión Europea), con el ambicioso objetivo de lograr que, tras la pandemia, Europa se digitalice, sea más ecológica y pueda ser capaz de sobreponerse a circunstancias de adversidad. Este

Plan Europeo de Recuperación se articula a través de los siguientes elementos (Comisión Europea):

- Mecanismo Europeo de Recuperación y Resiliencia, dotado con 672.500 millones de euros, es el componente principal. Su finalidad es ofrecer soporte a los Estados miembros para que hagan frente a la crisis económica y social ocasionada por la COVID-19.
- Ayuda a la Recuperación para la Cohesión y los Territorios de Europa conocido como *REACT-UE* y con un presupuesto de 47.500 millones de euros. Se trata de fondos adicionales que se dispondrán en 2021-2022 a través del Fondo Europeo de Desarrollo Regional (FEDER), del Fondo Social Europeo (FSE) y del Fondo de Ayuda Europea para las Personas Más Desfavorecidas (FEAD).

A largo plazo, la necesidad de financiación de los Estados miembros se verá en cierta medida aliviada por la dotación del programa, venciendo la deuda entre 2028 y 2058 (Delgado, Kataryniuk, López, Pérez, 2021). El plan se acordó del 17 al 21 de julio de 2020 en una Cumbre extraordinaria. Aquellos países que quieran recibir los fondos *NextGenerationEU* deberán superar tres fases (Fernández, 2020):

- 1ª. A nivel nacional convenir un plan de reparación y mejora de la capacidad de adaptación. Dependerá de la valoración positiva de la Comisión, como el resto de las fases, y tendrá que ser aprobada por el Consejo.
- 2ª. Analizar si se han logrado los objetivos de la primera fase. Será el Comité Económico y Financiero quien determine si se supera este paso. En el supuesto de que haya discrepancias entre la Comisión Europea y el Comité, se implicará el Consejo de nuevo.
- 3ª. Autorizar las peticiones de pago, mediante un proceso de examen. A la evaluación positiva requerida de la Comisión Europea se suma la de los comités de comitología.

A nivel nacional, este programa de la Unión Europea supone una oportunidad para potenciar dos factores determinantes en la evolución de nuestra economía, que son la digitalización empresarial y la transición ecológica. La asignación de los fondos ha de realizarse de manera conveniente y para ello se debe (Roncella y Roncella, 2020):

- Financiar a las empresas que presenten las propuestas óptimas, evaluándolas mediante un estudio exhaustivo llevado a cabo por las instituciones.
- Asegurarse de que el dinero prestado se recupere en el futuro mediante la emisión de deuda, la implantación de gravámenes europeos o la cooperación entre países miembros.

A través de los fondos *NextgenerationEU* se proporciona liquidez al sector privado, lo que satisface sus necesidades económicas en la coyuntura de la pandemia (Delgado, Kataryniuk, López, Pérez, 2021). Además, se están llevando a cabo medidas para que empresas y demás agentes económicos puedan incrementar su capacidad de adaptación a la crisis sociosanitaria provocada por la COVID-19. El Grupo Técnico de Expertos en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea (TEG) ha presentado los siguientes principios para una recuperación sostenible (Foro Español de Inversión Sostenible, 2020):

**1. Planteamiento de una recuperación focalizada en reconstruir mejor.**

También llamado *Building Back Better*. Se trata de una oportunidad única para ya no sólo recuperar la economía, sino también para que esta esté basada en la sostenibilidad, la neutralidad en carbono y la inclusividad. Se tienen que cumplir dos obligaciones principales, que son la reducción de emisiones y la creación de puestos de trabajo, lo que impulsará la economía. Se trata por tanto de un objetivo ambicioso. Entre los instrumentos para identificar y financiar proyectos alineados con la transición ecológica se encuentran la Taxonomía de la UE y el Estándar de Bono Verde de la UE.

**2. Impulso de la capacidad de adaptación para afrontar un futuro cambiante.**

Para que se pueda lograr la recuperación, la financiación sostenible, además de tener que adaptarse a cambios medioambientales, ha de hacerlo a cuestiones sociales, económicas y ecológicas. Por un lado, es necesario que el acceso al sistema sanitario esté garantizado para las personas más vulnerables, fomentando así la cohesión y la cooperación social. Por otro lado, es indispensable proteger el ecosistema y su biodiversidad. Todo ello facilitaría hacer frente a futuras crisis, incluidas las medioambientales y sanitarias. Además, la coyuntura actual fomenta la innovación respecto al empleo. La gran mayoría de los puestos de trabajo emergentes están relacionados, además de con la tecnología, con la sostenibilidad. A raíz de esto, en los últimos años ha surgido el concepto de *Empleos Verdes*, en inglés *Green Jobs*. La Organización Internacional del Trabajo (OIT) los define como aquellos puestos de trabajo imprescindibles para el crecimiento sostenible y que solucionan retos globales de protección ambiental, expansión económica e integración social.

**3. Aseguramiento de inversiones, subvenciones y gastos favorables.**

Conforme a lo establecido en la Taxonomía de la UE, las inversiones requieren dos características fundamentales:

- *Do No Significant Harm*, es decir, no causar daños significativos.
- *Minimum Safeguards*, o sea, salvaguardas mínimas.

Hay dos instrumentos que lo respaldan, que son el programa *NextGenerationEU* y el Marco Financiero Plurianuales (MFP). Este último es un instrumento legislativo vinculante que controla el gasto público europeo en un plazo de cinco años. Para ello categoriza el gasto en rúbricas, limitando el presupuesto de ellas (Parlamento Europeo, 2021).

**4. Implementación de medidas a entes públicos y privados.**

Como sostiene el Grupo Técnico de Expertos en Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea (TEG), la recuperación solo se hará efectiva si se produce una cooperación público-privada. Para ser más específicos, fomentar un entorno favorable para la inversión privada.

**5. Cooperación internacional para favorecer la capacidad de adaptación.**

El último punto propuesto por el Grupo Técnico consiste en la contribución de todos los estados miembros de la UE para paliar los efectos de los choques climáticos, que serán en su mayoría regionales.

Una vez presentada la importancia de las finanzas en la consecución de la sostenibilidad, mediante el análisis de los factores de la inversión ASG y de la regulación a nivel institucional necesaria para impulsar las finanzas sostenibles, en el siguiente capítulo se aborda el estudio de los productos financieros sostenibles.

## 2. PRODUCTOS FINANCIEROS SOSTENIBLES

La financiación sostenible se clasifica en tres grandes tipologías, que son la Banca Ética, las Microfinanzas y la Inversión Socialmente Responsable (ISR). La banca ética es una modalidad de banca cuyos productos y servicios se caracterizan por incorporar los criterios de transparencia, buen gobierno y sostenibilidad. Las microfinanzas son servicios financieros básicos, como cuentas corrientes y tarjetas de débito, que se destinan a colectivos en riesgo de exclusión financiera. La ISR consiste en inversiones que a los criterios económicos de riesgo, rentabilidad y liquidez añade los medioambientales, sociales y de gobernanza. Dentro de ella se enmarcan las inversiones de impacto, cuya finalidad principal es generar beneficios ambientales y sociales procurando mantener el capital invertido. A partir de la creciente preocupación por la sostenibilidad han surgido productos financieros denominados sostenibles, como son:

- Fondos de inversión ASG y Socialmente Responsables. Los primeros son aquellos que incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza en su política de inversión. Los segundos, además de ello, son más exigentes en la selección de su cartera ya que excluyen un mayor número de sectores.
- Fondos de inversión éticos y solidarios. Los éticos son aquellos que invierten en entidades socialmente responsables, persiguiendo un ideario ético. Los solidarios consisten en la donación de una parte de la comisión de gestión a entidades sin ánimo de lucro.
- Fondos de pensiones sostenibles. Fondos de pensiones administrados por entidades que incorporan criterios de ISR en su gestión.
- Bonos sostenibles. Emisiones de deuda pública o privada que financian proyectos que persiguen mejoras de tipo social y medioambiental.
- Préstamos sostenibles. Préstamos, de naturaleza pública o privada, en los que se invierte el capital en proyectos responsables social y ambientalmente.
- Microcréditos. Pequeños préstamos destinados a emprendedores, que buscan impulsar el autoempleo a nivel social y facilitar el acceso a financiación.
- Capital de riesgo social. Inversiones en empresas que no cotizan en Bolsa y teniendo en cuenta criterios de sostenibilidad.

El objetivo de este capítulo es presentar los instrumentos que han tenido una mayor expansión en los últimos años, esto es, los fondos de inversión, bonos y préstamos denominados sostenibles. El flujo de fondos sostenibles europeos ha experimentado un gran crecimiento, superando la cifra de 200.000 millones de euros en 2020 (Hernández, 2021). Por su parte, los préstamos y bonos sostenibles vienen creciendo desde el año 2013, alcanzando 732,1 mil millones de dólares en 2020 (BloombergNEF, 2021). El primer apartado analiza los fondos de inversión sostenibles, se define el concepto de fondo de inversión, se describen los Principios y las Estrategias de la Inversión Socialmente Responsable y se estudian los tipos de fondos que se consideran sostenibles. El segundo apartado examina los bonos sostenibles, su funcionamiento, origen, características principales y tipología. Se determina el peso de los tipos de bonos sostenibles en los años 2019 y 2020 a nivel global y nacional, se describen los bonos verdes y los sociales y se estudian los emisores de bonos sostenibles en España en 2020 y 2021. El tercer apartado analiza los préstamos denominados sostenibles, se compara el volumen emitido en los años 2019 y 2020 tanto a nivel global como nacional y se describen los préstamos verdes y los préstamos vinculados a sostenibilidad.

## 2.1. FONDOS DE INVERSIÓN SOSTENIBLES

Los fondos de inversión son instrumentos de inversión colectiva, también denominados Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), sin personalidad jurídica. Están compuestos por un patrimonio, desglosado en participaciones. En este tipo de operaciones participan dos agentes, que son un gestor profesional y un conjunto de ahorradores que desean invertir su patrimonio. El gestor es el encargado de la toma de decisiones de inversión, con el objetivo de maximizar la rentabilidad (Roca, 2021). Los fondos de inversión sostenibles son aquellos, que además de las características mencionadas, incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones de inversión. Existen diferentes tipologías de fondos de inversión que se pueden considerar sostenibles, como los fondos de Inversión Socialmente Responsable (ISR), los fondos ASG, los fondos éticos y los fondos solidarios.

### 2.1.1. Inversión Socialmente Responsable

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) comprende inversiones basadas en factores ambientales, sociales y de gobernanza, además de los criterios económicos de riesgo, rentabilidad y liquidez. En 2006 el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA) y el Pacto Global de la ONU se asociaron a inversores institucionales a nivel global. Conscientes de la necesidad de un sistema financiero global y sostenible que impulse la inversión responsable, elaboraron los siguientes Principios para la Inversión Sostenible (PRI, 2019):

- Principio 1. Incorporación de factores ambientales, sociales y de buen gobierno en los análisis de inversión y en la toma de decisiones.
- Principio 2. Integración de criterios ASG en las prácticas y políticas de actuación empresarial.
- Principio 3. Divulgación con transparencia de los criterios ASG por parte de las entidades en las que se invierte.
- Principio 4. Impulsar la aceptación e implementación de los Principios.
- Principio 5. Colaborar con inversores e instituciones para que la aplicación de los Principios sea más efectiva.
- Principio 6. Presentar informes sobre las actividades y el progreso en la aplicación de los Principios.

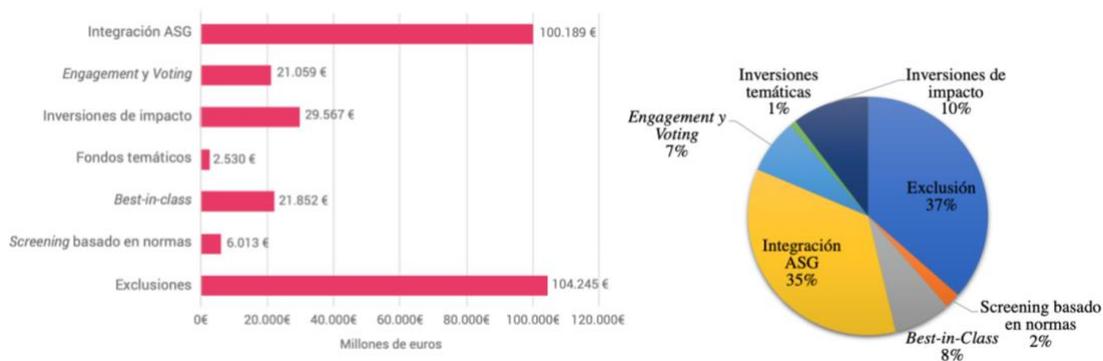
Los Principios de Inversión Responsable buscan asentar las bases y promover la inversión socialmente responsable. Las estrategias de inversión sostenible se clasifican en (Spainsif, 2018):

- Exclusión. Esta estrategia se basa en descartar aquellas entidades cuya actividad es incompatible con la inversión sostenible. Los criterios de exclusión más habituales son el armamento, la pornografía, el tabaco, la energía nuclear o la explotación infantil.
- *Screening* basado en normas. Para valorar si las entidades candidatas a ser incluidas en una cartera de inversión son sostenibles se recurre a normas externas. Por lo general se aplican a nivel internacional y tratan aspectos como la protección ambiental, los derechos humanos y laborales o la anticorrupción.

- *Best-in-Class*. Se identifican las entidades que tengan el mejor desempeño en criterios ASG de su categoría o sector. Los índices bursátiles sostenibles facilitan la aplicación de esta estrategia mediante la filtración por región, sector o temática, lo que permite la gestión pasiva de la cartera. Además, existen proveedores de servicios que informan sobre el desempeño ASG de las entidades e instituciones.
- Integración ASG. Se caracteriza por la implantación de factores ASG en la toma de decisiones de inversión. Para ello, las entidades que aplican esta estrategia desarrollan indicadores similares a los empleados en el análisis financiero.
- *Engagement*. Tiene el objetivo de prevenir o rectificar discrepancias en la aplicación de los criterios ASG mediante el diálogo activo entre el inversor y la empresa.
- *Voting*. Método por el que los accionistas influyen en las estrategias ASG mediante el voto activo en las juntas de accionistas.
- Inversiones temáticas. Se trata de un tipo de inversión sostenible y responsable que se presenta, principalmente, en fondos de inversión de renta variable. Consiste en enfocar la financiación en sectores concretos mediante la elección de temáticas ASG, como la gestión responsable del agua y los fondos sobre la economía de bajo carbono.
- Inversiones de impacto. Esta modalidad de inversión se caracteriza por tratar de alcanzar un rendimiento financiero óptimo y a la vez generar un impacto ambiental y social positivo. Se emplea en ámbitos variados, como la sanidad, la educación y el medioambiente.

De las estrategias mencionadas, la que ha tenido un mayor peso en España en el año 2020 fue la estrategia de exclusión, que ha recogido activos valorados en 104.245 millones de euros y representado el 37% del total de estrategias. Le sigue la estrategia de la integración ASG, con 100.189 millones de euros en activos y un peso del 35% del total de estrategias. Las estrategias de inversiones de impacto, *Best-in-Class*, *Engagement* y *Voting* han supuesto el 25% del total. El 3% restante lo componen las inversiones temáticas y el *Screening* basado en normas (Estudio Spainsif, 2020):

Figura 2.1 Peso de las estrategias de los Activos ASG (2020)



Fuente: Estudio Spainsif, 2020

Fuente: Elaboración propia a partir del Estudio Spainsif, 2020

## 2.1.2. Tipos de Fondos de Inversión Sostenible

Los fondos de inversión que se pueden considerar sostenibles son los fondos ASG, los fondos de Inversión Socialmente Responsable (ISR), los fondos éticos y los fondos solidarios. Los fondos ASG tienen en cuenta criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones de inversión y excluyen sectores como el alcohol, las apuestas, el tabaco, la energía nuclear y las armas. Los fondos de ISR son más exigentes, ya que comparten esas características y además excluyen sectores como la modificación genética, el carbón y el entretenimiento de adultos (Basso, 2021). La principal diferencia es que los fondos ASG incluyen catálogos de productos basados en ratings de sostenibilidad. Los ratings se llevan a cabo por entidades que analizan el desempeño ASG de las carteras de inversión. Por el contrario, los fondos socialmente responsables incorporan en su política de inversión elementos relativos a la ISR, es decir, han de cumplir los principios y basarse en las estrategias (Spainsif, s.f.). Estos fondos han experimentado un crecimiento desde el año 2010 tanto a nivel nacional como internacional, alcanzando en 2019 la cifra de 319 fondos ISR extranjeros y 19 españoles:

Figura 2.2 Evolución del número de fondos ISR nacionales e internacionales (2010-2019)



Fuente: Estudio Spainsif, 2020 (datos a 31 de diciembre del 2019)

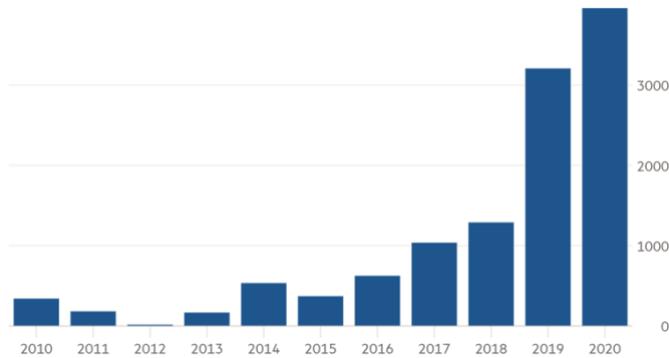
Los fondos de inversión éticos son aquellos que invierten en entidades socialmente responsables, persiguiendo un ideario ético. Los fondos solidarios consisten en la donación de una parte de la comisión de gestión a entidades sin ánimo de lucro. Ambos fondos actúan en dos direcciones (Bellostas y López, 2014):

- Tienen por objetivo beneficiar a las entidades sociales de manera paulatina. Se financia a aquellas entidades y colectivos que cuentan con recursos financieros limitados.
- Promueven que las empresas sean responsables socialmente mediante la aplicación de filtros éticos.

Los fondos éticos han experimentado un leve crecimiento a nivel global desde 2015, acentuándose en 2019 y 2020. En 2019 los inversores han destinado a los fondos éticos

3.200 millones de dólares. Hasta octubre de 2020 se han registrado inversiones de casi 4.000 millones de dólares (Financial Times Adviser, 2020):

Figura 2.3 Fondos éticos a nivel global, en millones de dólares (2010-2020)

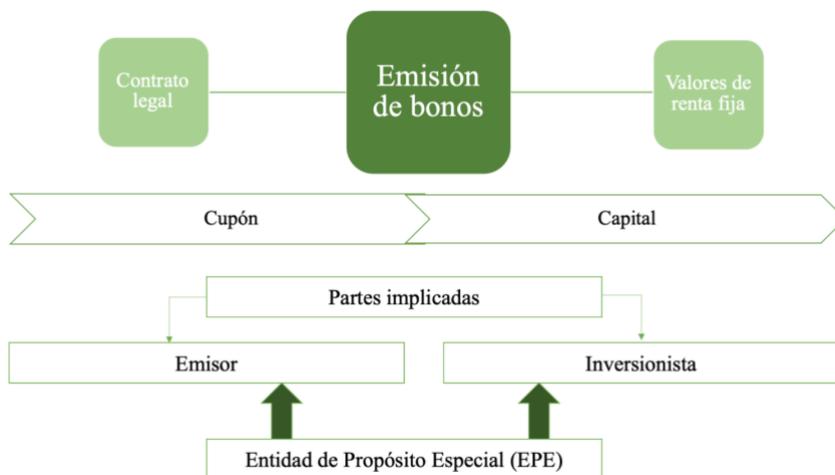


Fuente: Financial Times Adviser, 2020

## 2.2. BONOS SOSTENIBLES

Los bonos sostenibles, que surgieron en el año 2005, consisten en la emisión de deuda tanto pública como privada, a medio y largo plazo. Entre las entidades que participan en la emisión de bonos destacan los gobiernos que financian proyectos medioambientales, instituciones que impulsan la mitigación del cambio climático y empresas que llevan a cabo iniciativas verdes. Los bonos sostenibles favorecen la consecución de los ODS, sobre todo, el de energía asequible y no contaminante y el de acción por el clima. Los bonos son valores de renta fija, dado que se fija el interés a pagar. En la emisión de bonos sostenibles intervienen fundamentalmente tres partes, que son un inversor, un emisor y una Entidad de Propósito Especial (EPE). El inversor realiza la inversión inicial, denominada capital. En la fecha de vencimiento el emisor ha de reembolsar el capital más los intereses acordados. Esta tasa de interés es fija y se denomina cupón. La EPE participa en la emisión de bonos, actuando como mediador, realizando un procedimiento conocido como titulización-bursatilización, que consiste en que los activos del emisor respaldan la emisión de un nuevo bono (Souto, Morales, Espinoza, Vargas y Marmolejo, 2019):

Figura 2.4 Emisión de bonos sostenibles



Fuente: elaboración propia a partir de Souto, Morales, Espinoza, Vargas y Marmolejo (2019)

En julio de 2005 se fundó la International Capital Markets Association (ICMA), una asociación sin ánimo de lucro que opera en los mercados universales de capital de deuda. Su principal finalidad es consolidar la relación entre las entidades integrantes y ofrecerles prestaciones y asesoramiento. La ICMA, consciente de la creciente preocupación por criterios sociales y medioambientales, ha establecido el mercado de bonos verdes y sociales como uno de sus ejes fundamentales de actuación. En junio de 2018 ha publicado los siguientes principios y directrices para potenciar su desarrollo (Espar, 2019):

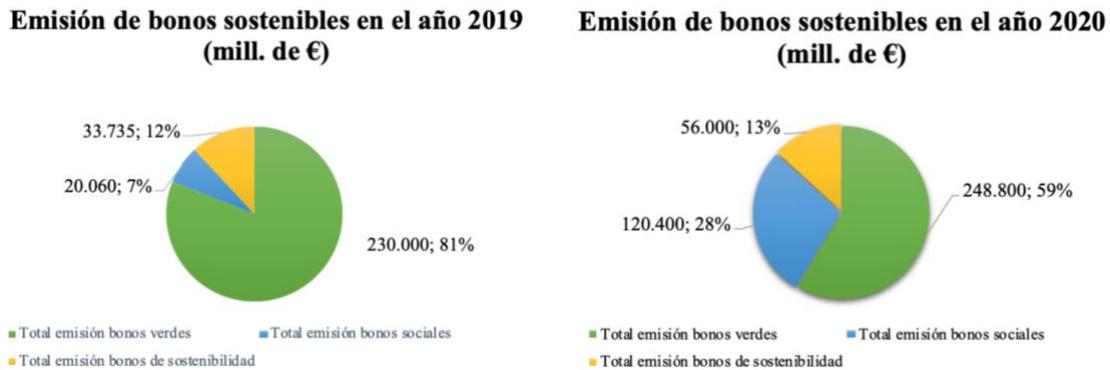
- Principios de los Bonos Verdes, denominados *Green Bond Principles*.
- Principios de los Bonos Sociales, conocidos como *Social Bond Principles*.
- Directrices de Bonos de Sostenibilidad, llamados *Sustainability Bond Guidelines*.
- Principios de Bonos Ligados a Sostenibilidad o *Sustainability-Linked Bond Principles*.

Los bonos verdes se utilizan para invertir en operaciones financieras que sean sostenibles con el medio ambiente y los sociales en operaciones que sean respetuosas con la sociedad. Para la formulación de los *Green Bond Principles* y los *Social Bond Principles*, la ICMA se ha apoyado en las cuatro características de los *Green Loan Principles*. Estas son dirigir la financiación a proyectos verdes, someterlos a un proceso de evaluación y selección, gestionarlos en función de los objetivos establecidos y elaborar el *reporting* del proyecto. Los bonos de sostenibilidad combinan los criterios verdes y sociales y su desarrollo se potencia gracias a las Directrices de Bonos de Sostenibilidad. Los Principios de Bonos Vinculados a sostenibilidad impulsan el desarrollo de bonos que persigan la consecución de objetivos sostenibles.

De los cuatro tipos de bonos sostenibles el que tiene un mayor peso es el bono verde. Aún así, la emisión de bonos sociales ha experimentado una gran expansión en 2020. En el año 2019, los bonos sociales tan solo suponían el 7% de la totalidad de bonos sostenibles emitidos, en cifras globales en torno a 20.060 millones de euros. Tan solo un año después, se ha cuadruplicado ese porcentaje alcanzado los 120.400 millones. El volumen de los bonos verdes ha experimentado un crecimiento más leve, pasando de 230.000 millones a 248.800 millones. A pesar de que el volumen haya aumentado aproximadamente un 8%, su peso en el total de bonos sostenibles ha disminuido un 22%. Los bonos de sostenibilidad también han experimentado un crecimiento. Aunque su peso en la totalidad de bonos sostenibles emitidos solo ha crecido un 1%, las cifras globales casi se han duplicado, alcanzando los 56.000 millones de euros. El peso de los bonos vinculados a la sostenibilidad ha sido residual. En su totalidad, el volumen de bonos sostenibles emitidos

a nivel global ha pasado de 283.795 millones de euros a 425.200, es decir, se ha incrementado casi un 50%:

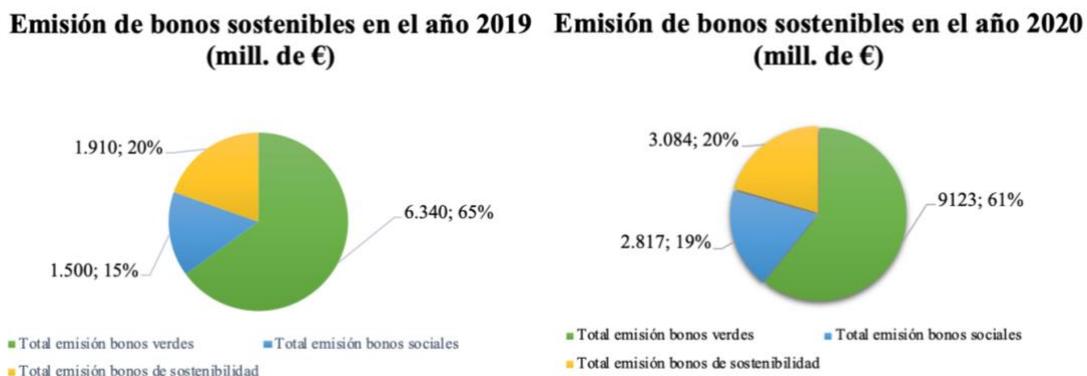
Figura 2.5 Crecimiento global de bonos sostenibles (2019-2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

En España, en términos porcentuales el mayor crecimiento de los bonos sostenibles corresponde a los bonos sociales. Los 1.500 millones de euros emitidos en 2019 aumentaron alrededor de un 88% para alcanzar los 2.817 millones de euros en 2020. Pasaron de suponer un 15% del total de bonos sostenibles a un 19%. El volumen de bonos de sostenibilidad también ha aumentado, alcanzando los 3.084 millones de euros, pero su peso dentro del total se ha mantenido estable. Por último, los bonos verdes siguen siendo el tipo de bono sostenible con un mayor volumen emitido, superando los 9.120 millones de euros emitidos:

Figura 2.6 Crecimiento de bonos sostenibles en España (2019-2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

### 2.2.1. Bonos Verdes

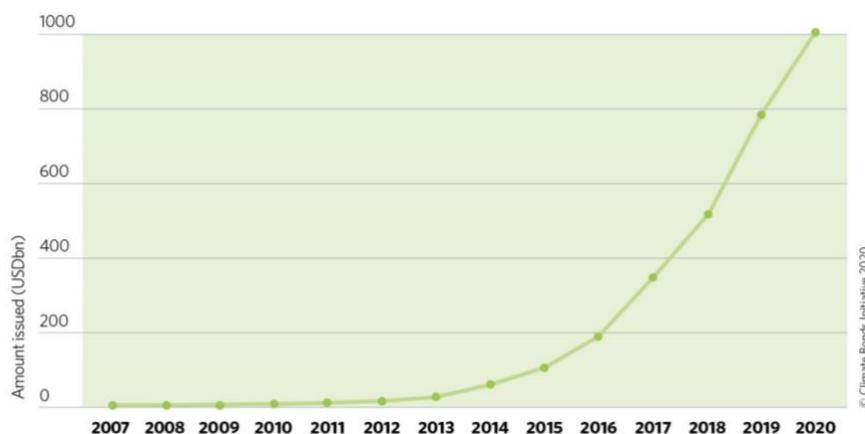
Los bonos verdes se consideran productos financieros esenciales en el impulso de la financiación sostenible. Esto se debe a dos motivos principales. En primer lugar, contribuir a la sostenibilidad ambiental mediante inversiones que no sean nocivas para el medio ambiente. En segundo lugar, favorecer que la inversión privada se destine a desafíos mundiales. Los bonos verdes se caracterizan por una naturaleza mixta (Gilchrist, Yu y Zhong, 2021):

- Naturaleza pecuniaria. Existen razones económicas que fomentan el uso del bono verde, al conllevar un desempeño financiero óptimo. Por ejemplo, en China los bonos verdes están asociados a una prima de precio superior que en otro tipo de bonos. Adicionalmente, esa prima crece en función del desempeño en Responsabilidad Social Corporativa (RSC) de la entidad implicada. Esto se debe a que un desempeño de la RSC implica un menor riesgo financiero.
- Naturaleza no pecuniaria. La sociedad cada vez está más interesada y concienciada con la mitigación del cambio climático. A los inversores no solo les interesan los bonos verdes por motivos económicos.

Los *Green Bond Principles* califican los bonos como verdes en función del proyecto y no del emisor. El concepto de bonos verdes es un término demasiado amplio y por eso han emergido bonos con objetivos precisos. La eficiencia y las fuentes de energía renovables, la preservación forestal y de la biodiversidad son algunos ejemplos (Espar, 2019). Los bonos y otros productos financieros verdes, pese a ser instrumentos de reciente creación, tienen grandes perspectivas de desarrollo. Además, remarcan la idea de que la protección del medio ambiente es un aspecto clave en el desarrollo desde un punto de vista económico y social (Wiśniewski y Zieliński, 2019).

El primer bono verde se emitió en el año 2007 por el Banco Europeo de Inversiones. Siete años más tarde se produjeron emisiones por parte del sector privado, por ejemplo, la empresa francesa EDF, y del público, como el Estado de Massachusetts (Foro Académico de Finanzas Sostenibles, 2020). Durante seis años el mercado de bonos verdes se mantuvo estable, sin apenas expandirse, pero a partir del año 2014 ha experimentado un crecimiento exponencial. Desde la publicación de los *Green Bond Principles*, en 2018, el crecimiento es aún mayor, alcanzando en 2020 la cifra de un billón de dólares emitidos:

Figura 2.7 Bonos verdes emitidos a nivel global (2007-2020)



Fuente: *Climate Bonds Initiative, 2020*

En línea con los Principios de los Bonos Verdes se encuentra el informe final sobre la Taxonomía y el estándar de bonos verdes. Fue elaborado por el grupo de expertos técnicos de la Comisión Europea sobre finanzas sostenibles (TEG) y se publicó el 18 de junio de 2019. Con este estándar, de cumplimiento voluntario, se busca impulsar el desarrollo de este producto financiero responsable con el medio ambiente. En 2018 se destinaron 140 mil millones de euros a inversiones verdes (Foro Español de Inversión Sostenible, 2019). El estándar de bonos verdes se divide en cuatro aspectos:

- En primer lugar, los proyectos verdes a financiar han de adecuarse a la Taxonomía de la UE.
- Los emisores de bonos verdes deben estandarizar un marco de bonos verdes, conocido como *Green Bonds Framework* (GBF). En él se ha de recoger información, por ejemplo, sobre el enfoque llevado a cabo por el emisor para adaptarse a los desafíos ambientales de la UE.
- Es preciso notificar periódicamente acerca de la financiación de las inversiones sostenibles. Para ello se llevan a cabo dos informes, que son el de asignación y el de impacto. El primero recoge, entre otros, el reparto económico de la financiación a nivel regional o nacional y por sectores. Mientras que el segundo incluye información como qué beneficio medioambiental se busca con el proyecto financiado.
- Se necesitan asesores externos que verifiquen la operación financiera calificada como verde.

### **2.2.2. Bonos Sociales**

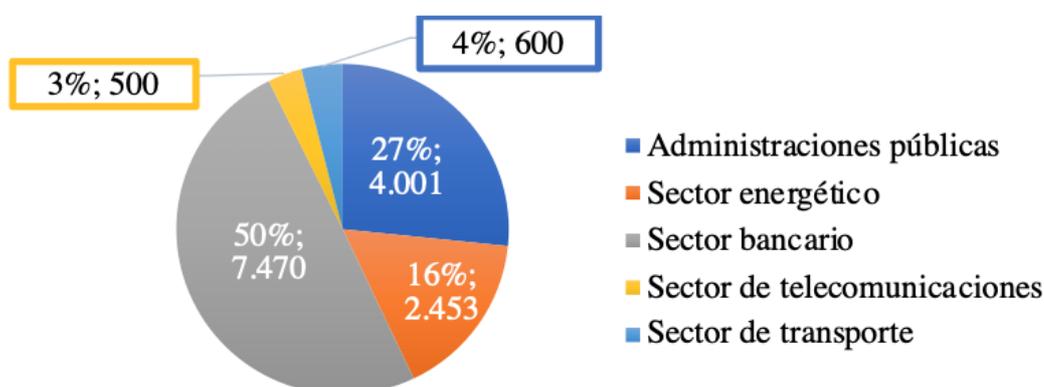
Los bonos sociales están orientados a proyectos que aspiren a conseguir mejoras de tipo social. En los *Social Bond Principles* (SBP) se incluye un listado de proyectos sociales. Algunos ejemplos son la accesibilidad a una vivienda y a un trabajo dignos, la capacidad para alcanzar una alimentación óptima y la prestación de sanidad y servicios esenciales. Pese a que los bonos sociales no se destinan a un grupo en concreto, en los principios se precisa el público objetivo. Se refiere a personas desempleadas, en riesgo de vulnerabilidad, emigrantes y con discapacidad, entre otros. A su vez, los bonos sociales pueden diferenciarse en cuatro tipos, todos ellos alineados con los SBP (International Capital Market Association, 2020):

- Bono estándar con ingresos de uso social, conocido como *Standard Social Use of Proceeds Bond*. Consiste en títulos de deuda estandarizados con recurso al emisor.
- Bono de ingresos sociales, denominado *Social Revenue Bond*. Bonos que se invierten en proyectos públicos sin recurso al emisor y que pueden reembolsarse a través de diversas fuentes fiscales.
- Bono de proyectos sociales, también conocido como *Social Project Bond*. Se destina a uno o varios proyectos sociales, teniendo el emisor una exposición directa al riesgo.
- Bono social titulizado y cubierto o *Social Securitised and covered Bond*. Estas obligaciones de deuda financian prestaciones sociales relacionadas con sanidad, educación y acceso a viviendas sociales, entre otros.

### 2.2.3. Emisores de Bonos Sostenibles en España (2020-2021)

En España se realizaron emisiones de bonos sostenibles de 15.024 millones de euros en el año 2020 (Informe Anual OFISO, 2021). Un 50% de los emisores pertenecen al sector bancario y un 16% al energético. Los emisores de estos bonos no son solamente entidades privadas sino también administraciones públicas, con un peso del 27% sobre el total. Existen dos sectores con un menor peso, que son el de telecomunicaciones y el de transporte. El sector de telecomunicaciones incluye a la empresa *Telefónica*, que emitió bonos verdes por valor de 500 millones de euros. Esta operación financiera contó con dos objetivos principales, que consisten en que la empresa sea más eficiente en términos de energía y la instalación de redes de fibra óptica. El sector de transporte incluye a la entidad pública *Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF)*, que emitió bonos verdes valorados en 600 millones de euros. Su finalidad principal con esta emisión fue impulsar la sostenibilidad mediante el desarrollo de redes ferroviarias que se adapten a las necesidades sociales y climáticas:

Figura 2.8 Emisión de bonos sostenibles por sectores, en millones de euros (2020)

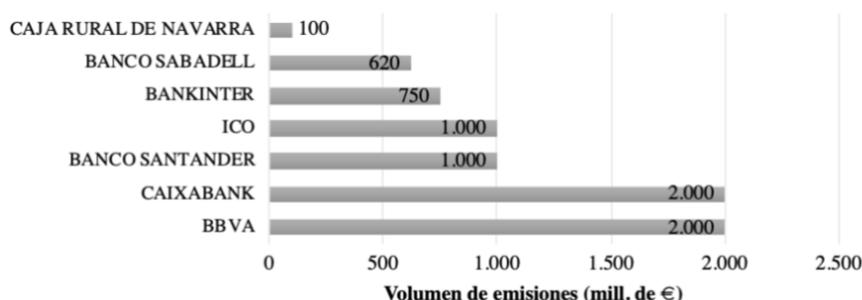


Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

Destaca el sector bancario, con emisiones valoradas en 7.470 millones de euros. En el sector bancario los principales emisores son las entidades *CaixaBank* y *BBVA*, ambas con emisiones sostenibles valoradas en 2.000 millones de euros en 2020. *CaixaBank* ha emitido dos tipos de bonos sostenibles, cada uno de 1.000 millones de euros. El primero de ellos un bono social, para paliar el impacto de la COVID-19 mediante la financiación a las PYMES españolas de los territorios más vulnerables. El segundo, un bono verde responsable con el medio ambiente. *BBVA* también ha emitido un bono social de igual importe y finalidad. Los 1.000 millones de euros restantes corresponden a la emisión del llamado *CoCo verde*. Este producto financiero consiste en un bono verde contingente convertible en acciones. Las siguientes entidades son el *Banco Santander* y el *Instituto de Crédito Oficial (ICO)*, que realizaron operaciones de bonos sostenibles valorados en 1.000 millones de euros. El *Banco Santander* llevó a cabo en el año 2020 una única emisión, de bonos verdes, con la que ha promovido la consecución de dos Objetivos de desarrollo sostenible de la ONU, que son el ODS 7 “Energía asequible y no contaminante” y el ODS 13 “Acción por el clima”. El banco público *ICO* emitió un bono social similar a los de *Caixabank* y *BBVA* y un bono verde con la finalidad de promover la transición ecológica, ambos por valor de 500 millones de euros. Las entidades de

*Bankinter*, el *Banco Sabadell* y la *Caja Rural de Navarra* también han emitido bonos sostenibles, valorados en 750, 620 y 100 millones de euros, respectivamente:

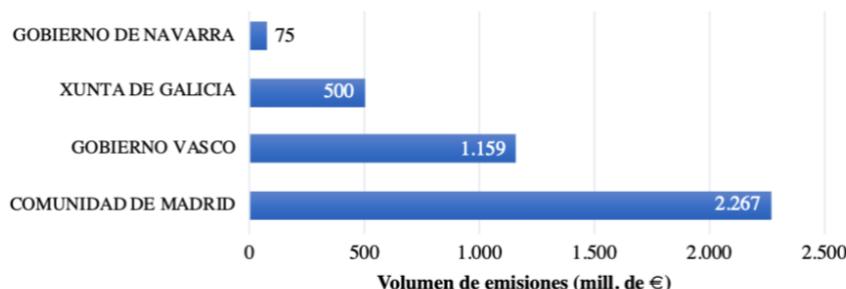
Figura 2.9 Emisores del sector bancario (2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

Al sector bancario le siguen las Administraciones públicas, con emisiones valoradas en 4.001 millones de euros. El mayor emisor perteneciente a las Administraciones Públicas es la Comunidad de Madrid, con emisiones valoradas en 2.267 millones de euros en 2020. Esta cifra se desglosa en cuatro operaciones, que son un bono verde de 700 millones, para promover la movilidad eléctrica, mejorar el tratamiento de desechos y preservar la biodiversidad, dos bonos sostenibles por importe de 265 y 1.250 millones de euros, para fomentar proyectos de responsabilidad social y medioambiental y un bono social-sanitario de 52 millones, destinado a paliar los impactos económicos negativos de la pandemia, en el que también participó la empresa privada *Mapfre*. El Gobierno Vasco también ha destacado como uno de los principales emisores, con un total de 1.159 millones de euros divididos en tres bonos sostenibles. De ellos, 169 millones se destinan a proyectos medioambientales, 931 millones a iniciativas sociales y los 59 millones restantes a la combinación de ambos. También han realizado este tipo de operaciones, aunque en menor medida, la Xunta de Galicia y el Gobierno de Navarra, aportando 500 y 75 millones de euros cada uno:

Figura 2.10 Emisores de las Administraciones Públicas (2020)

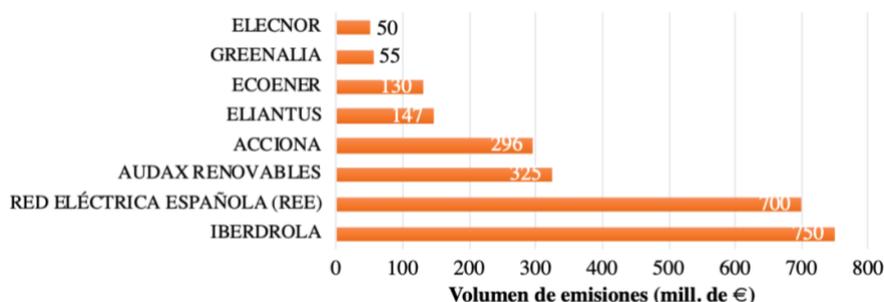


Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

El tercer sector con más peso en España es el energético, que ha emitido bonos sostenibles por un total de 2.453 millones de euros. La empresa con un mayor volumen de bonos sostenibles es *Iberdrola*, seguida de *Red Eléctrica Española (REE)*. *Iberdrola* realizó una única emisión, de bonos verdes, por importe de 750 millones de euros, orientada a invertir en energía eólica. *REE* emitió también un bono verde, valorado en 700 millones de euros con diversos objetivos, como favorecer la transición hacia una economía libre de carbono, impulsar la financiación sostenible y los bonos verdes y promover el uso de las fuentes de energía renovables, entre otros. Asimismo, las compañías de *Audax Renovables*, *Acciona* y *Eliantus* realizaron emisiones de bonos verdes por importe de 325, 296,4 y

146,8 millones de euros, respectivamente. Otras empresas han efectuado emisiones, todas ellas de bonos verdes, por importes menores:

Figura 2.11 Emisores del sector energético (2020)

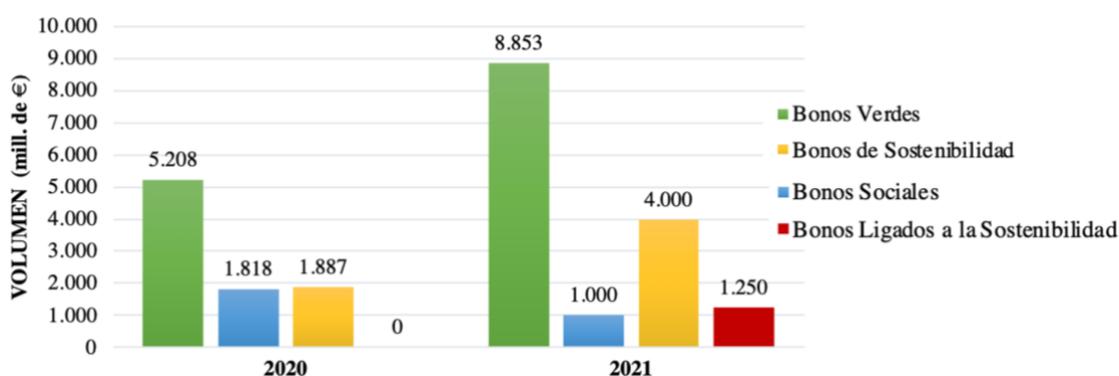


Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

En definitiva, la emisión de bonos sostenibles en España en el año 2020 ha sido realizada por entidades tanto públicas como privadas, pertenecientes a diferentes sectores. De hecho, el mayor emisor de bonos sostenibles ha sido la Comunidad de Madrid, con un volumen de 2.267 millones de euros. El segundo y tercer puesto del ranking de emisores corresponde a las empresas privadas del sector bancario *BBVA* y *Caixabank*, emitiendo bonos valorados en 2.000 millones de euros. Y la cuarta posición la ocupa de nuevo una entidad pública, el Gobierno Vasco, con 1.159 millones de euros emitidos. Pese a que el sector de la energía cuenta con un total de ocho emisores, ninguno de ellos ocupa las primeras posiciones. En cuanto a la naturaleza de los bonos sostenibles, el sector bancario emite bonos tanto verdes como sociales, al igual que las Administraciones Públicas. El sector de la energía se centra exclusivamente en la emisión de bonos verdes.

En el primer semestre de 2021, la emisión de bonos sostenibles ha crecido en España un 70%, pasando de 8.913 millones de euros en junio de 2020 a 15.103 en junio de 2021. El mayor crecimiento corresponde a los bonos de sostenibilidad, que han crecido un 112%. Le siguen los bonos verdes, con emisiones valoradas en 8.853 millones de euros, cuyo crecimiento fue del 70%. En cambio, los bonos sociales han experimentado una caída del 45%, debido a la mejora de la situación sanitaria ocasionada por la pandemia respecto al año 2020. Lo más relevante ha sido el primer bono ligado a la sostenibilidad emitido en España. Se trata de un bono de 1.250 millones de euros emitido por la empresa petrolera *Repsol* (OFISO, 2021):

Figura 2.12 Emisión de bonos sostenibles (1er Semestre 2020-1er Semestre 2021)



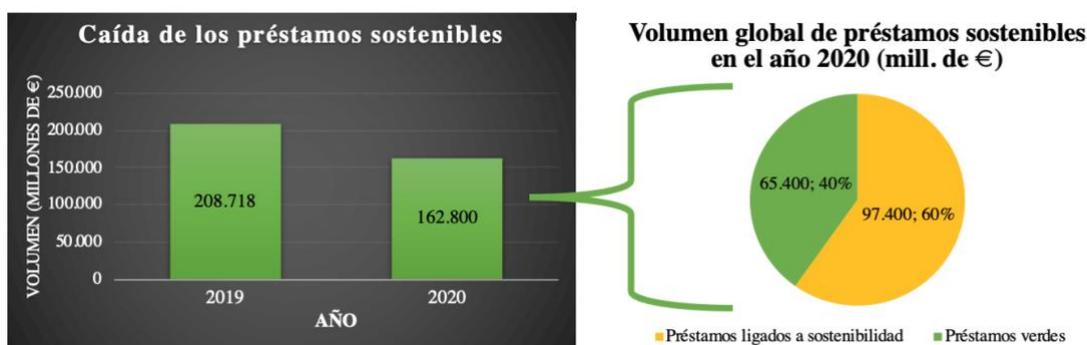
Fuente: OFISO, 2021

### 2.3. PRÉSTAMOS SOSTENIBLES

Los préstamos sostenibles, basados en los *Green Loan Principles*, se clasifican en préstamos verdes y préstamos vinculados a la sostenibilidad. Los préstamos verdes surgieron con el objetivo de mitigar el calentamiento global y lograr la transición a una economía libre de carbono. Los préstamos vinculados a la sostenibilidad tienen objetivos relacionados con la sostenibilidad ambiental y social y tienen en cuenta los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

A consecuencia del COVID-19, el volumen global emitido de préstamos sostenibles se ha reducido un 22% en el año 2020, pasando de 208.718 millones de euros a 162.800 millones. Del volumen total de préstamos sostenibles emitidos en el año 2020, un 40% son préstamos verdes, valorados en 65.400 millones de euros. El 60% restante son préstamos ligados a sostenibilidad, de 97.400 millones de euros:

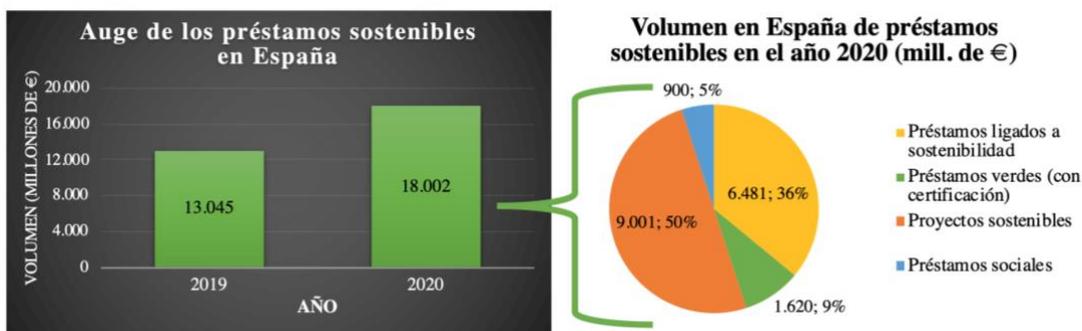
Figura 2.13 Préstamos sostenibles a nivel global (2019-2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

Por el contrario, en España los préstamos sostenibles crecieron un 38%, pasando de 13.045 millones de euros en 2019 a 18.002 millones en 2020. De ellos, la mitad pertenecen a proyectos considerados sostenibles, pero tan sólo un 9% a préstamos certificados como verdes y un 36% a préstamos ligados a sostenibilidad:

Figura 2.14 Préstamos sostenibles en España (2019-2020)



Fuente: elaboración propia a partir del Informe Anual OFISO, 2021

### 2.3.1. Préstamos Verdes

En 1996 se fundó la *Loan Market Association* (LMA), la Asociación del Mercado de Préstamos, cuyo propósito es que los mercados de préstamos tengan mayor liquidez y sean más eficientes y transparentes. Opera en Europa, Oriente Medio y África, conocido como región EMEA, en un total de 69 países y 760 instituciones (Loan Market Association, 2021). Colabora con prestatarios, entidades bancarias comerciales, inversores institucionales, bancos de inversión, despachos de abogados y organizaciones especializadas en la evaluación del riesgo de crédito, entre otros. Los préstamos verdes comenzaron a utilizarse en 2005, año en el que diversas entidades bancarias estadounidenses empezaron a apostar por la inversión sostenible. Estos productos financieros responsables con el medio ambiente surgieron con el objetivo de mitigar el calentamiento global y lograr la transición a una economía libre de carbono. Los mayores mercados de préstamos verdes se encontraban en países como Estados Unidos, Reino Unido, Australia, Francia, Japón y China, por ese orden (Gilchrist, Yu y Zhong, 2021). La LMA fomenta el uso de préstamos verdes a través de la divulgación de los principios aplicables a las financiaciones verdes, conocidos como *Green Loan Principles*. Estos principios, publicados en marzo de 2018, establecen directrices para operaciones financieras que promueven la sostenibilidad ambiental. Para que un préstamo se califique como verde, ha de reunir las siguientes características (Espar y Herrero, 2020):

- La financiación ha de estar dirigida estrictamente a proyectos verdes.
- El proyecto se tendrá que someter a un proceso de evaluación y selección. Este proceso consta de tres fases, que son, establecer la meta del proyecto, cómo han procedido las partes para calificar al préstamo como verde y el motivo de seleccionar dicho proceso.
- La gestión del proyecto ha de ajustarse a los objetivos establecidos.
- Elaborar el llamado *reporting* del proyecto, que recoge datos como el conjunto de operaciones financieras verdes que incluye el proyecto. La información recopilada ha de ser accesible a todas las partes implicadas, lo que aumentará la transparencia del proyecto. Asimismo, un asesor externo se debe encargar de determinar indicadores técnicos de desempeño, entre otros, la medición de la energía producida y la emisión de gases nocivos para el medio ambiente.

La documentación requerida para que un préstamo sea considerado verde se presenta en dos fases (Espar y Herrero, 2020):

#### 1. Fase de Mandato.

Los parámetros que definen la naturaleza sostenible del proyecto han de establecerse exhaustivamente. Las partes implicadas negociarán las condiciones y una vez pacten los términos de la operación, estos se incluirán en un documento denominado *Term Sheet*, junto con los consultores externos elegidos.

#### 2. Fase de Documentación.

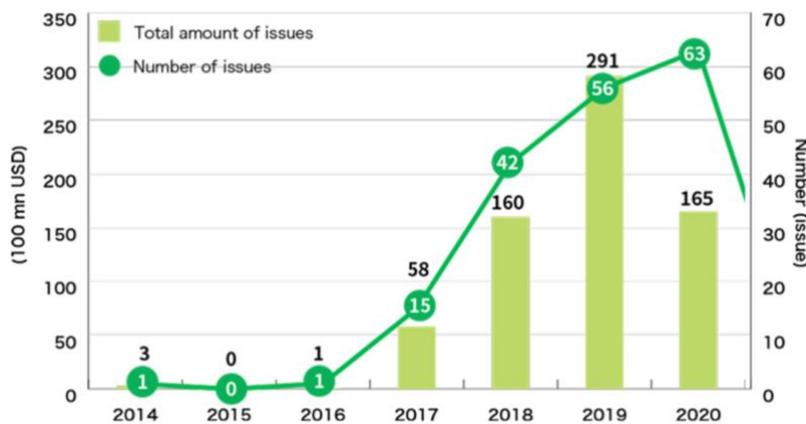
Los asesores externos han de llevar a cabo una supervisión permanente de los aspectos técnicos del proyecto. El contrato acordado entre las partes debe enunciar la versión más actualizada de los principios aplicables a las financiaciones verdes y cubrir un documento conocido como *Green Loan Report*. Además, los asesores se encargarán de elaborar informes, con frecuencia anual, para que las partes implicadas estén al corriente de los aspectos técnicos.

Para que un préstamo se considere verde ha de reunir las características mencionadas y cumplir con toda la documentación exigida. Con ellas se consigue una estandarización de los préstamos verdes, que, a su vez, se pueden presentar de cuatro formas principales (Herrero, 2017):

- Préstamo bilateral. Se trata de aquellas operaciones verdes en las que se oficializa una garantía corporativa entre el prestatario y la entidad prestamista.
- Préstamo sindicado. Se caracteriza por una operación de financiación en la que participan varias entidades bancarias, siendo una de ellas la que tramita los documentos requeridos con la agencia de calificación. Esta última recibe el nombre de *green agent*.
- Línea de crédito *revolving*. Préstamos que incorporan los criterios de la inversión ASG, es decir, ambientales, sociales y de buen gobierno. En función de si una entidad aplica estos criterios o no, recibirá una puntuación en el llamado *ESG Score* (Environmental, Social and Governance). Cuanto más alta sea esa puntuación, menor será el interés que tendrá que soportar la entidad prestataria.
- Financiación de proyecto (*Green Project Finance*). Se fundamenta en predicciones a futuro de los flujos de caja originados por uno o un portfolio de proyectos, estableciéndose como aval los activos vinculados a estos. Se lleva acabo en sectores regulados, por ejemplo, la industria energética. En España, esta modalidad de préstamo verde ha destacado en el año 2020, alcanzando un volumen de 9.070 millones de euros, de los cuales 8.344,4 millones se han destinado a proyectos que impulsan las energías renovables y 725,6 millones a transporte sostenible y tratamiento de aguas (Informe Anual OFISO, 2021).

Aunque los *Green Loan Principles* no se publicaron hasta 2018, en el año 2014 ya se produjo una emisión de préstamos sostenibles, con un volumen de 300 millones de dólares. El mercado de préstamos verdes se mantuvo estable hasta el año 2017, cuando se alcanzaron emisiones por valor de 5.800 millones de dólares, repartidos en un total de quince préstamos verdes. En el 2018, año en el que se publicaron los *Green Loan Principles*, se produjo un aumento del 180% en el número de préstamos verdes emitidos, pasando de quince a cuarenta y dos. En los dos años siguientes también se produjeron incrementos, pero menores, del 33% en el año 2019 y del 12,5% en el 2020. En este último, por el contrario, el volumen global de préstamos verdes se redujo en un 43%:

Figura 2.15 Préstamos verdes a nivel global, en millones de dólares (2014-2020)



Fuente: *Green Finance Portal*, 2021

### **2.3.2. Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad**

Un año después de publicar los *Green Loan Principles*, es decir, en marzo de 2019, la *Loan Market Association* (LMA) publicó los Principios de los Préstamos vinculados a la Sostenibilidad. Se conocen como *Sustainability Linked Loan Principles* y consisten en que las entidades que sean sostenibles según diferentes indicadores de desempeño puedan acceder al crédito más fácilmente. La diferencia fundamental con los *Green Loans* es que estos exigen que la financiación se destine a proyectos sostenibles. En cambio, los *Sustainability Linked Loans* se pueden destinar a cualquier operación de financiación que se lleve a cabo por empresas consideradas sostenibles. Para que un préstamo se califique como vinculado a la sostenibilidad, ha de reunir las siguientes características (Espar, 2019):

- Asociar los propósitos de la empresa en cuanto a la sostenibilidad ambiental y social con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) del proyecto a financiar.
- Para cada operación se deberán acordar los ODS necesarios, siendo en ocasiones conveniente la participación de un asesor externo.
- Notificar y examinar externamente la correcta ejecución de los ODS.

Una vez estudiados los productos financieros sostenibles que han experimentado un mayor crecimiento en los últimos años, es decir, fondos de inversión, bonos y préstamos, se aborda el análisis de los indicadores de sostenibilidad financiera que permiten identificar qué empresas y fondos de inversión son realmente sostenibles.

### 3. INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD FINANCIERA

Las operaciones financieras sostenibles tienen entre sus objetivos contribuir a la lucha contra problemas medioambientales e impulsar mejoras de tipo social. Por un lado, beneficia a la sociedad en su conjunto, ya que promueven prácticas más respetuosas socialmente y con el medio ambiente. Por otro lado, también interesa a las entidades que llevan a cabo estas operaciones, adaptándose a las exigencias de sus clientes, cada vez más concienciados, por lo que cabe esperar que mejoren sus resultados. Por ello es importante garantizar que los inversores y empresas que se beneficien de operaciones financieras sostenibles realmente sean merecedores de ello. Existen diferentes indicadores de:

- Ratings de sostenibilidad. Son indicadores que miden el desempeño ASG de empresas y fondos de inversión, entre otros productos financieros. Se llevan a cabo por proveedores denominados agencias de calificación de sostenibilidad. Cada una de ellas sigue una metodología propia para asignar una calificación de la sostenibilidad de la empresa o del fondo.
- Índices bursátiles de sostenibilidad. Son indicadores bursátiles que evalúan el desempeño de una entidad en términos ambientales, sociales y de buen gobierno. Estos instrumentos incorporan aquellas entidades que integren satisfactoriamente los criterios de rendimiento económico y desarrollo sostenible. Además, se examinan con regularidad para asegurar que las empresas integrantes siguen siendo sostenibles.

A continuación, se examinan los ratings de sostenibilidad, se describen sus características principales y se analizan las agencias de calificación que realizan estos ratings, basándose en el informe *Rate the Raters*. Asimismo, se describen los múltiples índices bursátiles de sostenibilidad que existen y se analizan exhaustivamente las familias de índices de mayor prestigio, esto es, Dow Jones Sustainability Indices y FTSE4Good Index Series.

#### 3.1. RATINGS DE SOSTENIBILIDAD

Las agencias de ratings de sostenibilidad analizan a las empresas en base a criterios ambientales, sociales y de gobernanza. No existe un método de evaluación homogeneizado, sino que cada agencia de calificación sigue su propia metodología, si bien tienen en común (Fernández, Muñoz, Escrig, Rivera y Ferrero, 2018):

- Las agencias recaban información a través de bases de datos externas, memorias o informes de sostenibilidad de las empresas a evaluar. También a través de la realización de encuestas a las empresas, verificándolas mediante fuentes externas. La información puede ser muy amplia y corresponde a áreas corporativas variadas. Algunos ejemplos son la gestión del departamento de recursos humanos y el desempeño medioambiental.
- Posteriormente las agencias transforman la información recopilada en variables cuantificables. Se evalúan los factores financieros, ambientales, sociales y de buen gobierno, asignando una puntuación. Por último, elaboran los ratings de sostenibilidad.

Otro aspecto común en la metodología que siguen las agencias para elaborar los ratings es la selección de métodos de detección, que consisten en clasificar a las empresas o inversiones en dos categorías en función de criterios negativos o de exclusión y positivos.

No se trata de criterios estáticos, sino que varían para adaptarse a las tendencias del mercado financiero sostenible. Los criterios negativos principales son el tabaco, el alcohol, los juegos de azar y las armas. Los criterios positivos evalúan el desempeño ambiental, social y de gobernanza. Los criterios ambientales han evolucionado desde la gestión ambiental y las fuentes de energía renovable hasta la gestión eficiente de recursos hídricos y la preservación de la biodiversidad. Respecto a los criterios sociales, destacan la seguridad y salud del trabajador, las condiciones laborales y la libertad sindical. Los principales criterios de buen gobierno son la dirección empresarial, la estructura del consejo y la transparencia y la prevención de corrupción (Fernández, Muñoz, Escrig, Rivera y Ferrero, 2018). Las diferencias entre las agencias se deben a la falta de homogeneización de los procedimientos metodológicos de toma de decisiones, a la elección de indicadores de medición de magnitudes y su peso correspondiente (Peñarrubia y Royo, 2021).

### **3.1.1. Agencias de calificación**

Existen múltiples agencias que elaboran ratings de sostenibilidad. Las más relevantes se recogen en el informe *Rate the Raters 2020*, que realiza la entidad SustainAbility desde el año 2010 con el objetivo de aportar a las empresas información acerca de las calificaciones ambientales, sociales y de gobernanza. Las agencias calificadas fueron las siguientes:

- *Bloomberg ESG Disclosure Scores*. Bloomberg es una entidad estadounidense fundada en 1981. Se especializa en el mercado de asesoría financiera, datos y tecnología. Entre sus servicios profesiones se incluyen las finanzas sostenibles, con el objetivo de ayudar a los inversores y a las empresas a evaluar los activos financieros. Para ello proporciona datos, investigación y noticias y elabora ratings e índices de sostenibilidad. El rating de sostenibilidad de Bloomberg incluye puntuaciones ambientales y sociales para 252 empresas en el sector de petróleo y gas, y para más de 4.300 empresas del resto de industrias.
- *CDP Climate, Water & Forest Scores*. Carbon Disclosure Project (CDP) es una entidad sin ánimo de lucro que está presente en más de 90 países. Divulga información financiera para que inversores, empresas, ciudades, estados y regiones administren sus impactos ambientales. Su rating de sostenibilidad consiste elaborar una lista con las empresas a nivel mundial con mejor desempeño medioambiental.
- *EcoVadis CSR Rating*. EcoVadis es un proveedor de ratings de sostenibilidad fundado en París en el año 2007. Desde su creación, ha calificado a más de 75.000 empresas en todo el mundo. Su metodología se basa en la realización de evaluaciones mediante expertos internacionales, utilización de fuentes diversificadas y adaptación al sector, país y tamaño de la empresa. Califica la sostenibilidad de las empresas en función de cuatro temas, que son medio ambiente, prácticas laborales y derechos humanos, ética y compras sostenibles.
- *FTSE Russell's ESG Ratings*. FTSE Russell, creada en 1995, es una subsidiaria de la Bolsa de Valores de Londres. Proporciona a los clientes herramientas para la asignación de activos, el análisis de estrategias de inversión y la gestión de riesgos mediante índices de referencia, ratings y soluciones de datos. Los ratings de sostenibilidad elaborados por FTSE Russell miden el desempeño y el riesgo ambiental social y de gobernanza de 7.200 valores en 47 mercados desarrollados. Se alinean con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible a través de 14 temas del

marco ASG. Los temas ambientales son biodiversidad, cambio climático, contaminación y recursos, cadena de suministro, seguridad hídrica. Los sociales son responsabilidad del cliente, seguridad y salud, derechos humanos, legislación laboral y cadena de suministro. Y los de gobernanza son anticorrupción, gobierno corporativo, gestión de riesgos y transparencia fiscal.

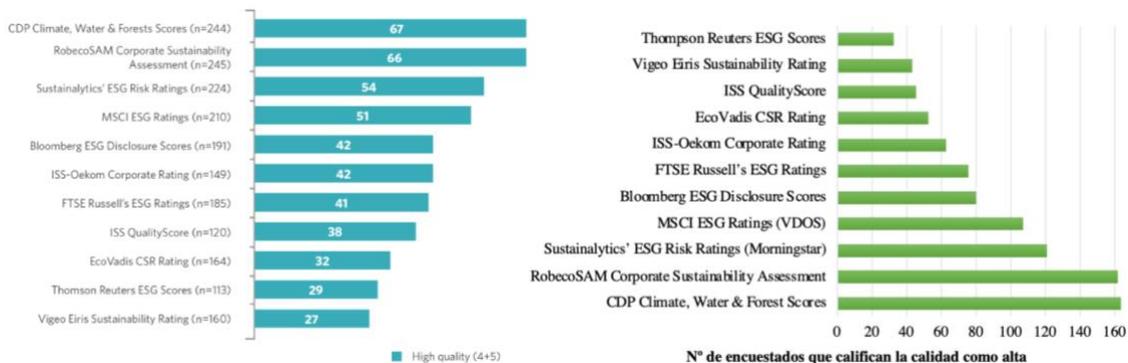
- *ISS QualityScore*. El Institutional Shareholder Services (ISS) es un grupo de empresas fundado en 1995 que proporciona datos, análisis e información de asesoramiento financiero. Su línea de negocios de inversión ASG se caracteriza por la elaboración de calificaciones y por proporcionar información para que sus clientes identifiquen riesgos y oportunidades sociales y ambientales. Dentro de la financiación sostenible, el ISS QualityScore se especializa en el factor de gobernanza, especialmente en las áreas de estructura de la junta, programas de compensación, derechos de los accionistas y auditoría y supervisión de riesgos.
- *ISS-Oekom Corporate Rating*. Oekom es una agencia de investigación y calificación de sostenibilidad creada en 1993 y con sede en Munich. En 2018 fue adquirida por la entidad ISS, adoptando el nombre de ISS-Oekom. En su rating de sostenibilidad se evalúan más de 30 temas ambientales, sociales y de gobernanza, como el impacto ambiental de la cartera de productos, el cumplimiento de los derechos humanos y la ética empresarial. La metodología de evaluación se basa en un sistema de calificación de doce puntos desde A+, que corresponde a un excelente desempeño, a D-, bajo desempeño.
- *MSCI ESG Ratings*. Morgan Stanley Capital Internacional (MSCI) es una entidad estadounidense fundada en 1969, especializada en proporcionar herramientas y servicios de apoyo a la toma de decisiones para la comunidad de inversión global. El rating de sostenibilidad de MSCI mide la resiliencia de una empresa a los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza. Su metodología se basa en reglas para identificar a los líderes y rezagados de la industria de acuerdo con su exposición a los riesgos y su respuesta a esos riesgos. A las empresas líderes se les asignan una puntuación de (AAA, AA), a las promedio de (A, BBB, BB) y a las rezagadas de (B, CCC). Por su parte VDOS es un proveedor de información en el mercado de gestión de activos, constituido en Madrid en 1997. Proporciona información sobre fondos de inversión, entre otros productos financieros, y colabora con MSCI para la inclusión de sus ratings de sostenibilidad.
- *RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment*. RobecoSAM es una entidad creada en 1995 especialista en inversiones y gestión de activos. Cuenta con dos líneas de actuación principales, que son calificar el desempeño ASG y diseñar estrategias con un impacto ambiental o social cuantificable y que contribuyan a los ODS. Además, gracias al análisis de factores ambientales, sociales y de gobernanza que realiza RobecoSAM se elabora el S&P Dow Jones Indices, uno de los principales proveedores de índices a nivel mundial. El RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment se desarrolla desde el año 1999. Su metodología se basa en evaluar, asignando una puntuación entre 0-100, a las 2.500 empresas más grandes del mundo que cotizan en bolsa en función de criterios económicos, ambientales y sociales.
- *Sustainalytics' ESG Risk Ratings*. Sustainalytics es una entidad de asesoramiento financiero que realiza investigaciones y proporciona datos ambientales, sociales y de gobernanza a inversores y empresas. En 2020, Morningstar se convirtió en el único propietario de Sustainalytics. Se trata de un proveedor de análisis y

evaluaciones de activos financieros, fundado en 1984. Los Sustainalytics' ESG Risk Ratings miden el riesgo ambiental, social y de gobernanza a los que se expone una empresa y cómo lo gestiona. Establece cinco categorías, que son riesgo despreciable, bajo, medio, elevado y grave.

- *Thompson Reuters ESG Scores.* Thomson Reuters es una entidad canadiense fundada en 2008 tras la adquisición de Reuters por The Thomson Corporation, ambas agencias de información que proporcionan noticias sobre el mercado financiero. Thomson Reuters asesora a sus clientes en materia de leyes, impuestos y regulación, entre otros, con el objetivo de que tomen decisiones y administren mejor sus negocios. Los Thompson Reuters ESG Scores miden el desempeño ASG de la empresa, analizando diez temas, que son, el uso de recursos, emisiones e innovación en el marco ambiental, derechos humanos y laborales, respeto a la comunidad y responsabilidad del producto en el social y administración corporativa, accionistas y estrategia de Responsabilidad Social Corporativa en el de gobernanza. Más de 6.000 empresas a nivel mundial son puntuadas, tanto en porcentajes como en letras de D- a A+.
- *Vigeo Eiris Sustainability Rating.* Vigeo Eiris es una agencia de calificación de sostenibilidad creada en 2002 cuya línea de actuación incluye la elaboración de ratings de sostenibilidad e índices, la proporción de datos climáticos y el desarrollo de certificados de finanzas sostenibles. El Vigeo Eiris Sustainability Rating proporciona una visión a largo plazo de la resiliencia y crecimiento de la empresa, su exposición y gestión al riesgo ASG y el análisis del impacto ambiental y social de sus operaciones y productos.

El objetivo de los informes *Rate the Raters 2019* y *Rate the Raters 2020* es evaluar a las agencias en función de la calidad, es decir, excelencia, solidez y precisión de evaluación, y la utilidad, asignando una calificación de alta (4+5) o de baja (1+2). En el año 2019 se basó en las opiniones de expertos de la financiación sostenible a través de la realización de encuestas, siendo el número de encuestados 319. Los ratings con un mayor número de encuestados que califican la calidad han sido los de las agencias RobecoSAM, CDP y Sustainalytics. El 67% de los 244 encuestados que han calificado a CDP considera su calidad como alta, es decir, más de 163 encuestados. Han calificado 161 encuestados con una calidad alta a RobecoSAM y 120 a Sustainalytics:

Figura 3.1 Encuesta de expertos 2019. Calidad de las calificaciones de ASG

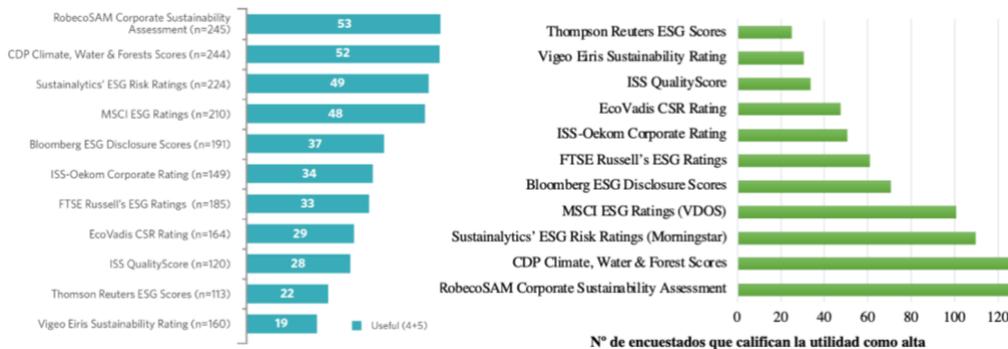


Fuente: *Rate the Raters, 2020*

Fuente: *elaboración propia a partir de Rate the Raters, 2020*

Respecto a la utilidad, el 53% de los 245 encuestados que han calificado a RobecoSAM considera su utilidad como alta, es decir, casi 130 encuestados. Han calificado 126 encuestados con una utilidad alta a CDP y 110 a Sustainalytics:

Figura 3.2 Encuesta de expertos 2019. Utilidad de las calificaciones de ASG

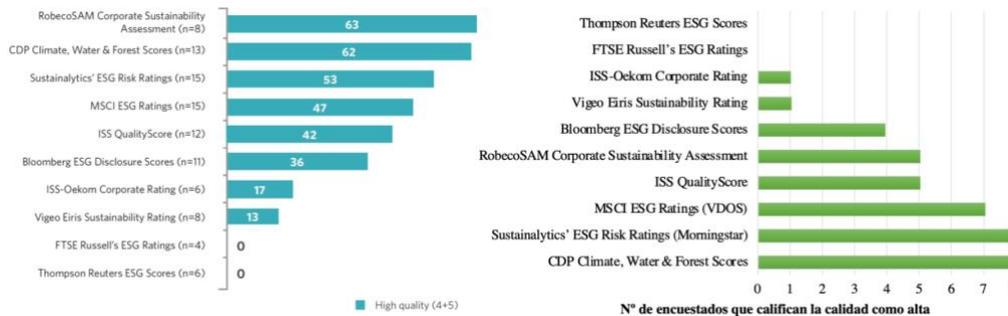


Fuente: Rate the Raters, 2020

Fuente: elaboración propia a partir de Rate the Raters, 2020

El Rate the Raters 2020 se complementa con una encuesta a 25 inversores. Los ratings más relevantes han sido los de Sustainalytics, MSCI y CDP. El 62% de los 13 encuestados que han calificado a CDP considera su calidad como alta, es decir, más de 8 encuestados. Han calificado casi 8 encuestados a Sustainalytics con una calidad alta y 7 a MSCI:

Figura 3.3 Encuesta de inversores 2020. Calidad de las calificaciones ASG

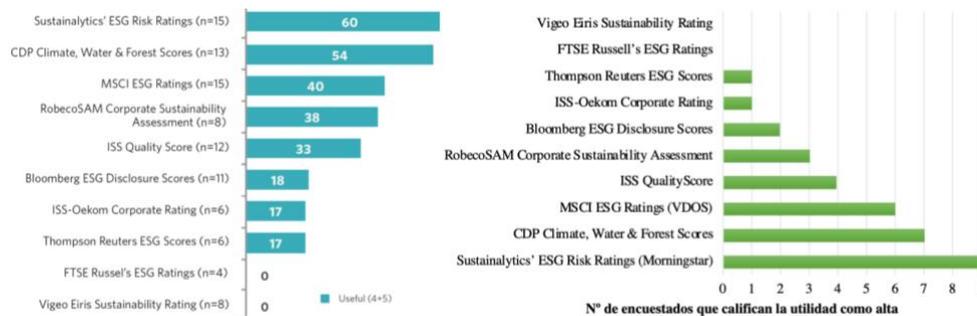


Fuente: Rate the Raters, 2020

Fuente: elaboración propia a partir de Rate the Raters, 2020

El 60% de los 15 encuestados que han calificado a Sustainalytics considera su utilidad como alta, es decir, 9 encuestados. Han calificado 7 encuestados a CDP con una utilidad alta y 6 a MSCI:

Figura 3.4 Encuesta de inversores 2020. Utilidad de las calificaciones de ASG



Fuente: Rate the Raters, 2020

Fuente: elaboración propia a partir de Rate the Raters, 2020

En definitiva, en 2019 las agencias que han sido valoradas con calidad alta por un mayor número de encuestados fueron CPD, RobecoSAM y Sustainalytics. En 2020, CPD, Sustainalytics y MSCI. Por otro lado, las agencias valoradas con utilidad alta por un mayor número de encuestados fueron en 2019 RobecoSAM, CPD y Sustainalytics, y en 2020, Sustainalytics, CPD y MSCI.

### 3.1.2. Evaluación de calificaciones de fondos: MSCI y Morningstar

Las agencias de calificación, además de medir la sostenibilidad de empresas mediante la elaboración de ratings, determinan el desempeño ASG de los fondos de inversión. Spainsif, asociación de referencia que impulsa la inversión sostenible y responsable en España, se asocia a MSCI y Morningstar para proporcionar información sobre fondos de inversión ASG. El *MSCI ESG Fund Rating*, elaborado por la entidad MSCI, evalúa la resistencia de un fondo a los riesgos y oportunidades ASG a largo plazo, lo que facilita a los inversores medir la sostenibilidad de su cartera de fondos. El proveedor Morningstar realiza desde el año 2016 el *Morningstar Sustainability Rating*, que proporciona a los inversores información medioambiental, social y de gobernanza para facilitar la evaluación de carteras de inversión.

El *MSCI ESG Fund Rating* mide la sostenibilidad del fondo, proporcionando una puntuación de 0-10. Para ello evalúa atributos de carácter ambiental, social y de gobernanza, divididos en tres categorías, que son, el impacto sostenible, la alineación de valores y la exposición a riesgos ASG. La categoría de impacto sostenible determina la exposición del fondo a entidades que cotizan en bolsa y responsables en materia ambiental y social. La alineación de valores facilita la selección de proyectos de inversión que se ajusten a valores éticos, religiosos o políticos de los inversores. La exposición a riesgos ASG mide la resistencia del fondo a los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza. Respecto a esta última, se evalúa al fondo en función de cómo gestione los riesgos, recibiendo las siguientes calificaciones (MSCI ESG Fund Ratings Executive Summary Methodology, 2021):

- Líder. El fondo invierte en entidades que gestionan de manera óptima las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza, minimizando los riesgos. El fondo recibe la insignia de AAA, equivalente en una escala de 0-10 a 8,6-10 o de AA, equivalente a 7,1-8,6.
- Promedio. Se invierte en empresas que muestran una gestión media de los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza. El fondo recibe la insignia de A (5,7-7,1), de BBB (4,3-5,7) o de BB (2,9-4,3).
- Rezagado. Las entidades en las que invierte el fondo son vulnerables a los riesgos ASG ya que no los gestionan correctamente. El fondo recibe la insignia de B (1,4-2,9) o de CCC (0-1,4).

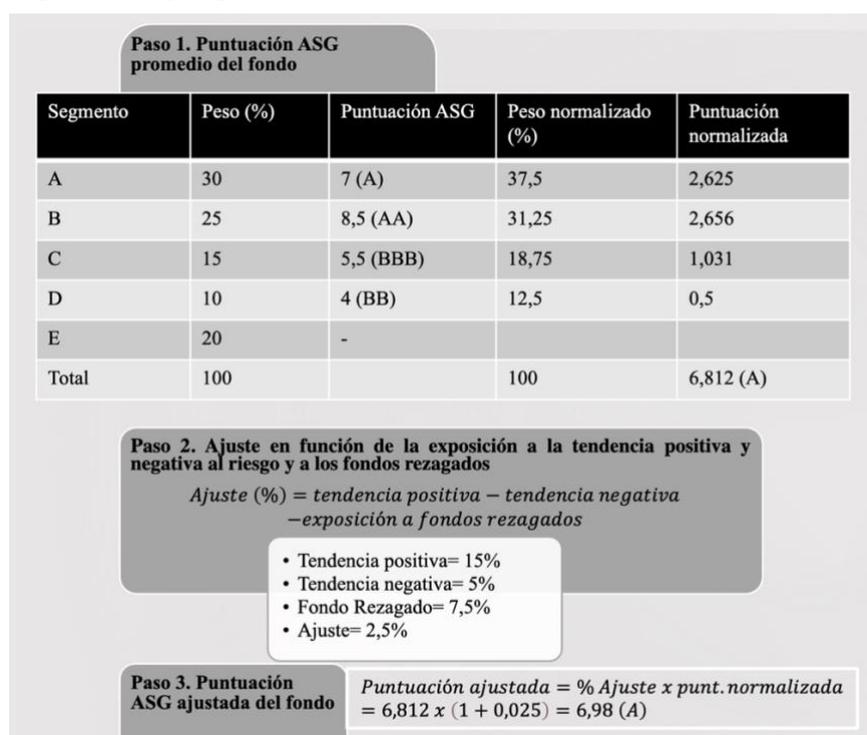
Figura 3.5 Insignia de calificaciones de fondos



Fuente: MSCI ESG Fund Ratings Executive Summary Methodology, 2021

Para asignar la puntuación del nivel de calidad ASG del fondo, y su insignia equivalente, se han de seguir tres pasos. El primero es calcular la puntuación ASG promedio del fondo a partir de la puntuación ASG de cada participación subyacente. En el ejemplo de la figura 3.6, el fondo se divide en cinco segmentos, A, B, C, D y E, con su respectivo peso sobre el total del fondo y su puntuación ASG. Por ejemplo, el B representa el 25% del fondo y tiene una puntuación ASG de 8,5, es decir, recibe la insignia AA. Como el E carece de puntuación ASG, se debe eliminar y normalizar al 100% los pesos de los valores restantes. Ahora el B representará el 31,25% del fondo. Las puntuaciones ASG y las ponderaciones normalizadas se utilizan para calcular la puntuación ASG promedio del fondo, en este caso de 6,812, equivalente a la insignia A. El segundo paso consiste en determinar el porcentaje de ajuste en función de la tendencia positiva y negativa del fondo y su exposición a los fondos ASG rezagados. Por ejemplo, si tiene una tendencia positiva del 15%, negativa del 5% y una exposición a fondos rezagados del 7,5%, el porcentaje de ajuste será el 2,5%. El último paso, se refiere al ajuste de la puntuación ASG promedio del fondo previamente calculada. Como el ajuste es positivo la puntuación ASG ajustada del fondo será de 6,98, equivalente a la insignia A (MSCI ESG Fund Ratings Executive Summary Methodology, 2021):

Figura 3.6 Ejemplo de evaluación nivel de calidad ASG del fondo de MSCI

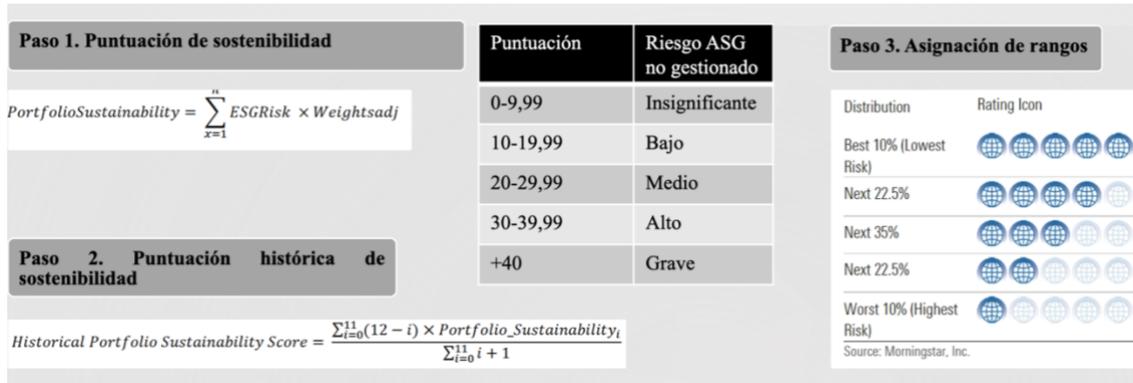


Fuente: elaboración propia a partir del MSCI ESG Fund Ratings Executive Summary Methodology, 2021

El Rating de Sostenibilidad Morningstar evalúa los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza de un fondo de inversión a partir de los datos que proporciona el proveedor de ratings y análisis de información ASG Sustainalytics. La metodología de calificación de sostenibilidad consiste en tres pasos. En el primero se realiza la puntuación de sostenibilidad, es decir, se determina el promedio ponderado por activos de la calificación de riesgo ASG. Con esta calificación se evalúa la exposición al riesgo ASG no gestionado, proporcionando una puntuación de 0 a 100 que se asocia a un riesgo insignificante, bajo,

medio, alto o grave. A continuación, a partir de la puntuación de sostenibilidad calculada se determina la puntuación histórica de sostenibilidad de un fondo de inversión. Se trata de un promedio ponderado de los últimos 12 meses de las puntuaciones de sostenibilidad, otorgando una ponderación mayor a las carteras más recientes. Por último, se asignan rangos de categoría y rangos porcentuales en función de la puntuación histórica calculada. Cuanto menor sea el riesgo no gestionado, se otorgarán más iconos de calificación (Morningstar Sustainability Rating Methodology, 2019):

Figura 3.7 Metodología de calificación de sostenibilidad de Morningstar



Fuente: elaboración propia a partir Morningstar Sustainability Rating Methodology, 2019

### 3.2. ÍNDICES BURSÁTILES DE SOSTENIBILIDAD

Los índices bursátiles de sostenibilidad evalúan la sostenibilidad de las empresas mediante el análisis de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, incluyendo aquellas empresas con un mejor desempeño. Existen múltiples entidades que elaboran índices bursátiles de sostenibilidad, entre las que destacan la familia de índices *Dow Jones Sustainability Indices* (DJSI) y la de *FTSE4Good Index Series*. El DJSI se desarrolló en el año 1999 tras la colaboración de las compañías RobecoSAM y Standard and Poor's (S&P) Dow Jones Indexes y mide el desempeño de las empresas en base a criterios ambientales, sociales y de gobernanza. El FTSE4Good se creó en el año 2001 tras la asociación del grupo empresarial FTSE Russell y la Bolsa de Londres. Sus criterios para evaluar la sostenibilidad de las empresas están alineados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. Además de estas dos series de índices, existen otras, como son:

- *MSCI Global ESG Indexes*. La entidad estadounidense Morgan Stanley Capital Internacional, conocida como MSCI, se fundó en 1969 y asesora a inversores a la toma de decisiones y proporciona también información en materia de sostenibilidad. El primer índice perteneciente a la familia MSCI Global ESG Indexes se creó en 1990, conocido como Domini 400 Social Index. En 2020 su nombre pasó a ser MSCI KLD 400 Social Index. Su serie de índices se divide en tres categorías, que son, integración, valores e impacto. Dentro de la categoría de integración se incluyen los índices ESG Leaders, ESG Focus, ESG Universal, Low Carbon y Climate Change. La categoría de valores comprende los índices SRI, KLD 400 Social, ESG Screened, Ex Controversial Weapons, Ex Tobacco Involvement, Ex Fossil Fuel y Faith Based. La categoría de impacto recoge los índices Sustainable Impact, Global Environment y Women's Leadership.
- *ISS-Oekom Sustainability Solutions Assessment*. ISS-Oekom es una entidad fundada en 2018 tras la adquisición de Oekom por parte de ISS. El método de

evaluación ISS-Oekom Sustainability Solutions Assesment consiste en identificar aquellas empresas cuyo impacto contribuya a la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU y que respondan a desafíos como el cambio climático y la responsabilidad social.

- *Calvert Indexes*. Calvert Investment Management es una entidad estadounidense fundada en el año 1976 y especializada en incorporar criterios ASG en el análisis financiero. Calvert impulsa las mejoras de tipo social, como oponerse al *apartheid* en 1982 mediante su Fondo de Inversión Social y crear la Fundación de Inversión Social en 1988 para invertir en comunidades desatendidas. Su familia de índices incluye empresas que contribuyen a la consecución de la sostenibilidad y en concreto de las mejoras de tipo social. Entre ellos destaca el Calvert Social Index, desarrollado en el año 2000, que posteriormente pasó a llamarse Calvert US Large-Cap Core Responsible Index.
- *Vigeo Eiris ESG Indices*. Vigeo Eiris, fundada en 2002, es una entidad especialista en proporcionar información acerca de finanzas sostenibles, que también elabora índices bursátiles de sostenibilidad. Destaca la serie de Euronext Vigeo Eiris Indices, que evalúa la sostenibilidad de las empresas mediante el desempeño frente a riesgos ASG. Está compuesta por los índices Euronext V.E World 120, Euronext V.E Europe 120, Euronext V.E Eurozone 120, Euronext V.E EM 70, Euronext V.E US 50, Euronext V.E France 20, Euronext V.E United Kingdom 20 y Euronext V.E Benelux 20. Otro índice relevante es el CAC 40 Governance Index, que se especializa en el factor de buen gobierno.
- *Ethibel Sustainability Indices (ESI)*. Forum Ethibel es una consultora independiente fundada en el año 1991 con el objetivo de promover la responsabilidad social corporativa y la inversión socialmente responsable. Entre sus índices destacan el ESI Excellence Global, que mide la sostenibilidad de las empresas a nivel mundial, y el ESI Excellence Europe, a nivel europeo. Para elaborarlos, colabora con el desarrollador de índices Solactive.
- *STOXX Global ESG Leaders*. STOXX es una entidad suiza, fundada en 1997 y especializada en la elaboración de índices de sostenibilidad, entre los que destaca el STOXX Global ESG Leaders. Se basa en el análisis de la sostenibilidad de las empresas a nivel mundial, mediante datos ASG facilitados por el proveedor Sustainalytics. Está compuesto, a su vez, por los subíndices STOXX Global ESG Environmental Leaders, STOXX Global ESG Social Leaders y STOXX Global ESG Governance Leaders.

A continuación, se presentan las familias de índices Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) y FTSE4Good Index Series. Se describe el origen y las características principales de ambos, profundizando en los índices y subíndices que componen las familias de índices. Asimismo, se analiza la metodología seguida para su elaboración y los resultados del Dow Jones Sustainability World Index y del FTSE All-World.

### **3.2.1. Dow Jones Sustainability Indices**

Dow Jones Sustainability Index, conocido como DSJI, es uno de los 130.000 índices que pertenecen a la compañía estadounidense Standard and Poor's (S&P). Fue fundada en el año 1882 por los economistas y periodistas Edward Jones y Charles Dow, quien además creó el índice en 1896. Tras más de ciento veinte años de historia, además de asesorar a inversores en la toma de decisiones financieras, han destacado por ser una empresa

innovadora. Una de sus estrategias de innovación es la sostenibilidad y la elaboración de índices que incorporen los criterios de la Inversión ASG, es decir, ambientales, sociales y de gobernanza. S&P Dow Jones Indexes es uno de los tres fundadores del DSJI. El segundo es la entidad RobecoSAM, especializada en la gestión de carteras. Se fundó en el año 1929 y desde entonces ha destacado por su apuesta por la inversión sostenible y el diseño de procesos innovadores. En el año 1999 ambas compañías se unen y crean el Dow Jones Sustainability Index. Dos años más tarde se suma la empresa suiza STOXX Limited, un proveedor de índices que proporciona información de interés a inversores de Europa, América y Asia (Davó, 2010).

Los índices de sostenibilidad de Dow Jones (DJSI) miden el desempeño de las empresas en base a criterios ambientales, sociales y de gobernanza, lo que permite seleccionar las empresas más sostenibles de cada industria. Las empresas seleccionadas se engloban en sectores o grupos de industria, como productos domésticos y personales, transporte, bienes de equipo, alimentos, bebidas y tabaco, bancos, venta al por menor, energía y servicios. Los índices DJSI son una familia de índices que se desglosa geográficamente, existiendo tres grandes índices que a su vez incluyen subíndices. Así, el índice DJSI World se divide en los subíndices Dow Jones Sustainability World, Dow Jones Sustainability World Enlarged y Dow Jones Sustainability Emerging Markets. El índice DJSI Regions se subdivide en Dow Jones Sustainability Asia/Pacific, Dow Jones Sustainability Europe y Dow Jones Sustainability North America. El DJSI Countries se compone de los subíndices Dow Jones Sustainability Australia, Dow Jones Sustainability Korea, Dow Jones Sustainability Korea Capped 25% y Dow Jones Sustainability Chile. La selección de las empresas que componen cualquier índice de la familia DJSI se lleva a cabo mediante la Evaluación de Sostenibilidad Corporativa (CSA) que realiza anualmente desde 1999 la entidad RobecoSAM. La metodología del CSA comienza con determinar el llamado “universo invitado”, es decir, aquellas empresas que serán invitadas a formar parte del proceso. Se incluyen a las entidades más grandes dentro del índice de capitalización de mercado ponderado S&P Global Broad Market Index (BMI). El universo invitado varía entre los índices y subíndices de la familia de DJSI (Dow Jones Sustainability Indices Methodology, 2021):

- En los índices DJSI World y DJSI World Enlarged se incluyen las 2.500 empresas más grandes.
- En el DJSI Emerging Markets, las 800 entidades más grandes pertenecientes a mercados emergentes.
- En los DJSI Asia/Pacific y DJSI Europe, las 600 empresas más grandes que operan en los mercados europeos asiáticos y europeos, respectivamente.
- En el DJSI North America, las 600 entidades estadounidenses y canadienses de mayor dimensión.
- En los DJSI Australia y DJSI Korea, las 200 empresas australianas y surcoreanas más grandes.

A continuación, RobecoSAM envía un cuestionario de unas 100 preguntas a las empresas del universo invitado, con 61 versiones para adaptarse a cada industria. Algunas lo complimentan mientras que otras deciden no hacerlo y en ese caso es la entidad RobecoSAM, mediante información pública, la que se encarga de responder. Basándose en el cuestionario CSA, el universo paralelo se transforma en el "universo evaluado", que incluye aquellas empresas sobre las que se calculará la puntuación ASG. Una vez calculada, se descartan aquellas empresas con una puntuación inferior al 45% de la

puntuación de la entidad mejor puntuada y las restantes componen el “universo elegible”, a partir del cual se seleccionan los componentes de los índices DJSI (Dow Jones Sustainability Indices Methodology, 2021). La puntuación ASG se determina con el S&P Global ESG Score, que evalúa la sostenibilidad de las empresas en función de tres dimensiones, que son la social, la ambiental y la económica y de gobernanza. Se realiza un promedio 23 puntuaciones de criterios, siendo algunos ejemplos (S&P Global, 2020):

Figura 3.8 Criterios de evaluación del S&P Global ESG Score

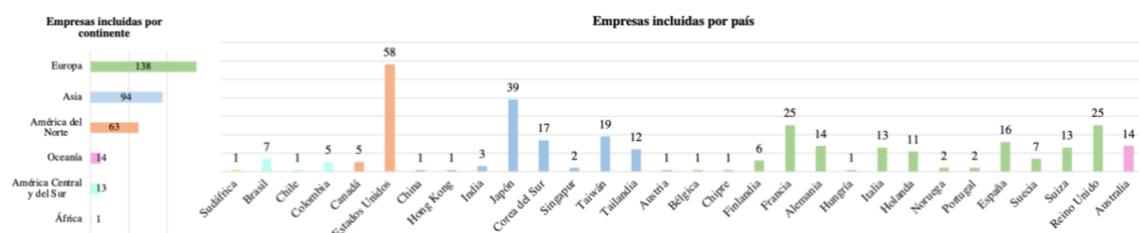
Criterios sociales	Criterios ambientales	Criterios económicos y de gobernanza
<ul style="list-style-type: none"> <li>Inclusión financiera.</li> <li>Desarrollo de capital humano.</li> <li>Cumplimiento de derechos humanos y laborales.</li> <li>Prácticas laborales respetuosas con los trabajadores.</li> <li>Impacto local de las actividades comerciales y de producción.</li> <li>Integración y regeneración social.</li> <li>Atracción y retención de talentos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preservación de la biodiversidad.</li> <li>Gestión medioambiental.</li> <li>Generación eléctrica y otras fuentes de energía renovables.</li> <li>Abastecimiento de productos y materias primas.</li> <li>Conservación y eficiencia de recursos.</li> <li>Prácticas forestales sostenibles.</li> <li>Gestión de riesgos relacionados con el agua.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gobierno Corporativo.</li> <li>Gestión de la innovación y de la calidad del producto del producto.</li> <li>Política de gestión de riesgos.</li> <li>Finanzas sostenibles.</li> <li>Estrategia fiscal y prevención de la corrupción.</li> <li>Códigos de conducta empresarial.</li> <li>Protección de privacidad y seguridad de la información.</li> </ul>

Fuente: elaboración propia a partir de S&P Global, 2020

RobecoSAM monitorea a diario la gestión de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza y el incumplimiento de los estándares internacionales, lo que podría suponer impactos financieros negativos y perjudicar la reputación de una empresa. Para ello recurre al proveedor RepRisk, una entidad especialista en análisis y gestión de riesgos ASG, para que actúe de verificador de las actividades que realizan las empresas que componen los índices. En los casos en que se presenten riesgos, como delitos de fraude y corrupción, vulneración de derechos humanos y laborales y desastres ambientales, RobecoSAM publica un informe denominado Media and Stakeholder Analysis (MSA). A continuación, se evalúa el impacto de los componentes señalados, para determinar si una empresa debe dejar de formar parte del índice. En ese caso, no podrá volver a incorporarse al índice durante un año completo (Dow Jones Sustainability Indices Methodology, 2021).

El Dow Jones Sustainability World Index 2020 está compuesto por 323 empresas, pertenecientes a diferentes regiones, continentes y países. Un total de 138 empresas son europeas, siendo Francia y Reino Unido los países con un mayor número de entidades incluidas en el índice, como *Carrefour* y *AstraZeneca*. El índice recoge a 94 empresas asiáticas, 39 de ellas japonesas, como *Honda Motor*. La tercera región más representada es América del Norte y especialmente Estados Unidos, el país con más empresas incluidas, un total de 58, como *Microsoft Corporation*. Asimismo, el índice recoge 14 empresas australianas, 13 entre Brasil, Chile y Colombia y una de Sudáfrica (DJSI Components, 2020):

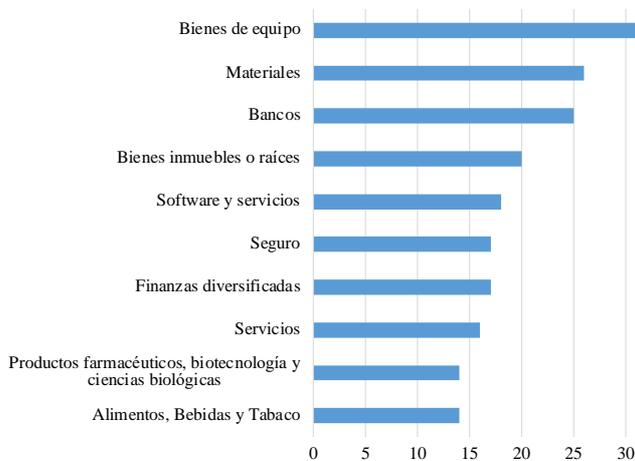
Figura 3.9 Empresas incluidas en DJSI World Index por regiones (2020)



Fuente: elaboración propia a partir de DJSI Components, 2020

Además de por países y regiones, el Dow Jones Sustainability World Index divide a las empresas incluidas en sectores o grupos de industria. En el año 2020 los sectores fueron: productos domésticos y personales, venta al por menor de alimentos y productos básicos, medios y entretenimiento, servicio al consumidor, semiconductores y equipos semiconductores, automóviles y componentes, servicios comerciales y profesionales, servicios de telecomunicación, ropa y bienes de consumo duraderos, transporte, venta al por menor, energía, hardware y equipo de tecnología, equipos y servicios para el cuidado de la salud, alimentos, bebidas y tabaco, productos farmacéuticos, biotecnología y ciencias biológicas, servicios, finanzas diversificadas, seguros, software y servicios, bienes inmuebles o raíces, bancos, materiales y bienes de equipo. Los sectores más representados en el índice han sido bienes de equipo, con 33 empresas, materiales, con 26, bancos, con 25, y bienes inmuebles o raíces, con 20 (DJSI Components, 2020):

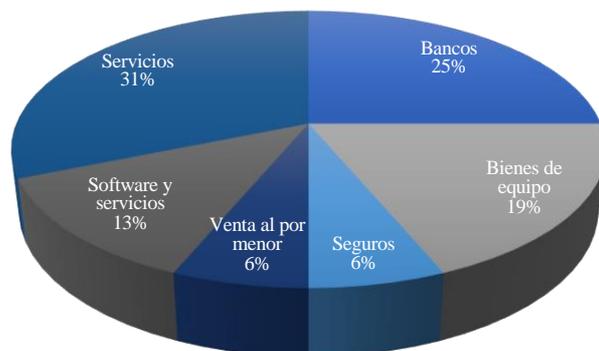
Figura 3.10 Empresas incluidas en DJSI World Index por grupos de industria (2020)



Fuente: elaboración propia a partir de DJSI Components, 2020

Un total de 16 empresas españolas se incluyeron en el Dow Jones Sustainability World Index 2020. El 31% de ellas pertenecen al grupo de industria de servicios, que son, *Enagás*, *Endesa*, *Iberdrola*, *Naturgy* y *Red Eléctrica Corporación*. El 25% al sector bancario, que son, *BBVA*, *Santander*, *Bankinter* y *CaixaBank*. El 19% de las empresas pertenecen al grupo de industria de bienes de equipo, *ACS Actividades de Construcción y Servicios*, *Ferrovial* y *Siemens Gamesa Renewable Energy*. El 13% son empresas de software y servicios, *Amadeus IT Group* e *Indra Sistemas*. Las dos empresas restantes son *Mapfre*, del grupo de industria seguros e *Industria de Diseño Textil*, del de venta al por menor (DJSI Components, 2020):

Figura 3.11 Empresas españolas incluidas en DJSI World Index por sectores (2020)



Fuente: elaboración propia a partir de DJSI Components, 2020

En 2021, las diez primeras posiciones de empresas componentes del índice corresponden al 32,4% de la capitalización de mercado total del índice, siendo el constituyente más grande *Microsoft Corp* con un peso del 9,8%. El resto de las empresas, que pertenecen a los sectores tecnologías de la información, cuidado de la salud o productos básicos de consumo, son *Taiwan Semiconductor Manufacturing, Unitedhealth Group, Nestlé, ASML Holding, Adobe, Salesforce, Roche Hids, Cisco Systems* y *Abbott Laboratories* (DJSI World Index Equity, 2021). Las empresas tienen como promedio un tamaño de 44.269 millones de USD, si bien hay grandes diferencias entre ellas, ya que la más grande tiene un tamaño de 2.118.595 millones de USD y la más pequeña de 16.838 millones de USD. El índice DJSI World Index tuvo en 2021 una rentabilidad por dividendo del 2,25% y una ratio rentabilidad-riesgo de 0,81 a tres años y 1,05 a cinco:

Figura 3.12 Datos de tipo financiero del índice DJSI World Index (2021)

Características del índice		Dow Jones Sustainability World Index
Peso 10 constituyentes principales (%)		32,4
Peso del constituyente más grande (%)		9,8
Tamaños constituyentes (millones de USD)	Promedio	44.269
	Más grande	2.118.598
	Más pequeño	1.143
	Mediano	16.838
Rentabilidad por dividendo (%)		2,25
Relación rentabilidad y riesgo	3 años	0,81
	5 años	1,05

*Fuente: elaboración propia a partir de DJSI World Index Equity, 30 de septiembre de 2021*

### 3.2.2. FTSE4Good Index Series

En el año 2001 se desarrolló la serie de índices FTSE4Good mediante una colaboración del grupo empresarial FTSE Russell y la Bolsa de Londres. En sus veinte años de historia, los índices FTSE4Good se han caracterizado por analizar de manera exhaustiva el desempeño de las empresas en materia de sostenibilidad. Siguen procesos innovadores con el fin de adecuarse a la evolución del sector financiero. Cuentan con un grupo de asesores externos compuesto por inversores, entidades de iniciativa social y humanitaria, empresas y expertos académicos. La metodología de construcción de la serie de índices FTSE4Good sigue tres pasos. En primer lugar, se han de seleccionar a las empresas participantes en función de cómo responden a los riesgos ASG, para que se incluyan únicamente aquellas que los gestionen correctamente. Tras evaluar a las empresas se asigna una calificación ASG sobre 5. En mercados desarrollados, se incluirán aquellas empresas con una calificación de al menos 3,3 y se eliminarán las que tengan una puntuación inferior a 2,9. En mercados emergentes, el umbral es más bajo, ya que para que se incluyan las empresas han de tener una calificación ASG de al menos 2,9 y se eliminarán las que tengan una calificación inferior a 2,4. El segundo paso consiste aplicar criterios de exclusión, es decir, eliminar aquellas empresas implicadas en negocios controvertidos, siendo algunos ejemplos la industria de las armas químicas, biológicas y

nucleares, del tabaco y de la producción de carbón. El último paso consiste en la publicación y posterior revisión, semestralmente en junio y diciembre, de la serie de índices FTSE4Good. Antes de eliminar a una empresa, en caso de que su calificación ASG no supere el umbral mínimo, esta cuenta con 12 meses para mejorar sus prácticas corporativas (FTSE4Good Index overview, 2020). Esta familia de índices, una de las primeras en crearse, tiene el objetivo principal de evaluar a las empresas participantes en función de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno. Estos criterios, un total de catorce divididos en tres dimensiones, están alineados con los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. Por ejemplo, dentro de la dimensión medioambiental, el criterio de biodiversidad se relaciona con los ODS 14 “Vida submarina” y ODS 15 “Vida de ecosistemas terrestres”. Otros ejemplos son el ODS 13 “Acción por el clima” con el criterio de cambio climático y el ODS 6 “Agua limpia y saneamiento” con el de seguridad hídrica. En la dimensión social se identifican el criterio de seguridad y salud con el ODS 3 “Salud y bienestar” y el de legislación laboral con el ODS 8 “Trabajo decente y crecimiento económico”. En la dimensión de gobernanza se asocian el ODS 5 “Igualdad de género” y el ODS 10 “Reducción de desigualdades” con el criterio de gobierno corporativo (FTSE4Good Index overview, 2020):

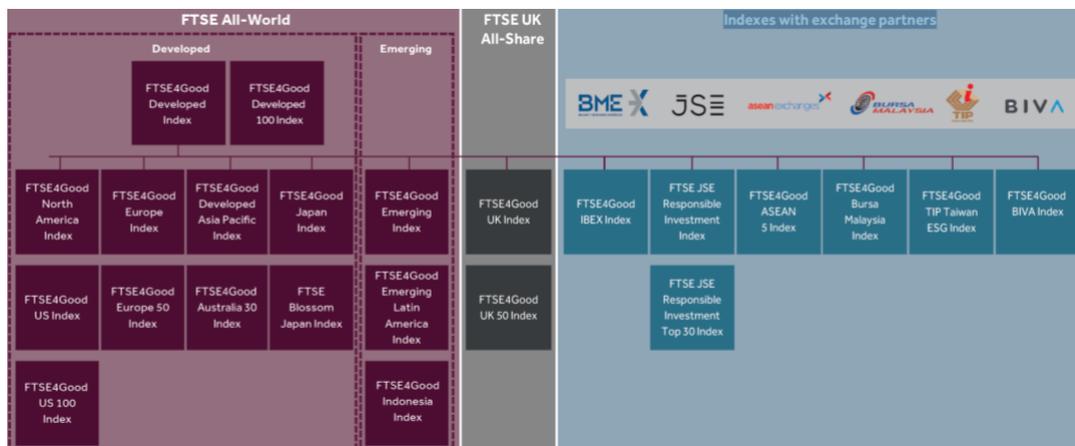
Figura 3.13 Criterios evaluados en los FTSE4Good Index Series

Dimensión Medioambiental	Dimensión Social	Dimensión de Gobernanza
Biodiversidad	Responsabilidad del cliente	Anti corrupción
Cambio climático	Seguridad y salud	Gobierno Corporativo
Contaminación y recursos	Derechos humanos	Gestión de riesgos
Cadena de suministro	Legislación laboral	Transparencia fiscal
Seguridad hídrica	Cadena de suministro	

Fuente: elaboración propia a partir de FTSE4Good Index overview, 2020

La familia de índices FTSE4Good Index Series se deriva de FTSE Global Equity Index Series y se divide en tres grandes grupos, que son, a nivel global (FTSE All-World), especializados en el Reino Unido (FTSE UK All-Share) y en colaboración con otras entidades (Indexes with exchange partners). El FTSE All-World se divide a su vez en países desarrollados, representados en el FTSE4Good Developed Index, y emergentes, en el FTSE4Good Emerging Index. Existen otros índices, como por ejemplo el FTSE4Good Europe Index y el FTSE4Good Emerging Latin America Index, que se especializan en las empresas europeas y latinoamericanas respectivamente:

Figura 3.14 Familia de índices FTSE4Good Index Series



Fuente: FTSE4Good Index overview, 2020

De los índices elaborados en colaboración con otras entidades, el más relevante para las empresas españolas es el FTSE4Good IBEX Index, creado en 2008 por FTSE Russell y Bolsas y Mercados Españoles (BME). Se recogen aquellas entidades del índice IBEX 35 de BME y del índice FTSE España All Cap, seleccionando las líderes en sostenibilidad y que gestionen óptimamente los riesgos ASG (Bolsa de Madrid, 2021). Las empresas que componen el índice pertenecen a diferentes sectores, como el energético, bancario y turístico, y son las siguientes:

Figura 3.15 Empresas componentes del FTSE4Good IBEX Index (2021)

ArcelorMittal	Enagás	Fluidra	Meliá Hotels	Red Eléctrica
Banco de Sabadell	ENCE	Iberdrola	Naturgy Energy	Repsol
Bankinter	Ercros	Inditex	OHL	Santander
BBVA	FCC	Mapfre	Promotora Informaciones	Siemens Gamesa
CaixaBank	Ferrovial	Mediaset	Prosegur	Telefónica

Fuente: elaboración propia a partir de Investing.com, 28 de septiembre de 2021

El índice FTSE4Good Developed tiene una capitalización bursátil 2021 de 37.824.123 millones de USD mientras que el FTSE4Good Emerging de 3.702.338. Las diez primeras posiciones de empresas componentes del índice corresponden al 23,21% de la capitalización de mercado total del índice FTSE4Good Developed y del 29,51% del FTSE4Good Emerging. En el FTSE4Good Developed las empresas constituyentes tienen como promedio un tamaño de 36.265 millones de USD mientras que en el FTSE4Good Emerging de 6.647 millones de USD. El índice FTSE4Good Developed cuenta con una rentabilidad por dividendo del 1,80% y una ratio rentabilidad-riesgo de 0,9 a tres años y 1,1 a cinco mientras que el FTSE4Good Emerging una rentabilidad por dividendo del 2,44% y ratio rentabilidad-riesgo a tres y cinco años de de 0,6:

Figura 3.16 Datos de tipo financiero de los índices FTSE4Good (2021)

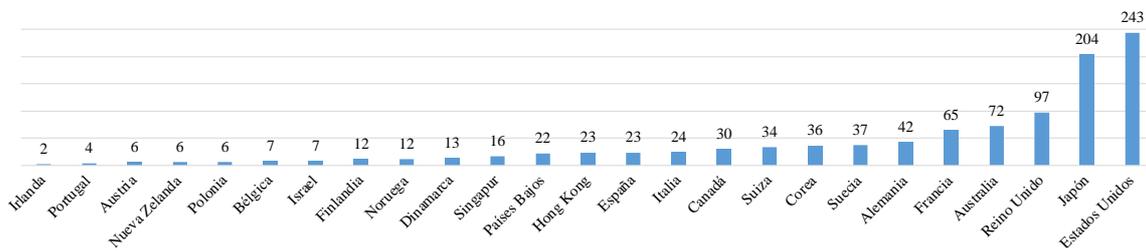
Características del índice	FTSE4Good Developed	FTSE4Good Emerging
Capitalización bursátil (millones de USD)	37.824.123	3.702.338
Peso 10 constituyentes principales (%)	23,21	29,51
Peso del constituyente más grande (%)	6,30	14,36
Tamaños constituyentes (millones de USD)	Promedio	36.265
	Más grande	2.381.080
	Más pequeño	230
	Mediano	11.939
Rentabilidad por dividendo (%)	1,80	2,44
Relación rentabilidad y riesgo	3 años	0,9
	5 años	1,1

Fuente: elaboración propia a partir de FTSE Russell Factsheet, 31 de agosto de 2021

El índice FTSE4Good Developed se compone de las 1.043 empresas más sostenibles pertenecientes a mercados desarrollados. El país con un mayor número de entidades incluidas es Estados Unidos, con un total de 243. Además, de las primeras diez posiciones del índice, nueve de ellas son estadounidenses, que son, *Apple*, *Microsoft*, *Alphabet Class A*, *Alphabet Class C*, *Nvidia*, *Johnson & Johnson*, *Visa*, *Home Depot* y *Procter & Gamble*. La otra empresa es la entidad suiza *Nestlé* (FTSE Russell Factsheet, 2021). El

segundo país con un mayor número de empresas incluidas en el índice es Japón, con 204, seguido de Reino Unido con 97. España cuenta con 23 empresas incluidas:

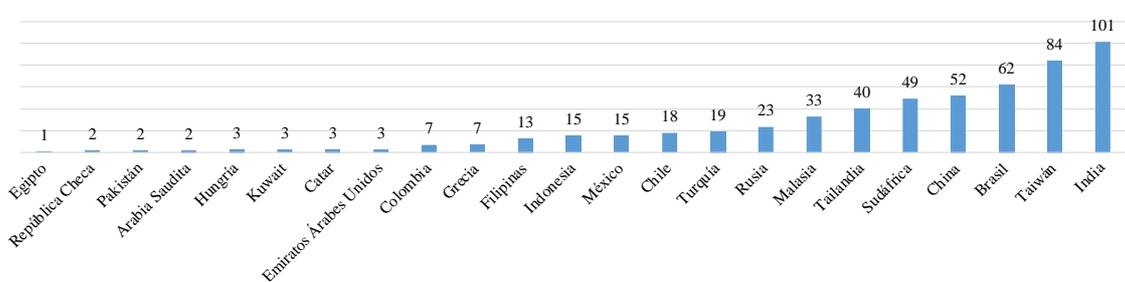
Figura 3.17 Empresas incluidas por país en el FTSE4Good Developed Index (2021)



Fuente: elaboración propia a partir de FTSE Russell Factsheet, 31 de agosto de 2021

El índice FTSE4Good Emerging se compone de las 557 empresas más sostenibles pertenecientes a mercados emergentes. El país con un mayor número de entidades incluidas es India, con un total de 101, seguido de Taiwán, con 84, Brasil, con 62 y China, con 52 (FTSE Russell Factsheet, 2021):

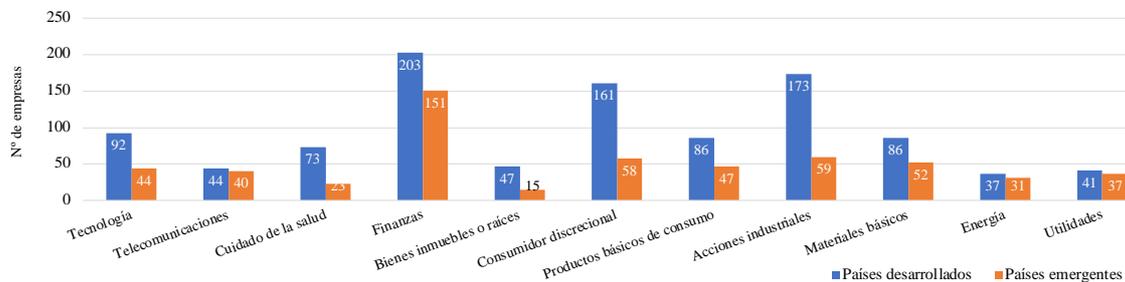
Figura 3.18 Empresas incluidas por país en el FTSE4Good Emerging Index (2021)



Fuente: elaboración propia a partir de FTSE Russell Factsheet, 31 de agosto de 2021

Además de por país, las empresas incluidas tanto en el índice FTSE4Good Developed como en el FTSE4Good Emerging se clasifican en función del sector al que pertenezcan. El estándar global para el análisis de sectores e industrias se conoce como Industry Classification Benchmark (ICB). Las industrias con un mayor número de empresas son la de finanzas, con 203 en el FTSE4Good Developed y 151 en el FTSE4Good Emerging, la de acciones industriales, con 173 y 59, y la de consumidor discrecional, es decir, producción de bienes no esenciales, con 161 y 58 (FTSE Russell Factsheet, 2021):

Figura 3.19 Desglose de la industria en los índices FTSE4Good (2021)



Fuente: elaboración propia a partir de FTSE Russell Factsheet 31 de agosto de 2021

En definitiva, los indicadores de sostenibilidad financiera que permiten identificar qué empresas y fondos de inversión son realmente sostenibles son los ratings y los índices bursátiles de sostenibilidad, siendo las familias Dow Jones Sustainability Indices y FTSE4Good Index Series las más relevantes por su prestigio.

## 4. CONCLUSIONES

La Financiación Sostenible surgió con el objetivo de orientar las finanzas hacia proyectos de inversión y financiación responsables socialmente y con el medio ambiente. En la toma de decisiones además de los criterios de riesgo, rentabilidad y liquidez, se incorporan factores ambientales (A), sociales (S) y de gobernanza (G), que reciben el nombre de factores ASG. Las finanzas sostenibles se han impulsado con el *Acuerdo de París* y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. Para su desarrollo tuvieron lugar previamente cuatro convenciones, que son la *Primera Cumbre para la Tierra*, el *Protocolo de Montreal*, la *Segunda Cumbre para la Tierra* y el *Protocolo de Kyoto*. En el año 2016 se aprobó el *Acuerdo de París*, con el que se pretendía limitar el calentamiento global a 2°C y fortalecer la capacidad de los países para mitigar el impacto del cambio climático, relevante para las finanzas sostenibles, ya que se plantearon cuestiones financieras y se estableció el compromiso de que los estados industrializados financiaran a los países en desarrollo. Asimismo, para el impulso de las finanzas sostenibles han sido claves los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas, sobre los que se apoya la *Agenda 2030*. Se relacionan con los sectores económico, empresarial y financiero, ya que determinan necesidades universales que han de ser satisfechas por las empresas e instituciones. Su consecución impulsará una ganancia para la sociedad. En 2018 se definió el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles, cuyos objetivos son reorientar el capital privado hacia inversiones responsables, gestionar los riesgos financieros de naturaleza climática y social e impulsar la transparencia y la visión a largo plazo. El Plan recoge que la taxonomía, que clasifica qué actividades se consideran sostenibles, es una medida fundamental para potenciar la financiación sostenible. Con el Pacto Verde Europeo la Unión Europea pretende conseguir la neutralidad climática en 2050, que cabe esperar que sea impulsado por el sector financiero mediante la reorientación del capital a inversiones productivas. La pandemia de COVID-19 ha impulsado los fondos *NextGenerationEU*, dotados de 750.000 millones de euros y destinados a impulsar la digitalización empresarial y la transición ecológica.

Las finanzas sostenibles se clasifican en tres grandes tipologías, que son la Banca Ética, las Microfinanzas y la Inversión Socialmente Responsable (ISR). Engloban inversiones que, a los criterios económicos de riesgo, rentabilidad y liquidez, añaden los medioambientales, sociales y de gobernanza. Han surgido productos financieros denominados sostenibles, a partir de la creciente preocupación por la sostenibilidad, siendo los fondos de inversión, bonos y préstamos sostenibles los que han tenido un mayor crecimiento en los últimos años. Los fondos de inversión sostenibles incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza en las decisiones de inversión. La principal diferencia entre los fondos ASG y los de ISR es que los primeros se basan en ratings de sostenibilidad mientras que los segundos incorporan en su política de inversión elementos relativos a la ISR. Los fondos de inversión éticos son aquellos que invierten en entidades socialmente responsables. Los fondos solidarios consisten en la donación de una parte de la comisión de gestión a entidades sin ánimo de lucro. Los bonos sostenibles se clasifican en bonos verdes, sociales, de sostenibilidad y vinculados a sostenibilidad. En España se realizaron emisiones de bonos sostenibles de 15.024 millones de euros el año 2020. Los emisores pertenecen a diferentes sectores, un 50% del volumen de emisiones al bancario, un 27% a administraciones públicas y un 16% al energético, siendo el mayor emisor la Comunidad de Madrid, con un volumen de 2.267 millones de euros. Le siguen *BBVA* y *Caixabank*, emitiendo bonos valorados en 2.000 millones de euros. En el primer semestre de 2021 se ha producido un incremento del 70% en la emisión de bonos sostenibles en España, en relación al primer semestre de 2020. Lo más relevante

ha sido un bono de 1.250 millones de euros emitido por *Repsol*, considerado el primer bono ligado a la sostenibilidad emitido en España. Los préstamos sostenibles se clasifican en préstamos verdes y préstamos vinculados a la sostenibilidad. La crisis sociosanitaria provocada por la COVID-19 ha influido en el volumen emitido de los préstamos sostenibles en el año 2020. A nivel global experimentó una reducción del 22%, de 208.718 a 162.800 millones de euros en tan sólo un año. Por el contrario, en España crecieron un 38%, pasando de 13.045 a 18.002 millones de euros.

Las entidades que impulsan operaciones financieras sostenibles se adaptan a las exigencias de clientes cada vez más concienciados, por lo que cabe esperar que mejoren sus resultados. Existen indicadores, como ratings e índices bursátiles de sostenibilidad, que identifican qué empresas son realmente sostenibles. Los ratings de sostenibilidad evalúan a las empresas en función de criterios ambientales, sociales y de gobernanza y determinan el desempeño ASG de los fondos de inversión. Los elaboran agencias de calificación, a partir de información de bases de datos externas, memorias, informes y encuestas, que transforman en variables cuantificables, asignando una puntuación. Las agencias más relevantes se recogen en los informes *Rate the Raters 2020* y *Rate the Raters 2019*, que evalúan a las agencias en función de su utilidad y su calidad, es decir, excelencia, solidez y precisión de evaluación. Las agencias mejor valoradas han sido CPD, RobecoSAM, Sustainalytics y MSCI. Por su parte, los índices bursátiles de sostenibilidad incluyen aquellas empresas que tienen un buen desempeño ambiental, social y de buen gobierno. Existen múltiples entidades que elaboran índices bursátiles de sostenibilidad, siendo los más relevantes Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) y FTSE4Good Index Series. La familia de índices DJSI permite seleccionar las empresas más sostenibles de cada industria, desglosando el análisis geográficamente mediante los índices DJSI World, DJSI Regions y DJSI Countries. El Dow Jones Sustainability World Index 2020 está compuesto por 323 empresas, siendo 138 europeas, 94 asiáticas y 58 estadounidenses. El FTSE4Good Index Series evalúa a las empresas en función de criterios ambientales, sociales y de buen gobierno, alineados con los diecisiete Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU. El índice FTSE All-World se divide en los subíndices FTSE4Good Developed, y FTSE4Good Emerging, compuestos por 1.043 y 557 empresas respectivamente. Tanto la familia de índices DJSI como la serie FTSE4Good dividen a las empresas en sectores o grupos de industria. Los más relevantes han sido bienes de equipo, materiales bancos y bienes inmuebles o raíces, según DJSI, y finanzas, acciones industriales y consumidor discrecional, según FTSE4Good. Respecto a las empresas españolas, se incluyen un total de 16 entidades en el DJSI World Index 2020 y 25 en el FTSE4Good IBEX Index, un índice elaborado desde 2008 por FTSE Russell en colaboración con Bolsas y Mercados Españoles. Las empresas españolas que se incluyen en ambos índices, y que por tanto cabe esperar que sean más sostenibles, son *Bankinter*, *BBVA*, *CaixaBank*, *Santander*, *Enagás*, *Iberdrola*, *Naturgy*, *Red Eléctrica*, *Ferrovial*, *Siemens Gamesa* y *Mapfre*.

En resumen, el desarrollo de las finanzas sostenibles precisa una regulación a nivel institucional que impulse la sostenibilidad, así como también la colaboración de entidades privadas. A partir de ello cabe esperar que las finanzas respondan a desafíos mundiales como el cambio climático y persigan mejoras de tipo social, gracias al desarrollo de productos financieros denominados sostenibles. Los indicadores, como ratings e índices bursátiles de sostenibilidad, permitirán identificar qué empresas y fondos de inversión son realmente sostenibles.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

### 5.1. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aldaz, J., Díaz J. (2017). Situación del Convenio Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático. Resumen de las Cumbres de París, COP 21 y de Marrakech, COP 22. *Revista de salud ambiental*, vol. 17(1), pp. 34-39.
- Bellostas, A. J., López, F. J. (2014). Situación actual de los fondos éticos y solidarios. Una perspectiva comparada. *Boletín económico de ICE*, vol. 3057, pp. 57-69.
- Blanco, F., Gallardo, F. (2018). Los accionistas y la inversión sostenible responsable. *Economistas*, vol. 158, pp. 42-50.
- Calleja, D., Alquézar, J. (2020). Desarrollo Sostenible y competitividad: La visión de la Unión Europea. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, vol. 912, pp. 15-27.
- Caparrós, A. (2007). El informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático. *Ecosistemas*, vol. 16(1), pp. 124-125.
- Caro, V., Puch, F. (2021). Finanzas sostenibles: no son una moda, son un deber. *Instituto iberoamericano de mercados de valores*, vol. 62, pp. 1-11.
- Consejo Académico de Finanzas Sostenibles (2020). Las finanzas sostenibles. Estado de la cuestión y motivaciones para su desarrollo. *Foro Académico De Finanzas Sostenibles*, monografía 1, pp. 1-29.
- Davó, N. (2010). Reflexiones en torno al Dow Jones Sustainability Index. *Universidad Autónoma de Madrid. Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, vol. 2, pp. 193-201.
- Delgado, M., Kataryniuk, I., López, F., Pérez, J. (2021). Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. *Banco de España, Documentos Ocasionales*, vol. 2021, pp. 1-22.
- Domínguez, J., López, J. M. (2020). El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles: la contribución del sector financiero a la lucha contra el cambio climático. *Documentos de Trabajo (IAES, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social)*, vol. 7, pp. 1-91.
- Espar, O. (2019). La industria de la banca como motor de las iniciativas sobre financiación responsable social y medioambientalmente. Breves notas sobre algunas iniciativas como los *Green Loans*, *Sustainability Linked Loans* y los Principios del Ecuador. *La Ley Digital*, vol. 9489, pp. 1-20.
- Espar, O., Herrero, C. (2020). Financiación socialmente responsable y su implementación contractual. Algunas reflexiones. *La Ley Digital*, vol. 3781, pp. 1-13.
- Fernández, A. M. (2020). La gobernanza del plan europeo de recuperación *Next Generation EU*. Una triple red de control intergubernamental para un paquete financiero excepcional. *Club Tocqueville*, vol. 1, pp. 1-6.
- Fernández, M. A., Muñoz, M. J., Escrig, E., Rivera, J. M., Ferrero, I. (2018). Las agencias de calificación de la sostenibilidad, impulsoras de la inversión socialmente responsable. *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 73 (224), pp. 367-385.
- Foro Español De Inversión Sostenible (2019). Plan de Acción de Finanzas Sostenibles. *La ISR en dos minutos*, pp. 1-10.

- Foro Español De Inversión Sostenible (2020). Principios para una recuperación sostenible y resiliente. *La ISR en dos minutos*, pp. 1-6.
- FTSE4Good Index (2020). FTSE4Good Index Series. Pioneering global ESG indexes. *Index overview*, pp. 1-6.
- FTSE4Good Index (2021). FTSE4Good Index Series. *Factsheet*, pp. 1-5.
- Galarraga, I., Mason, P., Markandya, A. (2002). Instrumentos y políticas para la eliminación de productos que dañan la capa de ozono en el marco del Protocolo de Montreal. *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, vol. 49, pp. 54-77.
- Gallardo, D. (2006). El compromiso con el desarrollo sostenible: Principios de Ecuador. *Cuadernos de Economía*, vol. 25(45), pp. 205-222.
- Gilchrist, D., Yu, J., Zhong, R. (2021). The Limits of Green Finance: A Survey of Literature in the Context of Green Bonds and Green Loans. *Sustainability*, vol. 13(478), pp. 1-12.
- González-Páramo, J. M. (2021). Las finanzas sostenibles, entre dos emergencias. *Cuadernos De Información Económica*, vol. 282, pp. 13-25.
- International Capital Market Association (2020). Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds. *The Social Bond Principles*, pp. 1-7.
- Kuznets, S. (1955): Economic growth and income inequality. *American Economic Review*, vol. 45, pp. 1-28.
- Marcos, S. (2019). Finanzas Sostenibles: La Transición a un Nuevo Modelo de Desarrollo Económico. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, vol. 126, pp. 6-8.
- Morningstar (2019). Morningstar Sustainability Rating Methodology. *Morningstar Research*, pp. 1-7.
- MSCI (2020). MSCI ESG Fund Ratings Summary. *MSCI ESG Research LLC*, pp. 1-19.
- Observatorio Español de la Financiación Sostenible. (2021). La Financiación Sostenible en España en 2020. *Informe Anual OFISO*, pp. 1-74.
- Peñarrubia, S., Royo, T. (2021). Proveedores de información ESG. *Instituto Español de Analistas Financieros, Fundación Estudios Financieros*, vol. 60, pp. 171- 184.
- Planton, S. (2013). Glosario. Bases físicas. Contribución del Grupo de trabajo I al Quinto Informe de Evaluación del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático. *IPCC*, pp. 185-204.
- PRI, Principles for Responsible Investment (2019). Principios para la Inversión Responsable, *PRI Association*, pp. 1-12.
- Porter, M., Kramer, M. (2006). Estrategia y sociedad. *Harvard business review*, vol. 84(12), pp. 42-56.
- Rando, E. (2020). El Pacto Verde Europeo como antesala de la Ley Europea del Clima. *Bioderecho. es*, vol. 12, pp. 1-7.
- Roca, J., Padilla, E. (2003). Emisiones atmosféricas y crecimiento económico en España. La curva de Kuznets ambiental y el Protocolo de Kyoto. *Economía industrial*, vol. 351, pp. 73-86.
- Roncella, A., Roncella, L. (2020). Fondos Europeos para una agenda verde, digital y social. *Fundación Civismo*, vol. 14, pp. 1-23.

- Sanahuja, J. A. (2021). Pacto Verde Europeo: el giro ambiental de un actor global. *Anuario CEIPAZ 2020-2021*, pp. 69-95.
- Sanahuja, J. A., Tezanos, S. (2016). Del milenio a la sostenibilidad: retos y perspectivas de la Agenda 2030 para el desarrollo sostenible. *Polít. Soc. (Madr.)*, vol. 54(2), pp. 533-555.
- Souto, R., Morales, P., Espinoza, P., Vargas, P., Marmolejo, C. (2019). Instrumentos de financiación para la edificación eficiente: análisis de bonos e hipotecas verdes. XIII CTV 2019 Proceedings: *XIII International Conference on Virtual City and Territory: Challenges and paradigms of the contemporary city*, vol. 8628, pp. 1-31.
- Spainsif (2018). La Inversión Sostenible y Responsable en España. *Estudio Spainsif 2018*, pp. 1-64.
- Spainsif (2020). La Inversión Sostenible y Responsable en España. *Estudio Spainsif 2020*, pp. 1-92.
- Stern, N. (2006). Stern Review: The economics of climate change. *Cambridge: Cambridge University Press*, vol. 30.
- SustainAbility (2020). Investor Survey and Interview Results. *Rate the Raters 2020*, pp. 1-54.
- S&P Dow Jones Indices (2021). Dow Jones Sustainability Indices Methodology. *S&P Dow Jones Indices: Dow Jones Sustainability Indices Methodology*, pp. 1-31.
- S&P Dow Jones Indices (2021). Dow Jones Sustainability World Index Equity. *S&P Dow Jones Indices*, pp. 1-7.
- S&P Global (2020). S&P Global ESG Scores. *S&P Global Market Intelligence*, pp. 1-8.
- Wiśniewski, M., Zieliński, J. (2019). Green bonds as an innovative sovereign financial instrument. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, vol. 18(1), pp. 83-96.
- Zilio, M. (2012). Curva de Kuznets ambiental: La validez de sus fundamentos en países en desarrollo. *Cuadernos de economía*, vol. 35(97), pp. 43-54.

## 5.2. PÁGINAS WEB CONSULTADAS

- BloombergNEF (2021):  
<https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-breaks-annual-record-despite-covid-19-challenges/> (Consultada el 22 de julio de 2021).
- Basso, A. (2021) *Invertir en Fondos de Inversión*:  
<https://invertirenfondosdeinversion.com/fondos-socialmente-responsables/> (Consultada el 31 de agosto de 2021):
- Bolsa de Madrid (2021):  
<https://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/FTSE4Good.aspx> (Consultada el 28 de septiembre de 2021).
- Bolsas y Mercados Españoles:  
<https://www.bolsasymercados.es/esp/Sostenibilidad/Finanzas-Sostenibles> (Consultada el 22 de marzo de 2021).
- Climate Bonds Initiative (2020):  
<https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (Consultada el 8 de julio de 2021).

Comisión Europea:

[https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_es#next\\_generationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_es#next_generationeu)

(Consultada el 16 de marzo de 2021).

[https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_es](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_es) (Consultada el 30 de marzo de 2021).

Comisión Nacional del Mercado de Valores:

<http://www.cnmv.es/portal/Finanzas-Sostenibles/Plan-accion-CE.aspx> (Consultada el

07 de junio de 2021).

DJSI Components (2020):

[https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSIComponentsWorld\\_2020\\_.pdf](https://portal.csa.spglobal.com/survey/documents/DJSIComponentsWorld_2020_.pdf)

(Consultado el 27 de septiembre de 2021).

Financial Times Adviser (2020):

<https://www.ftadviser.com/investments/2020/10/20/top-10-esg-funds-named-amid-record-year-for-inflows/> (Consultado el 15 de septiembre de 2021).

Foro Español De Inversión Sostenible (2020):

<https://www.spainsif.es/taxonomia/> (Consultada el 16 de marzo de 2021).

Green Finance Portal (2021):

[http://greenfinanceportal.env.go.jp/en/loan/issuance\\_data/market\\_status.html](http://greenfinanceportal.env.go.jp/en/loan/issuance_data/market_status.html)

(Consultada el 22 de julio de 2021).

Hernández, L. A. (2021) *Rankia*:

<https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/4227816-fondos-sostenibles-que-son-donde-invierten-comisiones-cobran> (Consultada el 17 de agosto de 2021).

Herrero, E. (2017) *BBVA*:

<https://www.bbva.com/es/que-son-prestamos-verdes-que-financian/> (Consultada el 13 de junio de 2021).

Investing.com (2021):

<https://es.investing.com/indices/ftse4goodibex-components> (Consultada el 28 de septiembre de 2021).

Jackson, P. *Naciones Unidas*:

<https://www.un.org/es/chronicle/article/de-estocolmo-kyotobreve-historia-del-cambio-climatico> (Consultada el 25 de marzo de 2021).

Loan Market Association (2021):

<https://www.lma.eu.com/about-us> (Consultada el 15 de junio de 2021).

Naciones Unidas:

<https://unfccc.int/es/conferencia-de-las-partes-cop> (Consultada el 29 de marzo de 2021).

<https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/development-agenda/> (Consultada el 10 de mayo de 2021).

<https://www.un.org/es/about-us/universal-declaration-of-human-rights> (Consultada el 16 de mayo de 2021).

Ofiso (2021):

<https://www.ofiso.es/blog/la-emision-de-bonos-sostenibles-gss-en-espana-crece-un-70-hasta-junio-segun-ofiso/> (Consultada el 16 de septiembre de 2021).

Organización Internacional Del Trabajo:

<https://www.ilo.org/global/topics/green-jobs/lang--es/index.htm> (Consultada el 9 de marzo de 2021).

Pacto Mundial Red Española (2015):

<https://www.pactomundial.org/2015/02/10-principios-del-pacto-mundial/> (Consultado el 16 de mayo de 2021).

Parlamento Europeo (2021):

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/29/el-marco-financiero-plurianual>  
(Consultada el 31 de marzo de 2021).

Planelles, M. (2021) *El País*:

<https://elpais.com/clima-y-medio-ambiente/2021-04-08/las-medidas-mas-importantes-de-la-nueva-ley-de-cambio-climatico.html> (Consultado el 14 de mayo de 2021).

Roca, E. (2021) *Rankia*:

<https://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/952310-que-fondo-inversion-como-funciona> (Consultada el 31 de agosto de 2021).

Roca, R. (2021) *El Periódico De La Energía*:

<https://elperiodicodelaenergia.com/los-10-nuevos-mandamientos-de-la-ley-de-cambio-climatico-y-transicion-energetica/> (Consultada el 13 de mayo de 2021).

Spainsif:

<https://www.spainsif.es/preguntas-frecuentes-plataforma/> (Consultada el 26 de agosto de 2021).

### 5.3. LEGISLACIÓN

Unión Europea: Comisión Europea, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan De Acción: Financiar El Desarrollo Sostenible*, 08 marzo 2018, COM(2018) 97 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>  
(Consultada el 11 de mayo de 2021).

Unión Europea: Comisión Europea, *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. El Pacto Verde Europeo*, 11 diciembre 2019, COM(2019) 640 final.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1596443911913&uri=CELEX:52019DC0640#document2> (Consultada el 8 de junio de 2021).