

UNA TAXONOMÍA DE ACTIVIDADES SOSTENIBLES PARA EUROPA

2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Documentos Ocasionales
N.º 2101

Luna Azahara Romo González

UNA TAXONOMÍA DE ACTIVIDADES SOSTENIBLES PARA EUROPA

UNA TAXONOMÍA DE ACTIVIDADES SOSTENIBLES PARA EUROPA^(*)

Luna Azahara Romo González

BANCO DE ESPAÑA

(*) La autora agradece los comentarios de Elena Rodríguez de Codes Elorriaga, Ricardo Gimeno Nogués y Emiliano González Mota, del Departamento de Operaciones del Banco de España, así como de Ana Puente Pérez, Urbano Murillo García y Antonio Juan Mateos Gil, del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Asimismo, agradece el apoyo técnico de María Beiro y de los equipos de Corrección y Traducción del Banco de España. Cualquier error que persista es responsabilidad de la autora.

Documentos Ocasionales. N.º 2101

2021

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2021

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

La taxonomía de actividades económicas sostenibles de la Unión Europea (UE) se ha creado con el objetivo de que se convierta en una normativa transversal para todas las regulaciones europeas actuales y futuras de finanzas sostenibles. Tras haberse propuesto en 2018, en junio de 2020 se publicó finalmente el reglamento que contiene sus principios básicos y sus fundamentos. En este documento se describen las características fundamentales de la taxonomía, su funcionamiento, su influencia sobre el futuro estándar de bono verde europeo y su previsible desarrollo futuro. Además, se reflexiona sobre su importancia para los bancos centrales desde el punto de vista de sus inversiones y sobre su relevancia para la UE y para la financiación sostenible, y se apuntan las ventajas que supone, pero también los retos a los que se enfrenta, para que pueda ser utilizada por empresas e inversores. En última instancia, la aplicación exitosa de la taxonomía europea es clave para que Europa logre sus ambiciosos objetivos climáticos y medioambientales, y para que las generaciones futuras disfruten de un mundo más habitable y sostenible.

Palabras clave: taxonomía, sostenibilidad, cambio climático, regulación, Unión Europea, finanzas sostenibles, bonos verdes, inversión sostenible.

Códigos JEL: Q50, Q54, Q56, Q58, G28.

Abstract

The EU Taxonomy for sustainable activities was created with the goal of becoming a cross-sectional law for all current and future EU regulations on sustainable finance. The initial proposal for an EU Taxonomy was in 2018, and the final regulation, containing its basic principles and foundations, was released in June 2020. In this article I describe the main characteristics of the taxonomy: how it works, its influence on the future EU Green Bond Standard and its foreseeable future development. I also reflect on the importance of the EU Taxonomy for Central Banks from the standpoint of their investments, the relevance of the Taxonomy for the EU and sustainable finance, and the benefits it entails and the challenges it poses if companies and investors are to use it. Ultimately, a successful implementation of the Taxonomy will be key to Europe achieving its ambitious climate and environmental objectives and to future generations enjoying a more sustainable and habitable world.

Keywords: Taxonomy, sustainability, climate change, regulation, European Union, sustainable finance, green bonds, sustainable investment.

JEL classification: Q50, Q54, Q56, Q58, G28.

Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Reglamento de Taxonomía 12

3 *Informe del Grupo Técnico de Expertos* 16

3.1 Objetivo de mitigación en el informe del TEG 16

3.2 Objetivo de adaptación en el informe del TEG 17

3.3 Otros aspectos del informe y la Plataforma de Finanzas Sostenibles 19

4 **Efectos prácticos de la taxonomía. El compromiso de los bancos centrales con los objetivos del Acuerdo de París** 21

5 Conclusiones 23

Recuadro 1 **El estándar de bono verde europeo y su conexión con la taxonomía** 25

Recuadro 2 **Un ejemplo sobre el uso de la taxonomía para valorar una cartera de acciones** 27

Bibliografía 28

1 Introducción

En los últimos años, el sector financiero ha tomado conciencia del importante papel que puede desempeñar en la lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía descarbonizada. En consecuencia, se ha producido un aumento de los flujos de financiación hacia actividades menos contaminantes y, en paralelo, un incremento de las emisiones de activos financieros etiquetados como sostenibles¹. Esta transición ha venido impulsada en ocasiones por el propio mercado y por las iniciativas privadas, y en otros casos ha surgido de la necesidad de adaptarse a las nuevas normativas encaminadas a lograr un sistema financiero más sostenible, siendo clave la adopción del Acuerdo de París en 2015, en el marco de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático de 2015. Un objetivo de este acuerdo, en línea con el central de contener la subida de la temperatura mundial, es el de fomentar la financiación de las inversiones necesarias para respaldar un crecimiento sostenible. Es en este último aspecto en el que el sector financiero tiene un papel protagonista [Marqués y Romo (2018)]. Sin embargo, a pesar del aumento de los flujos financieros, estos no son suficientes aún para cubrir las necesidades de financiación para descarbonizar las economías, ya que se estima que, solo en Europa, son necesarios 260 mm de euros de inversión adicional al año para lograr los objetivos europeos en materia de clima y energía de 2030 [Comisión Europea (2019)]. Esta necesidad aumentará en paralelo a las nuevas ambiciones climáticas europeas, como refleja el reciente acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo para reducir las emisiones en un 55 % para 2030, frente a los niveles de 1990, superior al objetivo de reducción de un 40 % anterior.

Uno de los motivos más frecuentemente esgrimidos para esta falta de financiación ha sido la ausencia de definiciones comúnmente aceptadas sobre qué proyectos y activos financieros pueden ser considerados sostenibles [GFSG (2016)]. Efectivamente, una taxonomía² sostenible, consensuada y transparente supone muchas ventajas para los inversores [OCDE (2020)]. En primer lugar, permite mejorar la integridad del mercado al reducir el riesgo de *greenwashing* (blanqueo ecológico o ecopostureo)³, es decir, reduce el riesgo de invertir en activos financieros dudosamente sostenibles o la competencia desleal de emisores que aseguran ser sostenibles sin serlo realmente. Por otro, aporta claridad al mercado, lo que reduce los costes de investigación y diligencia de los inversores y mejora el proceso de descubrimiento de precios. Además, una taxonomía común supone una oportunidad para los inversores de señalar el alineamiento de sus carteras con los objetivos de sostenibilidad y etiquetar de manera más eficiente productos de inversión sostenibles.

1 En este documento se utiliza el término «sostenible» desde un punto de vista eminentemente medioambiental y como sinónimo de «verde».

2 En este contexto, la palabra «taxonomía» se usa como equivalente a un conjunto de definiciones, aunque en la práctica este concepto engloba también un sistema de clasificación de estas.

3 De acuerdo con el Reglamento de Taxonomía, el blanqueo ecológico hace referencia a «la práctica de obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medioambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos». Para que una taxonomía pueda prevenir el blanqueo ecológico, es importante que recoja sistemas de verificación del cumplimiento de la taxonomía. La taxonomía europea no prevé ninguno por el momento, si bien los mecanismos de verificación sí se tratan en profundidad para el estándar de bono verde europeo (véase recuadro 1).

Por último, una taxonomía que defina umbrales cuantitativos homogeneiza las métricas utilizadas por los inversores a la hora de valorar la sostenibilidad de sus carteras. Esta cuestión no es baladí, ya que no existe un consenso sobre qué medidas son mejores ni sobre la metodología para calcularlas (métricas *backward-looking*, *forward-looking*, rango de las emisiones de gases de efecto invernadero, etc.). En general, toda clase de inversores, desde los inversores minoristas hasta los bancos centrales, se beneficiarían enormemente de la existencia de una taxonomía bien diseñada (véase sección 4). Por tanto, una taxonomía sostenible puede ser un importante catalizador de flujos financieros hacia una economía sostenible si se encuentra en un entorno regulatorio y de apoyo político adecuado [OCDE (2020)].

Debido a esta necesidad, y a sus potenciales ventajas, el mercado comenzó a consensuar sus propias definiciones de sostenibilidad, enfocándose eminentemente en las de instrumentos sostenibles. Así, en 2013 Climate Bonds Initiative publicó su primera versión de taxonomía para su estándar de bonos climáticos, y en 2014 un consorcio de bancos de inversión creó los Principios de los Bonos Verdes, gestionados por la International Capital Market Association. La publicación de estos estándares supuso un aumento muy considerable de las emisiones de bonos verdes, mercado que llevaba existiendo desde 2007, pero que no comenzó a despegar hasta 2014. Adicionalmente, algunos bancos de desarrollo y algunos soberanos empezaron a configurar sus definiciones de sostenibilidad (normalmente en el contexto de marcos de bonos verdes), como el Banco Europeo de Inversiones o China, y, a día de hoy, muchos otros países están en proceso de desarrollar sus propias taxonomías (por ejemplo, Canadá y Rusia). Sin embargo, estas taxonomías no reconocen necesariamente como sostenible la misma clase de actividades económicas, ni tienen la misma cobertura por sectores ni fijan los mismos umbrales para definir la sostenibilidad.

En el ámbito europeo, en marzo de 2018 la Unión Europea (UE) publicó una gran hoja de ruta, conocida como «Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible»⁴. La medida más urgente de este plan era la creación de un sistema de clasificación de actividades sostenibles común para toda la UE. Es decir, se hacía necesario el establecimiento de una taxonomía europea que definiera la sostenibilidad en Europa, que fuera lo suficientemente ambiciosa y transparente e, incluso, que se convirtiera en un referente a escala internacional, y solucionara así el problema de la multiplicidad de taxonomías o de definiciones sostenibles. Además, con el objetivo de fomentar la coordinación internacional en esta área, en 2019 la UE creó la Plataforma Internacional de Finanzas Sostenibles, en la que actualmente participan países como China, Marruecos o Canadá. Esta plataforma tiene entre sus objetivos el proyecto de definir los puntos en común de las taxonomías existentes para mediados de 2021.

Hay varios motivos que justifican la creación de una taxonomía a escala europea. En primer lugar, una taxonomía europea es imprescindible para el desarrollo del conjunto de las regulaciones sobre sostenibilidad de la UE, ya que proporciona definiciones

⁴ Antes del Plan de Acción, el informe del grupo de expertos de alto nivel creado por la Comisión de enero de 2018 ya apostaba por la creación de un sistema de clasificación de actividades sostenibles.

homogéneas a todas estas normas y es un punto de referencia común a todas ellas. Además, una taxonomía europea evita la convivencia de diferentes definiciones nacionales de sostenibilidad dentro de la UE, lo que podría suponer una fragmentación del mercado interior o un obstáculo a las inversiones transfronterizas europeas, y dejar abierta la posibilidad de un arbitraje regulatorio en el que las empresas y los inversores se acojan a una normativa nacional especialmente laxa o poco transparente para etiquetar sus productos sostenibles. Finalmente, la taxonomía europea nace con varias particularidades con respecto a otras taxonomías: por un lado, tiene una potente visión sistémica o integradora de la sostenibilidad, lo que se plasma en que ninguna actividad que contribuya significativamente a lograr un objetivo medioambiental puede ser sostenible si, a su vez, daña de manera significativa otros objetivos medioambientales o no cumple las garantías sociales mínimas; por otro lado, se incluyen las llamadas «actividades de transición» y «facilitadoras», y se considera que algunos sectores de producción contaminantes pueden ser sostenibles en algunos casos (por ejemplo, la producción de cemento y aluminio) [véanse OCDE (2020) y sección 2]. La taxonomía europea se caracteriza también por el alto grado de detalle de sus criterios técnicos y de sus umbrales, y, en ocasiones, por su rigurosidad. Finalmente, esta taxonomía busca facilitar la obtención de información a los inversores europeos, al ampliar las obligaciones de divulgación de las compañías sujetas a la directiva de información no financiera (NFRD, por sus siglas en inglés) y aclara las obligaciones de divulgación de los participantes en los mercados que ofrecen fondos sostenibles (véase sección 2). Con todo ello, se ha estimado que la taxonomía de la UE ayudará a redirigir los recursos financieros hacia actividades sostenibles, contribuirá a cerrar la brecha de inversión en los sectores relevantes y ayudará a alcanzar los objetivos climáticos de la UE [Alessi *et al.* (2019)].

Tras el Plan de Acción, el nivel de ambición climática ha seguido aumentando en la UE, y la taxonomía se erige como el pilar sobre el que se sostendrá la regulación que permitirá cumplir con los nuevos objetivos climáticos de la UE. En diciembre de 2019 se anunció el Pacto Verde Europeo, que pretende lograr la neutralidad climática de la UE para 2050 y avanzar en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) (Agenda 2030). Además, también se anunció una Estrategia Renovada en Finanzas Sostenibles⁵. En enero de 2020 se establecieron el Plan de Inversiones para el Pacto Verde Europeo, que tiene por objetivo movilizar al menos 1 billón de euros en inversiones sostenibles en la próxima década, y el Mecanismo de Transición Justa⁶. El 4 de marzo de 2020 se aprobaron la propuesta de Ley Europea del Clima, que permitirá convertir el compromiso de neutralidad climática en una obligación legal, y la consulta sobre el Pacto Europeo por el Clima. Finalmente, la UE acordó en 2020 que aproximadamente un 30 % de

5 La Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles (*Renewed Sustainable Finance Strategy*) será la sucesora del Plan de Acción, ya que se basa en las diez acciones de este plan y expande las herramientas para las compañías y los inversores previstos en él. La razón para esta expansión es que, a pesar del considerable progreso del sector financiero, esto no es suficiente para lograr los objetivos climáticos de la UE para 2030 y 2050. Además, pone el foco en la transición de la economía real, de las empresas, de las autoridades públicas y de los ciudadanos. Hasta el 15 de julio hubo una consulta pública sobre esta Estrategia Renovada [Comisión Europea (2020a)].

6 El Mecanismo de Transición Justa pretende dotar de un apoyo financiero específico a aquellas regiones especialmente afectadas socioeconómicamente por la transición a una economía climáticamente neutra en 2050. Por medio del mecanismo se pretende movilizar al menos 100 mm de euros durante el período 2021-2027

los 750 mm de euros del fondo de recuperación *Next Generation EU* y de los 1,07 billones de euros del presupuesto europeo para 2021-2027 se asignaran a proyectos verdes⁷. Por tanto, la crisis provocada por el COVID no ha impedido que se refuerce el compromiso europeo con la transición hacia una economía descarbonizada.

El objetivo de este documento es describir el funcionamiento básico de la taxonomía europea y dar a conocer su relevancia y sus puntos clave. También describe algunas consecuencias de su aplicación en los bancos centrales desde el punto de vista de sus compromisos con los objetivos medioambientales y la gestión de las carteras de inversión. La estructura del documento es la siguiente. En la segunda sección se describen las características principales del Reglamento de Taxonomía. A continuación se analiza el contenido del último informe del Grupo Técnico de Expertos con recomendaciones específicas para desarrollar los actos delegados con los criterios técnicos de la taxonomía. En cuarto lugar, se analizan los efectos de la taxonomía en las carteras de los bancos centrales. La última sección describe los principales retos para la aplicación de la taxonomía y concluye. Además, debido a su estrecha vinculación con la taxonomía, se incluye un recuadro con las características más relevantes del estándar de bono verde europeo y otro recuadro con un ejemplo sobre cómo calcular el alineamiento con la taxonomía en una cartera de inversión.

7 Los países de la UE deben presentar a la Comisión Europea sus planes nacionales de recuperación y resiliencia antes del 30 de abril de 2021. A través de estos planes se canalizarán los fondos del principal programa del fondo *Next Generation EU*, conocido como el «Mecanismo de Recuperación y Resiliencia». En el acuerdo se ha establecido que un mínimo del 37 % del gasto en inversiones y reformas de cada plan nacional debe contribuir a la consecución de los objetivos en materia de clima, y se invita a los países a considerar los objetivos climáticos y medioambientales de la taxonomía a la hora de medir la contribución a la transición verde de las medidas propuestas. Es más, todas las inversiones y reformas deben respetar el principio de no daño significativo a los objetivos medioambientales recogido en esta norma. Siguiendo la recomendación de la UE de que los países presentaran los primeros borradores de sus planes antes del 15 de octubre de 2020, España publicó a principios de dicho mes una versión preliminar de su Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, donde se esbozan las líneas maestras para ejecutar aproximadamente 72 mm de euros de transferencias entre 2021 y 2023. De esta cantidad, la inversión verde supondrá un 37 %. Otros países europeos también han adelantado las líneas maestras de sus planes de recuperación. Por ejemplo, Francia prevé una inversión de 30 mm de euros para la transición verde de un total de 100 mm de euros, de los que 40 mm se compondrían por subsidios directos de la UE. Italia recoge entre las misiones principales de su Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia la «Revolución Verde y la Transición Ecológica».

2 Reglamento de Taxonomía

El Reglamento (UE) 2020/852, publicado oficialmente en junio de 2020, contiene los fundamentos del sistema de clasificación común europeo de actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental, lo que permite, a su vez, determinar el grado de sostenibilidad de una inversión.

La clave del funcionamiento básico de la taxonomía es la siguiente. Se considera que una actividad económica⁸ es sostenible medioambientalmente cuando:

- Contribuye sustancialmente a uno o varios de los objetivos medioambientales. El reglamento recoge seis objetivos: i) la mitigación del cambio climático; ii) la adaptación al cambio climático; iii) el uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; iv) la transición hacia una economía circular; v) la prevención y el control de la contaminación, y vi) la protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas. Al requerir que la contribución sea sustancial, se busca evitar que ligeras mejoras en una actividad económica sean consideradas sostenibles.
- No causa ningún perjuicio significativo al resto de los objetivos⁹. Se busca evitar que una actividad económica sea perjudicial para el medioambiente a pesar de su contribución sustancial a un objetivo concreto, lo que permite, junto con el criterio de garantías sociales mínimas, tener una visión en conjunto o integradora de la sostenibilidad.
- Se lleva a cabo cumpliendo con las garantías sociales mínimas. La actividad debe alinearse con las Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales y con los Principios Rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos, incluidos los principios y derechos establecidos en los ocho convenios fundamentales a los que se refiere la Declaración de la Organización Internacional del Trabajo relativa a los principios y derechos fundamentales en el trabajo y la Carta Internacional de Derechos Humanos. Estas garantías mínimas se entienden sin perjuicio de la aplicación de la normativa de la UE cuando esta sea más estricta en los ámbitos de medio ambiente, salud y seguridad, y sostenibilidad social.
- Cumple con los criterios técnicos de selección que determinan con detalle la contribución sustancial a un objetivo y el no perjuicio significativo a los otros objetivos medioambientales de una actividad económica.

⁸ Una característica importante de la taxonomía es que se centra en actividades económicas, y no en empresas. Esto implica que una empresa que realiza varias actividades económicas puede tener algunas actividades sostenibles y otras que no lo son.

⁹ En concreto, para el objetivo de mitigación hay una mezcla de criterios cuantitativos y basados en procesos y criterios cualitativos. Para el objetivo de adaptación, los criterios se basan en principios. Para los demás objetivos medioambientales, los criterios hacen referencia a legislación europea medioambiental ya existente o a los llamados *Best Available Techniques Reference Documents*.

LÍNEA TEMPORAL DEL REGLAMENTO DE TAXONOMÍA EUROPEA

FUENTES: Grupo Técnico de Expertos y elaboración propia.

La Comisión Europea establecerá los criterios técnicos de selección para cada uno de los objetivos medioambientales a través de actos delegados. Estos criterios serán cuantitativos y contendrán umbrales, en la medida de lo posible. Además, deben tener en cuenta el ciclo de vida de la actividad y garantizar la neutralidad sobre las tecnologías¹⁰. Por último, los criterios técnicos permiten que la taxonomía sea una herramienta dinámica capaz de adaptar las métricas y los umbrales a la evidencia científica de cada momento [Murillo García (2020)]. Se prevé que la Comisión publicará los actos delegados a principios de 2021 para los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático, que entrarán en vigor en enero de 2022¹¹. Se considera que en esa fecha la taxonomía estará formalmente operativa. Para los demás objetivos medioambientales, los actos delegados se establecerán a finales de 2021, para que entren en vigor a principios de 2023 (véase esquema 1).

El Reglamento de Taxonomía también hace referencia a la divulgación de información medioambiental, reforzando las dos principales normativas europeas sobre esta materia: el Reglamento (UE) 2019/2088, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros y la NFRD. El motivo principal para

¹⁰ Una excepción a esto último es que las actividades de generación de electricidad que emplean combustibles fósiles sólidos no pueden considerarse sostenibles. Tampoco la mejora de la eficiencia energética de estas actividades puede considerarse actividad contribuidora en la mitigación del cambio climático. Debido a las dificultades que implica valorar la producción de energía nuclear desde un punto de vista de no perjuicio significativo de otros objetivos medioambientales, un grupo de expertos está valorando actualmente su posible inclusión en la taxonomía.

¹¹ El 20 de noviembre de 2020, la Comisión publicó una consulta pública del borrador de estos actos delegados por un período de cuatro semanas.

ampliar las obligaciones de divulgación medioambiental es que los datos medioambientales son fundamentales para determinar la sostenibilidad de las inversiones (véase sección 5). Así, el Reglamento de Taxonomía recoge que los oferentes de determinados productos financieros negociados en mercados de la UE que se oferten como sostenibles deben dar información sobre su sostenibilidad conforme a la taxonomía¹². Además, se añade que todos los demás productos (convencionales) han de incluir un *disclaimer* en el que se aclare que las inversiones subyacentes no tienen en cuenta los criterios de la UE sobre actividades económicas sostenibles.

Adicionalmente, el reglamento también amplía las obligaciones de transparencia de las empresas que deben reportar información no financiera conforme a la NFRD. Estas empresas¹³ son las grandes sociedades que sean entidades de interés público con más de 500 empleados. Las entidades de interés público son aquellas con valores admitidos a negociación, entidades de crédito, empresas de seguros y otras señaladas por los Estados miembros como de interés público. El reglamento especifica que las empresas no financieras deberán divulgar información relativa a la proporción de su facturación, *CapEx* y *OpEx* que proceden de productos, procesos o servicios relacionados con actividades económicas sostenibles. En cambio, no da más detalles en cuanto a la información que se ha de divulgar de las entidades financieras, por lo que esta se recogerá en los correspondientes actos delegados. Los actos delegados con información específica sobre cómo cumplir este requisito se adoptarán a más tardar en junio de 2021 (véase esquema 1) y, recientemente, la Comisión Europea ha solicitado asesoramiento a las Autoridades Supervisoras Europeas para la elaboración de esta normativa¹⁴.

En consecuencia, se puede considerar que los usuarios directos de la taxonomía son los participantes en los mercados financieros mencionados anteriormente y las entidades afectadas por la NFRD, ya que tienen obligaciones de divulgación conforme al Reglamento de Taxonomía. Además, el reglamento prevé que la UE y los Estados miembros usarán la taxonomía cuando establezcan medidas públicas, estándares y etiquetas de productos financieros y bonos corporativos verdes, por lo que estos son también usuarios directos de la taxonomía. No obstante, la taxonomía es bastante universal y puede ser utilizada por cualquier empresa o inversor y, en general, se pretende que sea clave para las políticas de sostenibilidad en la UE: como se ha señalado, el componente verde del fondo de recuperación europeo pactado a raíz de la crisis del COVID podría estar definido conforme a los parámetros de la taxonomía y del estándar de bono verde europeo (véase recuadro 1).

12 La definición de productos financieros de la taxonomía es la del artículo 2.12 del Reglamento (UE) 2019/2088. Esta definición hace referencia a los participantes que manufacturan productos financieros como fondos de inversión en los que el fondo de inversión es el producto financiero en sí mismo. En concreto, incluye carteras gestionadas, fondos de inversiones alternativos, productos de inversión basados en seguros, productos y planes de pensiones, fondos de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y todo producto paneuropeo de pensiones individuales. Por tanto, los bonos no están sujetos a las obligaciones de divulgación.

13 Los Estados miembros pueden ampliar el ámbito de aplicación a más empresas en sus normativas nacionales.

14 El pasado noviembre se publicó una consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados y de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación en relación con esta cuestión.

La taxonomía desarrollada aborda, por ahora, tan solo algunos aspectos medioambientales. Antes del 31 de diciembre de 2021, la Comisión publicará un informe en el que se describirán las disposiciones necesarias para ampliar la taxonomía a las actividades económicas que no tengan un impacto significativo en la sostenibilidad medioambiental y a aquellas que la perjudiquen significativamente, así como a los objetivos sociales. De este modo, las actividades económicas se podrían clasificar en tres categorías: actividades verdes, actividades no verdes y una intermedia de actividades que ni contribuyen ni dañan el medioambiente¹⁵. Adicionalmente, la crisis provocada por la pandemia de COVID ha aumentado la percepción de la importancia de los asuntos sociales en el ámbito de la sostenibilidad, por lo que estas cuestiones se reflejarán en el futuro desarrollo de la taxonomía.

¹⁵ Una actividad que no sea sostenible de acuerdo con la taxonomía, tal y como está configurada actualmente, no es, necesariamente, una actividad perjudicial para el medioambiente.

3 Informe del Grupo Técnico de Expertos

Con el fin de ir trabajando en los criterios técnicos de selección, que son los que determinan si las actividades contribuyen sustancialmente a uno o varios objetivos y no causan perjuicio significativo al resto de ellos, la Comisión creó un grupo técnico de expertos (TEG, por sus siglas en inglés)¹⁶ en 2018. Este grupo estaba compuesto por 35 miembros de la sociedad civil, de las empresas, del sector financiero y académico, así como de observadores de la UE y organismos públicos internacionales. El resultado de estos trabajos se plasmó en un informe final de la taxonomía y un anejo técnico [TEG (2020a y 2020b)], publicado el pasado marzo, que contiene las recomendaciones definitivas de criterios técnicos de selección sobre los dos primeros objetivos medioambientales: la mitigación del cambio climático y la adaptación al cambio climático. Estos criterios han sido elaborados teniendo en mente el objetivo de neutralidad climática de la UE para 2050 y analizan un total de 72 actividades económicas. Ambos documentos serán la base para el diseño de los actos delegados que la Comisión publicará a principios de 2021.

3.1 Objetivo de mitigación en el informe del TEG

La mitigación del cambio climático se define como el proceso de mantener el aumento de la temperatura media mundial por debajo de los 2 °C y de continuar con los esfuerzos para limitarlo a 1,5 °C respecto de los niveles preindustriales, con arreglo a lo dispuesto en el Acuerdo de París. Para alcanzar este objetivo, el TEG ha priorizado la inclusión y el análisis de aquellas actividades que tienen una huella de carbono muy alta y que suponen la mayor parte de las emisiones de gases de efecto invernadero, además de aquellas actividades que contribuyen a luchar contra el cambio climático, como la generación de electricidad con energías renovables. Se han incluido como potencialmente sostenibles, por tanto, sectores críticos que tienen que descarbonizarse para lograr los objetivos climáticos de la UE para 2050. La intención es, en última instancia, que la taxonomía ayude a reducir las emisiones de las actividades con alta huella de carbono y a expandir las actividades con bajas emisiones.

Para su análisis, el TEG ha utilizado la clasificación de las actividades económicas de diferentes sectores en función de sus códigos NACE¹⁷ y ha elegido 70 actividades económicas de un total de 615. Para cada una de estas actividades, el TEG ha fijado criterios técnicos que determinan si dicha actividad contribuye sustancialmente al objetivo de mitigación y los requisitos que se han de cumplir para que no perjudique significativamente al resto de los objetivos. El TEG no ha incluido todavía las actividades de ciertos sectores relevantes para la mitigación del cambio climático, como la minería, el transporte marítimo o el transporte aéreo. En cambio, se añaden algunas actividades para las cuales no hay códigos NACE, como la fabricación de tecnologías bajas en carbono.

¹⁶ El TEG también trabajó en otras tres áreas: estándar de bonos verdes; divulgación en materia de sostenibilidad y de cambio climático, e índices de referencia de inversiones relacionadas con el cambio climático.

¹⁷ Los códigos NACE o CNAE, en su versión española, son la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea. Las estadísticas sobre actividades económicas recogidas en los Estados miembros de la UE deben utilizar los códigos NACE o las clasificaciones nacionales derivadas de estos códigos. Los códigos NACE consisten en una letra que identifica la sección de la actividad económica y cuatro cifras por las cuales se determinan la división, el grupo y la clase de esta actividad.

Los criterios técnicos de contribución sustancial al objetivo de mitigación suelen tener umbrales cuantitativos que en algunos casos se irán endureciendo con el tiempo (por ejemplo, las métricas de intensidad de CO₂, que deberán tender a cero hacia 2050) y, en el caso de algunos sectores contaminantes, emplean frecuentemente las referencias del Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la UE como umbrales. Estos criterios serán diferentes, por tanto, en función del tipo de actividad económica que puede contribuir al objetivo de mitigación del cambio climático. El reglamento identifica tres categorías de actividades relacionadas con este objetivo:

- 1 Actividades bajas en carbono: son aquellas actividades que no producen emisiones, lo hacen en niveles muy bajos o utilizan tecnologías de secuestro de carbono. Estas actividades deben expandirse en su uso. Los criterios técnicos de estos objetivos son habitualmente estables a largo plazo. Un ejemplo sería una compañía eléctrica que emplea fuentes de energía renovables como la energía solar.
- 2 Actividades de transición: son aquellas para las que no existe una alternativa tecnológica o económicamente viable de bajas emisiones de carbono, pero que apoyan la transición hacia una economía climáticamente neutra mediante la eliminación progresiva de las emisiones de gases de efecto invernadero. Por ejemplo, la manufactura avanzada de cemento que emita por debajo de un umbral concreto de CO₂ por tonelada de cemento (entre otros criterios). Se prevé que los umbrales de estas actividades vayan reduciéndose con el tiempo.
- 3 Actividades facilitadoras: aquellas que hacen posible que otras actividades puedan realizar una contribución sustancial a uno o varios de los objetivos medioambientales (en este caso, el objetivo de mitigación) y no dañan en sí mismas los objetivos medioambientales. Un ejemplo de actividad facilitadora es la instalación de calderas altamente eficientes, la captura directa de CO₂ en el aire, ya que permite la reducción de las emisiones netas de gases de efecto invernadero de otras actividades económicas, o la acumulación de electricidad (véase esquema 2 para más detalles y ejemplos).

Mientras que los dos primeros tipos de actividades contribuyen al objetivo por su propio desempeño, la tercera hace posible que otras actividades cumplan el objetivo. En todo caso, cualquiera de ellas debe cumplir con el criterio de no causar un perjuicio significativo para el resto de los objetivos y con las garantías sociales mínimas.

3.2 Objetivo de adaptación en el informe del TEG

Las actividades económicas que busquen cumplir con el objetivo de adaptación deben contribuir sustancialmente a reducir o prevenir el impacto adverso del clima actual o futuro, o los riesgos de este impacto adverso. Para este objetivo, el TEG crea unos criterios técnicos cualitativos aplicables a múltiples actividades económicas, ya que, a diferencia

EJEMPLO DE TIPOS DE ACTIVIDADES SOSTENIBLES

ACTIVIDAD ECONÓMICA	CRITERIOS TÉCNICOS DE «CONTRIBUCIÓN SUSTANCIAL AL OBJETIVO»	CRITERIOS TÉCNICOS DE «NO PERJUICIO SIGNIFICATIVO» A:	CLASIFICACIÓN
Producción de electricidad eólica (D35.1.1)	– Objetivo: mitigación – Criterio técnico: cuantitativo	Adaptación, agua, economía circular y ecosistemas	Actividad baja en carbono
Fabricación de cemento (C23.5.1)	– Objetivo: mitigación – Criterio técnico: cuantitativo	Adaptación, agua, economía circular, contaminación y ecosistemas	Actividad de transición
Fabricación de turbinas eólicas (C, sin código NACE).	– Objetivo: mitigación – Criterio técnico: N/A		Actividad facilitadora
Aseguramiento de no vida (K65.1.2)	– Objetivo: adaptación – Criterio técnico: cualitativo	El activo/actividad asegurada debe cumplir los criterios pertinentes de no perjuicio	Actividad facilitadora
Mejora de instalaciones para reducir el riesgo de inundación en planta de fabricación de aluminio (C24.4.2).	– Objetivo: adaptación – Criterio técnico: cualitativo	Mitigación, agua, economía circular, contaminación y ecosistemas	Actividad adaptada

FUENTE: Elaboración propia a partir del suplemento técnico del Grupo Técnico de Expertos [TEG (2020b)].

de las actividades de mitigación, las actividades de adaptación responden a los riesgos físicos derivados del cambio climático, y estos dependen del contexto y la localización de la actividad. Por este mismo motivo, los principios de adaptación no contienen, de momento, criterios cuantitativos que podrían excluir actividades de pequeña escala que sean muy beneficiosas para el objetivo de adaptación.

El TEG se ha centrado, para este objetivo y en un primer momento, en 68 actividades: 66 de ellas son las mismas actividades que las analizadas para el objetivo de mitigación y se han añadido las actividades de seguros de no vida y las actividades profesionales de ingeniería y de consultoría medioambiental. Aunque en principio todas las actividades económicas que sigan los criterios cualitativos cumplirían el objetivo de adaptación, por ahora la calificación de actividades como sostenibles, más allá de estas 68 analizadas, puede verse limitada por la dificultad de extrapolar a aquellas los criterios de no perjuicio significativo para los otros cinco objetivos medioambientales.

Al igual que sucede con el objetivo de mitigación, tampoco se incluyen por el momento actividades importantes para la adaptación, como la investigación y el desarrollo, o las aplicaciones para el seguimiento y el pronóstico del tiempo. Tampoco se incluye el sector financiero (con la excepción de las aseguradoras de no vida), que es usuario directo

de la taxonomía, pero no está incluido en la lista de actividades potencialmente sostenibles conforme a los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático. Sin embargo, el TEG recomienda que se priorice, junto con otros sectores, su inclusión en el futuro. Para este objetivo de adaptación, se identifican dos clases de actividades sostenibles:

- 1 Actividades adaptadas: aquellas actividades preparadas frente a los riesgos físicos climáticos en la medida de lo posible o sobre la base de su mejor esfuerzo. Normalmente, estas actividades tienen un objetivo primario diferente al de la adaptación. Por ejemplo, la adaptación de una fábrica de fertilizantes a las olas de calor extremas por medio de un sistema pasivo de refrigeración.
- 2 Actividades facilitadoras (de la adaptación): aquellas que reducen el riesgo físico climático en otras actividades económicas y que, a su vez, están adaptadas frente a estos riesgos. Por ejemplo, actividades de aseguramiento contra riesgos climáticos (véase esquema 2).

El TEG, en esta ocasión, prefiere dar pautas y dejar que sean los usuarios de la taxonomía los que clasifiquen la actividad como adaptada o facilitadora en función del contexto.

3.3 Otros aspectos del informe y la Plataforma de Finanzas Sostenibles

Adicionalmente, el informe final del TEG ofrece recomendaciones que van más allá del establecimiento de los criterios técnicos de selección. Por ejemplo, se desarrollan en mayor detalle las obligaciones de divulgación que el reglamento prevé para las entidades del NFRD y los participantes en los mercados financieros¹⁸. En concreto, el TEG aconseja qué indicador emplear (facturación o *CapEx*, o, en su caso, *OpEx*) para medir y divulgar la sostenibilidad de las actividades e inversiones; indica cómo calcular la proporción sostenible de las carteras a través de ejemplos concretos (véase recuadro 2); orienta sobre las verificaciones que se han de realizar en caso de que un inversor no tenga información suficiente para valorar la sostenibilidad de sus inversiones, o incluso da recomendaciones de divulgación para bonos y préstamos verdes (aun cuando no están obligados por el reglamento), entre otras cuestiones. Adicionalmente, el TEG ha desarrollado un marco de clasificación de peligros climáticos y una matriz de sensibilidad climática para actividades económicas, y especifica las obligaciones relacionadas con las garantías sociales mínimas y la aplicación de la diligencia debida en los procesos de valoración de inversiones.

El TEG ha sido reemplazado recientemente por la Plataforma de Finanzas Sostenibles, de carácter permanente, cuya composición y cometidos se encuentran regulados en el artículo 20 del reglamento. El nombramiento de los 50 miembros de esta plataforma fue anunciado en octubre de 2020, junto con los 7 miembros de elección directa y 9 observadores. Esta plataforma se encargará, entre otras cuestiones, de aconsejar a la

¹⁸ El TEG no da más detalles sobre las obligaciones de los otros usuarios directos de la taxonomía (la UE y los Estados miembros, conforme al artículo 4 del reglamento), ya que queda fuera de su competencia.

Comisión en los temas relacionados con el análisis y la revisión de los criterios técnicos, así como de asesorar en la revisión del Reglamento de Taxonomía y en la ampliación de la taxonomía a otros sectores y a otros ámbitos. La Comisión también seguirá estando asistida por el grupo de expertos de los Estados miembros. Este grupo asesora a la Comisión acerca de los criterios técnicos de selección y los trabajos de la Plataforma, sirviendo además de puente de información entre la Comisión y los Estados.

4 Efectos prácticos de la taxonomía. El compromiso de los bancos centrales con los objetivos del Acuerdo de París

Los bancos centrales de muchos países se han unido a la lucha contra el cambio climático y se han comprometido a apoyar los objetivos del Acuerdo de París a través de la toma de diversas medidas dentro de sus áreas competenciales. Fruto de este compromiso se creó la Network for Greening the Financial System (NGFS) en diciembre de 2017 por ocho bancos centrales y supervisores, a la que el Banco de España se unió como miembro del plenario en abril de 2018. La NGFS surgió con el objetivo de intercambiar experiencias y buenas prácticas, contribuir al desarrollo de la gestión del riesgo climático en el sector financiero y movilizar la financiación verde para apoyar la transición a una economía sostenible. A mediados de diciembre de 2020 estaba compuesta por 83 miembros y 14 observadores; ese mismo mes se incorporó la Reserva Federal estadounidense.

De las muchas publicaciones de la NGFS, destaca en particular *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, de octubre de 2019 [NGFS (2019)]. En este informe se proponen posibles formas de aplicar e implementar una inversión sostenible y responsable en las carteras de los bancos centrales, teniendo en cuenta los retos concretos a los que se enfrentan estas instituciones y señalando la importancia de avanzar en una taxonomía global.

En el ámbito europeo, la próxima revisión de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) recogerá las cuestiones relativas a la sostenibilidad medioambiental, mientras que, en paralelo, también se está trabajando en la consideración de la sostenibilidad en la gestión de las carteras por parte de los bancos miembros del Eurosistema. Es en este ámbito donde la taxonomía europea puede ser una herramienta de gran utilidad, al facilitar la valoración de la sostenibilidad de las inversiones propias o las realizadas en el marco de la política monetaria e, incluso, facilitar la futura divulgación de información sostenible en las inversiones de los bancos centrales, como hacen ya algunos miembros del Eurosistema bajo otros marcos de divulgación (por ejemplo, el Banco de Finlandia y el Banco de Francia)¹⁹.

Ahora bien, la utilidad de la taxonomía para valorar la sostenibilidad de las carteras dependerá del sector al que pertenece la entidad emisora (si pertenece al sector público o al privado) y de la clase del instrumento invertido. En primer lugar, a día de hoy, las recomendaciones del TEG son aplicables a las carteras de acciones y bonos corporativos no financieros, ya que la mayoría de los criterios técnicos desarrollados afectan al sector privado no financiero. En el ámbito de la política monetaria, esto implica que la cartera del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema podrá ser evaluada bajo el prisma de la taxonomía de manera más o menos directa y a medio plazo. En cambio, esta primera versión de la taxonomía no incluye criterios técnicos

¹⁹ En concreto, los Principles for Responsible Investment (PRI) de la ONU y la Taskforce on Climate-related Financial Disclosures, respectivamente.

para el sector soberano, subsoberano, de agencias o de entidades supranacionales. Los bonos emitidos por estos sectores son parte fundamental de las carteras de muchos bancos centrales, tanto propias como de política monetaria, pero, por ahora, la taxonomía no se puede aplicar directamente para valorar su sostenibilidad.

En segundo lugar, la taxonomía también es relevante para los bancos centrales que deseen mejorar la sostenibilidad de sus carteras por medio de la adquisición de bonos verdes (si siguen, por ejemplo, una estrategia de inversión temática): de acuerdo con el diseño propuesto por el TEG para el estándar de bono verde europeo, el uso de fondos de estos bonos debe estar alineado con la taxonomía (véase recuadro 1). Además, este estándar puede ser empleado, *a priori*, por los emisores de bonos soberanos y subsoberanos, agencias, entidades supranacionales y emisores de bonos garantizados y titulizaciones. Por último, el TEG recomienda que el SEBC y los miembros de la NGFS implementen y muestren su preferencia por este estándar cuando compren bonos verdes.

En tercer lugar, la taxonomía está aún en plena construcción y se expandirá en el futuro. A medida que se avance en su desarrollo, la utilidad para la valoración y estrategias de sostenibilidad de los bancos centrales irá ampliándose. Por ejemplo, no se puede descartar que, en el futuro, la sostenibilidad de un bono soberano dependa de los criterios recogidos en la taxonomía. De hecho, la consulta sobre la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles [Comisión Europea (2020a)] pregunta por la posibilidad de que la taxonomía se emplee para clasificar e informar de gastos verdes del sector público, para la contratación pública verde y para los programas de gastos de la UE. Del mismo modo, es posible que la taxonomía pueda ser empleada para clasificar las carteras de créditos de entidades supranacionales como el Banco Europeo de Inversiones o por las agencias, definiendo de esta manera su potencial sostenibilidad en el futuro.

Por último, la creación de una taxonomía de actividades económicas que dañen significativamente el medioambiente en el futuro también tendrá implicaciones relevantes para la gestión de carteras, ya que permitirá identificar actividades contaminantes de manera más precisa y facilitar las estrategias de exclusión en las carteras. Además, como señaló el BCE en su respuesta a la Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles [BCE (2020)], una taxonomía con estas actividades sería especialmente útil desde un punto de vista prudencial.

5 Conclusiones

La taxonomía de la UE nace con el objetivo de fomentar la canalización del capital necesario para financiar el crecimiento sostenible y la descarbonización de la economía europea, para lograr los objetivos climáticos de la UE y para cumplir con los objetivos del Acuerdo de París y los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. De hecho, la taxonomía es imprescindible para reducir la fragmentación provocada por las diferentes clasificaciones privadas y nacionales dentro de la UE y para minimizar los costes de transacción en los mercados y el blanqueo ecológico. Además, es la base sobre la que se está construyendo toda la normativa europea en materia de finanzas sostenibles. En definitiva, es una norma que muchos participantes en los mercados financieros y empresas, de un modo u otro, deben conocer e incluso aplicar de manera directa. En este documento se ha explicado cuáles son las características clave de la taxonomía para su mejor conocimiento por parte de los actores económicos interesados en esta materia.

Ahora bien, la taxonomía europea se enfrenta a numerosos retos que debe superar para ser implementada con éxito. El más importante es su aplicabilidad, ya que sus principales ventajas (su visión integradora de la sostenibilidad y el alto nivel de detalle y rigurosidad de sus criterios técnicos) son también sus flaquezas: en concreto, puede resultar particularmente costoso verificar el cumplimiento de los criterios de no daño significativo y de las garantías sociales mínimas, sobre todo para el caso de empresas de fuera de la UE o de empresas pequeñas. Además, en algunos estudios iniciales relativos a inversores y empresas [Adelphi e ISS EGG (2020)] se ha puesto de relevancia que la falta de datos o la falta de calidad de estos dificulta enormemente la comprobación de los criterios técnicos, lo que conlleva, en el mejor de los casos, el uso de estimaciones y, en el peor, dejar de clasificar una inversión o una actividad como sostenible por falta de información. Esta falta de datos está vinculada a la insuficiente divulgación de información sostenible de las empresas (sobre todo de aquellas no sujetas a la NFRD) o a la falta de información empresarial estandarizada, verificada por un agente externo y con una granularidad adecuada (por ejemplo, los ingresos por líneas de negocio o producto). En relación con esto, pueden producirse altos costes de ajustar la recolección de datos y los procesos de divulgación a los requerimientos de la taxonomía por parte de las empresas. Todo ello puede explicar que las primeras estimaciones apunten a que solo un pequeño porcentaje de las empresas cotizadas tengan ingresos sostenibles de acuerdo con la taxonomía, lo que limita las opciones de inversión sostenibles en Europa, y que solo un pequeño porcentaje de los fondos estén alineados con la taxonomía.

Otro reto importante son sus prolongados tiempos de desarrollo, más largos que los de otras definiciones, como las del sector privado, lo que implica que la taxonomía se adaptará lentamente a las necesidades de los mercados²⁰. Además, al menos por el momento, la taxonomía es incompleta, ya que faltan algunos sectores clave para el

²⁰ Por ejemplo, desde la primera propuesta de taxonomía (2018) hasta su entrada en vigor (2022) habrán pasado prácticamente cuatro años. Esto no impide que la taxonomía no pueda emplearse voluntariamente hasta entonces, como han anunciado Santander Consumer Bank o Rabobank en sus marcos de bonos verdes.

objetivo de mitigación y de adaptación, así como el desarrollo de los demás objetivos medioambientales, de las actividades no verdes y de los objetivos sociales. También es posible que la taxonomía requiera ciertas modificaciones para poder ser utilizada por el sector público, agente fundamental para financiar la transición climática y clave para el éxito en la aplicación de la taxonomía.

A pesar de todo, a medida que la divulgación de las empresas se vaya adaptando a la taxonomía y las autoridades resuelvan las ambigüedades y dificultades que surjan, es previsible que estos problemas y retos se vayan superando tras un período de adaptación. Además, la Plataforma de Finanzas Sostenibles está trabajando activamente en completar la taxonomía y ha dividido su trabajo en varios subgrupos para ser más eficiente y desarrollarla al mismo tiempo en sus diferentes ámbitos. En definitiva, solo el apoyo decidido a la taxonomía de todas las instituciones públicas europeas, un entorno regulatorio adecuado, unas orientaciones que resuelvan los problemas mencionados y la implicación del sector privado permitirán que la taxonomía europea sea un éxito y sirva para el propósito para el que fue concebida: ayudar a caminar hacia un mundo más sostenible y habitable para las generaciones futuras.

EL ESTÁNDAR DE BONO VERDE EUROPEO Y SU CONEXIÓN CON LA TAXONOMÍA

La creación de etiquetas y estándares para los productos financieros verdes es una de las prioridades recogidas en el Plan de Acción de la Comisión Europea de 2018, compromiso que se ha reforzado en el Pacto Verde Europeo y su plan de inversión. En consecuencia, el grupo técnico de expertos en materia de sostenibilidad (TEG) ha estado trabajando en la creación de un estándar de bono verde europeo (EU GBS, por sus siglas en inglés) en paralelo a la taxonomía, que, como se ha visto, no afecta a estos productos financieros de manera directa. El resultado de su trabajo se ha plasmado en dos informes, de junio de 2019 y marzo de 2020, que recogen unas recomendaciones sobre su diseño y su uso, respectivamente [TEG (2019 y 2020c)]. El objetivo del EU GBS es facilitar la reorientación de los flujos de capital hacia los proyectos sostenibles y mejorar la transparencia y credibilidad de los instrumentos sostenibles.

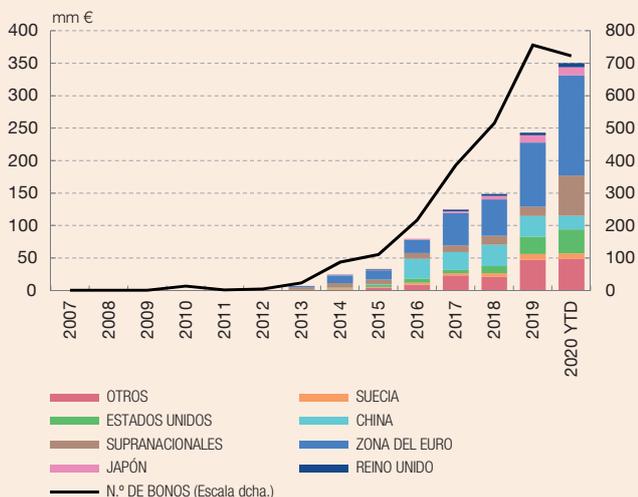
El EU GBS se ha diseñado para ser un estándar voluntario¹, que podrá convivir con otros estándares de bonos verdes. Además, podrá adaptarse a cualquier clase y tipo de bono, cotizado o no, y ser emitido por una amplia variedad de emisores (entidades financieras y no financieras, soberanos, etc.), ya sean europeos o internacionales, ya sean públicos o privados. El EU GBS se basa en las prácticas de mercado existentes y ampliamente utilizadas, como los Principios de Bonos Verdes de la International Capital Market Association (ICMA) o el *Climate Bonds Standard* de Climate

Bonds Initiative, pero transforma en obligatorias muchas cuestiones simplemente recomendadas en estos estándares (como reflejar el uso de fondos en la documentación legal, el deber de realización de informes, la obligación de verificación de estos informes, etc.). Así pues, el emisor de un bono verde europeo deberá, en primer lugar, publicar un Marco de Bono Verde (*Green Bond Framework*) en el que se confirme el alineamiento del bono verde con el EU GBS. En segundo lugar, los fondos, o una cantidad similar, deben usarse exclusivamente para financiar o refinanciar, en parte o por completo, proyectos verdes nuevos o existentes, y estos proyectos deben estar alineados con la taxonomía europea. Además, el alineamiento del bono con el EU GBS debe estar comprobado por un verificador autorizado, supervisado o registrado conforme a lo propuesto por el TEG. Por último, el emisor debe elaborar informes de asignación de fondos y de impacto, siendo obligatoria la verificación externa tanto del Marco de Bono Verde como de, al menos, el informe final de asignación de fondos.

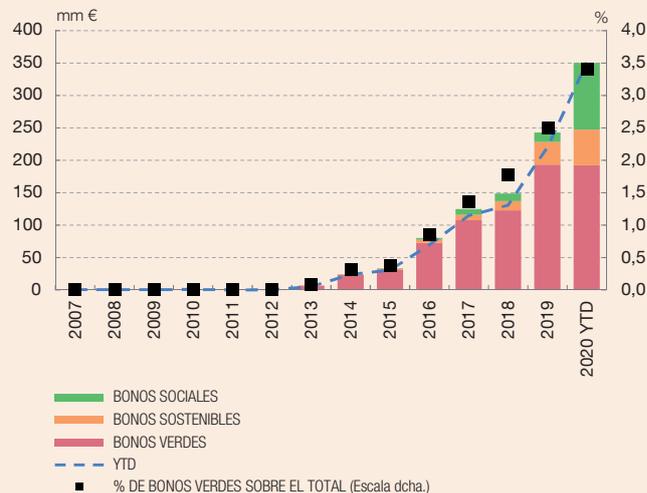
Uno de los componentes clave del EU GBS es, por tanto, el alineamiento del uso de fondos del bono con la taxonomía europea. Este alineamiento implica que los fondos de estos bonos deben financiar «proyectos verdes» que contribuyan sustancialmente a uno o más objetivos medioambientales de la taxonomía; no dañen significativamente ninguno de estos objetivos; cumplan con las garantías sociales mínimas, y cumplan con los criterios

Gráfico 1
EMISIONES BRUTAS DE BONOS VERDES, SOSTENIBLES Y SOCIALES (a)

1 BONOS SOSTENIBLES POR PAÍSES Y SUPRANACIONALES



2 BONOS SOSTENIBLES POR INSTRUMENTOS



FUENTE: Dealogic Cortex.

a No incluye titulaciones ni deuda a corto plazo. Tampoco incluye bonos vinculados a los Objetivos de Desarrollo Sostenible ni, en general, a criterios de sostenibilidad, bonos de transición o bonos COVID no clasificados como verdes, sostenibles o sociales en Dealogic. Nacionalidad de acuerdo con la matriz de la entidad.

1 A partir de la consulta sobre el EU GBS [Comisión Europea (2020b)] se determinará cómo proceder legislativamente con este estándar, siendo posible su adopción como reglamento. Por el momento, el EU GBS no es, por tanto, un estándar oficial.

EL ESTÁNDAR DE BONO VERDE EUROPEO Y SU CONEXIÓN CON LA TAXONOMÍA (cont.)

técnicos de selección. En los casos en los que sea difícil la aplicación de estos criterios o que aún no se hayan desarrollado, se prevé que el verificador confirme que los proyectos verdes cumplen los principios generales anteriores y se informe a la Plataforma de Finanzas Sostenibles para su consideración futura. Los proyectos verdes pueden incluir activos físicos o activos financieros verdes (en este caso, como activos subyacentes de los bonos garantizados y de las titulaciones) y gastos verdes que contribuyan a mejorar y mantener el valor de estos activos. También es importante que el alineamiento de los proyectos verdes con la taxonomía dentro de los parámetros del EU GBS y el Marco de Bono Verde será comprobado por un verificador autorizado. Finalmente, si un inversor adquiere bonos verdes conforme al EU GBS, podrá informar de que su cartera está 100 % alineada con la taxonomía en la parte que corresponda a dichos bonos.

Se espera que el alineamiento con la taxonomía de los bonos verdes ayude a reducir las barreras que siguen obstaculizando el crecimiento de estos instrumentos. En concreto, podría ayudar a subsanar el problema de falta de proyectos sostenibles y el riesgo reputacional de los emisores de bonos ante la ambigüedad o falta de consenso en las definiciones verdes. Estas barreras y otras han contribuido a que, a pesar de la fuerte expansión de las emisiones de bonos verdes desde la inauguración de este mercado en 2007 y la resistencia del mercado frente a la crisis del COVID —fundamentalmente gracias a las mayores emisiones de bonos

sociales—, estos bonos apenas representen un 3,4 % del total de los bonos emitidos a escala mundial (véanse gráficos 1.1 y 1.2).

A pesar de que el diseño del EU GBS supone muchas ventajas frente a iniciativas de mercado similares, tiene el inconveniente de una mayor lentitud a la hora de adaptarse a los nuevos formatos de instrumentos sostenibles. Esto contrasta con las iniciativas privadas, que rápidamente pueden dar respuesta a través de nuevas orientaciones a los formatos emergentes. Por ejemplo, el formato actual del EU GBS es el de *use-of-proceeds* o «uso de los fondos»², que ha sido el formato preferido por los emisores de bonos sostenibles hasta ahora. Sin embargo, en los últimos meses han ganado importancia o se espera que puedan ganarla otra clase de bonos sostenibles, como los bonos ligados a criterios de sostenibilidad (*sustainability-linked*). Por otro lado, la pandemia generada por el COVID ha hecho crecer notablemente las emisiones de bonos sociales para financiar los gastos derivados de la pandemia (véase gráfico 1.2), categoría para la cual no hay aún un estándar a escala europea. Ejemplo de esto último han sido las primeras emisiones de bonos sociales en el marco del Instrumento Europeo de Apoyo Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia, que ha seguido los principios de bonos sociales del ICMA y que se ha convertido en el mayor bono sostenible de la historia. En este sentido, la consulta del bono verde europeo incluye algunas preguntas sobre la posibilidad de desarrollar un estándar similar al existente para los bonos sociales.

² Es decir, en el caso del EU GBS este sistema implica que el 100 % de los fondos de un bono verde europeo debe ser utilizado para financiar o refinanciar activos o gastos que sean verdes conforme con la taxonomía.

UN EJEMPLO SOBRE EL USO DE LA TAXONOMÍA PARA VALORAR UNA CARTERA DE ACCIONES

Un inversor sujeto a la taxonomía tiene la obligación de informar de los objetivos a los que contribuyen sus inversiones y la proporción de estas alineada con la taxonomía, especificando qué actividades son de transición y cuáles son facilitadoras. Un ejemplo sobre cómo debe informar un inversor de su alineamiento con la taxonomía, conforme al informe del TEG, es el siguiente: supongamos que un inversor tiene una cartera de 100 millones de euros con acciones de dos compañías, la compañía de cemento y la compañía X, en una proporción de un 25 % y un 75 %, respectivamente. Ninguna de estas compañías ha informado sobre la proporción de ingresos alineados con la taxonomía, por lo que el inversor debe calcular él mismo la proporción de la cartera que contribuye sustancialmente al objetivo de mitigación climática. La compañía de cemento solo fabrica cemento. La compañía X se dedica a varias actividades (que pueden estar divididas en filiales, pero no necesariamente). Como paso previo, habrá que identificar qué actividades económicas se encuentran recogidas en las recomendaciones del TEG¹. El refino de petróleo no es un sector considerado en la taxonomía; en cambio, la producción de electricidad con gas, la fabricación de cemento y la generación de electricidad con energía solar, sí. El refino de petróleo se excluye directamente de los cálculos.

A continuación, el inversor ha de averiguar, en primer lugar, si las actividades económicas de estas dos empresas cumplen con el criterio de contribución sustancial al objetivo de mitigación del cambio climático. La compañía de cemento tiene dos instalaciones: solo la planta A, al estar equipada con tecnologías más modernas, cumple con los criterios técnicos de eficiencia de la fabricación de cemento. Esta planta supone el 50 % de los ingresos de la compañía. La compañía X cumple con los criterios de la taxonomía sobre la producción de electricidad con gas (como la emisión de menos de 100 g CO₂e/kWh). La producción de electricidad con energía solar cualifica como actividad baja en carbono. El total de ingresos procedentes de la producción de electricidad que cumple con el criterio de contribución sustancial a la mitigación en la compañía X es, por tanto, de un 75 %. Seguidamente, el inversor debe averiguar si las actividades no dañan ninguno de los demás objetivos medioambientales y si se respetan las garantías sociales. En el ejemplo, las actividades cumplen con estos criterios. Por último, el inversor realizará el cálculo para determinar la alineación de su cartera con la taxonomía. Como se puede ver en el cuadro 1, un 68,75 % de esta cartera está alineada con la taxonomía.

Cuadro 1
EJEMPLO DE ALINEAMIENTO DE UNA CARTERA

Tenencias de acciones		25 %		75 %		
		Compañía de cemento		Compañía X		
		Instalaciones A	Instalaciones B	Refino de petróleo	Producción de electricidad con gas	Producción de electricidad fotovoltaica solar
<i>Facturación por instalación/actividad:</i>		50 %	50 %	25 %	25 %	50 %
		Incluido en taxonomía	1 Test de criterios técnicos de contribución sustancial al objetivo de mitigación: métrica/umbral			
C23.5.1	Fabricación de cemento	✓	✓	✗		
C19.2.0	Refino de petróleo	✗		✗		
D35.1.1	Producción de electricidad con gas	✓			✓	
D35.1.1	Producción de electricidad fotovoltaica solar	✓				✓
Porcentaje de la cartera que pasa los tests y que está alineada con la taxonomía: $25\% \times 50\% + 75\% \times (25\% + 50\%) = 68,75\%$				2 Test de criterios técnicos de no perjuicio significativo a otros objetivos medioambientales		
				✓		
				3 Test de garantías sociales mínimas		
				✓		

FUENTES: Comité Técnico de Expertos y elaboración propia.

¹ Suponiendo que los actos delegados recogerán sin grandes cambios las recomendaciones sobre criterios técnicos recogidos en este informe. En caso de que no existan unos criterios técnicos definidos para una determinada actividad económica o, aun no cumpliéndolos, el inversor considera que esa actividad es sostenible, se puede informar a la Plataforma de Finanzas Sostenibles.

Bibliografía

- Adelphi e ISS ESG (2020). *European Sustainable Finance Survey 2020*.
- AEVM (2020). *Response to public consultation: EC consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy*, julio.
- Alessi, L., S. Battiston, A. S. Melo y A. Roncoroni (2019). *The EU Sustainability Taxonomy: a Financial Impact Assessment*, Luxemburgo, Oficina de Publicaciones de la Unión Europea.
- BCE (2020). *Eurosystem reply to the European Commission's public consultations on the Renewed Sustainable Finance Strategy and the revision of the Non-Financial Reporting Directive*.
- Comisión Europea (2019). Comunicación «Unidos para contribuir a la Unión de la Energía y a la Acción por el Clima. Establecimiento de las bases para el éxito de la transición hacia una energía limpia».
- (2020a). *Consultation on the renewed sustainable finance strategy*, abril.
- (2020b). *Targeted consultation document: establishment of an EU green bond standard*, junio.
- GFSG (G-20 Green Finance Study Group) (2016). *G-20 Green Finance Synthesis Report*, septiembre.
- Marqués Sevillano, J. M., y L. Romo González (2018). «El riesgo de cambio climático en los mercados y las entidades financieras: retos, medidas e iniciativas Internacionales», *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 34, Banco de España.
- Murillo García, U. E. (2020). «Reglamento de Taxonomía de la UE de Actividades Sostenibles», *Boletín Económico*, n.º 3126, agosto.
- NGFS (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, octubre.
- OECD (2020). *Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies, Green Finance and Investment*, París, OECD Publishing.
- PRI (2020). *Testing the EU Taxonomy: Insights from the PRI taxonomy practitioners group*.
- SFSG (G-20 Sustainable Finance Study Group) (2018). *Sustainable Finance Synthesis Report*, julio.
- TEG (2019). *Report on EU Green Bond Standard*, junio.
- (2020a). *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, marzo.
- (2020b). *Taxonomy Report: Technical Annex. Updated methodology & Updated Technical Screening Criteria*, marzo.
- (2020c). *Usability Guide EU Green Bond Standard. TEG proposal for an EU Green Bond Standard*, marzo.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.
- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC). (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEGO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.
- 2008 RUBÉN ORTUÑO, JOSÉ M. SÁNCHEZ, DIEGO ÁLVAREZ, MIGUEL LÓPEZ y FERNANDO LEÓN: Neurometrics applied to banknote and security features design.
- 2009 PABLO BURRIEL, PANAGIOTIS CHRONIS, MAXIMILIAN FREIER, SEBASTIAN HAUPTMEIER, LUKAS REISS, DAN STEGARESCU y STEFAN VAN PARYS: A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems.
- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2012 MARIO ALLOZA, MARIEN FERDINANDUSSE, PASCAL JACQUINOT y KATJA SCHMIDT: Fiscal expenditure spillovers in the euro area: an empirical and model-based assessment.
- 2013 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2014 ÓSCAR ARCE, IVÁN KATARYNIUK, PALOMA MARÍN y JAVIER J. PÉREZ: Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2015 MIGUEL OTERO IGLESIAS y ELENA VIDAL MUÑOZ: Las estrategias de internacionalización de las empresas chinas.
- 2016 EVA ORTEGA y CHIARA OSBAT: Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries.
- 2017 ALICIA DE QUINTO, LAURA HOSPIDO y CARLOS SANZ: The child penalty in Spain.
- 2018 LUIS J. ÁLVAREZ y MÓNICA CORREA-LÓPEZ: Inflation expectations in euro area Phillips curves.
- 2019 LUCÍA CUADRO-SÁEZ, FERNANDO S. LÓPEZ-VICENTE, SUSANA PÁRRAGA RODRÍGUEZ y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2020 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2021 MAR DELGADO-TÉLLEZ, IVÁN KATARYNIUK, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE y JAVIER J. PÉREZ: Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2022 EDUARDO GUTIÉRREZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Medidas de contención, evolución del empleo y propagación del Covid-19 en los municipios españoles. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2023 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La economía española ante la crisis del Covid-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2024 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los principales retos de la economía española tras el Covid-19. Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 / Congreso de los Diputados, el 23 de junio de 2020 (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2025 ENRIQUE ESTEBAN GARCÍA-ESCUDERO y ELISA J. SÁNCHEZ PÉREZ: Los *swaps* de divisas entre bancos centrales (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2026 PABLO AGUILAR, ÓSCAR ARCE, SAMUEL HURTADO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN, GALO NUÑO and CARLOS THOMAS: La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19 (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2027 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Tendencias recientes de la población en las áreas rurales y urbanas de España.
- 2028 ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Efectos de los cambios en la composición del empleo sobre la evolución de los salarios en la zona del euro: un análisis con datos de panel (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2029 MIGUEL GARCÍA-POSADA GÓMEZ: Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del Covid-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2030 ÁNGEL GÓMEZ-CARREÑO GARCÍA-MORENO: Juan Sebastián de Elcano – 500 años de la Primera vuelta al mundo en los billetes del Banco de España. Historia y tecnología del billete.
- 2031 OLYMPIA BOVER, NATALIA FABRA, SANDRA GARCÍA-URIBE, AITOR LACUESTA y ROBERTO RAMOS: Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?
- 2032 JÚLIA BRUNET, LUCÍA CUADRO-SÁEZ y JAVIER J. PÉREZ: Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional.
- 2033 CRISTINA BARCELÓ, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ y ALICIA DE QUINTO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2017 wave.
- 2101 LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa.