



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**Iniciativas recientes en relación a la
aplicación de los criterios ESG en el
mundo financiero y el uso creciente de
plataformas de inversión participativa,
como el *'crowdfunding'*.**

Autor: Federico Cabañas Pedraz
Director: Gabriel Rodríguez Garnica

MADRID | marzo 2024

RESUMEN EJECUTIVO Y PALABRAS CLAVE:

Los criterios de Environmental, Social y Governance (ESG) están presentes hoy en todas las industrias y sectores económicos y han de tenerse en cuenta en todo momento a la hora de llevar a cabo cualquier inversión. Estos criterios han pasado a tener una especial relevancia en la financiación, tanto tradicional (entidades financieras y renta fija), como no tradicional (*crowdfunding*); no obstante, cabe afirmar que los criterios ESG, no son más que el culmen de tendencias que llevan décadas presentes.

La realidad es entre los inversores, reguladores, supervisores y entidades financieras, existe una creciente expectativa, casi exigencia, de contemplar el impacto que una inversión puede tener en términos sociales o medioambientales. En el caso de la banca la aplicación de estos criterios se gestionaba tradicionalmente de un modo indirecto a través de sus áreas de responsabilidad corporativa, pero crecientemente se viene incorporando como un criterio más a la hora de evaluar una inversión, junto con la situación financiera, liquidez y solvencia, que siguen siendo necesarios para asegurar el retorno de las deudas derivadas de la financiación. Por su parte las inversiones alternativas como el crowdfunding, han nacido ya contemplando esos criterios ESG como un elemento esencial, dado que la opinión individual de cada inversor tiene un peso enorme a la hora de acometer una financiación.

El *crowdfunding* ha convertido la financiación de startups y proyectos en algo más accesible, no solo para los que demandan esta financiación, sino que también para los que quieren ofrecerla, que en este caso suelen ser personas que no tienen grandes patrimonios pero que quieren contribuir en ciertos proyectos y formar parte de iniciativas e ideas. Se puede afirmar que este acceso, potencialmente revolucionario, a nuevas fuentes de financiación, alejadas de las tradicionales como la banca, aseguran que, los criterios de ESG están siempre presentes, permitiendo discriminar entre proyectos. Aparte de los factores éticos y personales, aquellos proyectos que cumplan con requisitos de ESG y que aporten a la sociedad, suelen ser mejor percibidos por estos pequeños inversores ya que ofrecen un mayor atractivo y son potencialmente más rentables en el largo plazo.

Palabras clave: Environmental, Social and Governance (ESG); financiación tradicional; *crowdfunding*; financiación alternativa; greenwashing; P2P.

ÍNDICE DE CONTENIDO:

INTRODUCCIÓN

MARCO TEÓRICO ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG)

1. **Greenwashing**
2. **Iniciativas públicas y privadas para el avance de la transparencia en la aplicación de criterios de ESG:**
 - 2.1. Iniciativas privadas. Principios de Bonos Verdes (GBP)
 - 2.1.1. La utilización de los ingresos
 - 2.1.2. Proceso de evaluación y selección de proyectos
 - 2.1.3. Gestión de los ingresos
 - 2.1.4. Informes
 - 2.2. Iniciativas privadas con impulso público. Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)
 - 2.3. Iniciativas públicas. Taxonomía verde de la Unión Europea
3. **Inclusión de los criterios de ESG en el sector bancario:**
 - 3.1. *Network for Greening the Financial System* (NGFS)
 - 3.2. Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales (MUS)
 - 3.3. Pilar 3 del sector bancario. Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2453
4. **Nuevos estándares contables. Contabilizando el efecto en la sociedad:**
 - 4.1. Impact Weighed Accounts Project. Harvard Business School.
 - 4.2. Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad (ISSB). IFRS S1 y IFRS S2.

MARCO TEÓRICO DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

5. **Plataformas de financiación participativa. *Crowdfunding*:**
 - 5.1. Plataformas de financiación participativa (P2P).
 - 5.2. Definición de *crowdfunding*.
 - 5.3. Criterios ESG en las plataformas de *crowdfunding*
 - 5.4. Fraude en las plataformas de *crowdfunding*.

CONCLUSIONES

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

BIBLIOGRAFÍA

INTRODUCCIÓN:

Los criterios de ESG no son algo novedoso, pese a haber aparecido en esta última década, sino que son el culmen de los pasos que se han ido dando a lo largo de la historia encaminados hacia la formalización de unos criterios éticos, necesarios a la hora de tomar decisiones de financiación. Antes de nada, hemos de ser capaces de responder a la pregunta: ¿qué significa que una inversión sea responsable o ética?

Se atribuye al emperador Romano Vespasiano la frase '*pecunia non olet*'. Según la historia que ha llegado a nuestros días, el emperador decidió poner un impuesto sobre el uso que entonces hacían los curtidores y tejedores de la orina acumulada en las letrinas públicas, al recriminarle su hijo Tito el origen indigno de ese dinero, Vespasiano sugirió que comprobara que una moneda de oro no olía en absoluto, con independencia de su procedencia.

Por supuesto hoy usamos esa expresión para referirnos a la actitud cínica del que sólo mira el 'valor' del dinero, sin cuestionar o pregunta en ningún momento sobre su procedencia. Está claro que el comportamiento humano es el único susceptible de calificarse como ético o irresponsable. Ni los actos de los animales, ni de la naturaleza, tienen dimensión moral. Las finanzas, como actividad que es también exclusiva humana, pueden por tanto analizarse desde una dimensión ética. Los esfuerzos por incorporar los criterios de ESG son el reflejo de la voluntad de las personas de querer cambiar la trayectoria tradicional de las finanzas, encaminándola hacia un plano más ético y sostenible donde las personas y entidades sean responsables a la hora de alocar su capital.

Como se ha mencionado previamente, esto no es algo novedoso o sin precedentes. Por ejemplo, desde su origen existen preceptos religiosos que prohíben invertir en determinados activos, financiar ciertas actividades o incluso cobrar intereses. Es el caso de la religión musulmana, donde las finanzas siguen todavía delimitadas por el marco establecido en los principios de la *Sharia*, que no solo limitan y guían el ámbito de las finanzas en los países musulmanes, sino también muchos otros aspectos de la vida cotidiana (Johnson & Sergie, 2014). La *Sharia* resalta la importancia de compartir el riesgo a través de la captación de financiación, evitar la incertidumbre ("*gharar*") pero sobre todo prohíbe el cobro de intereses ("*riba*").

Un ejemplo conocido de la *Sharia* aplicado al mundo de las finanzas son los denominados bonos *Susuk*, estructurados de tal manera que los flujos subyacentes no responden al tradicional pago de intereses. En su lugar, cada bono representa una propiedad de un activo real subyacente, por lo que el tenedor de los bonos asume los riesgos proporcionales a dicha propiedad, obteniendo la rentabilidad en función de las ganancias (o pérdidas) generadas por el activo subyacente.

Esta prohibición del Islam estuvo también presente durante siglos en el cristianismo o el judaísmo, de una u otra manera. Durante el medievo, existía una prohibición canónica de la usura y, por extensión, de los intereses, presentando unas bases religioso-morales. Por otro lado, el Antiguo Testamento prohibía cualquier forma de préstamo con intereses entre los judíos, si bien lo permitía respecto a los extranjeros.

Otro ejemplo, ya contemporáneo, serían las campañas de activistas que buscaban cambiar el comportamiento de compañías, o incluso gobiernos, llamando en muchas ocasiones a un boicot financiero nacional o internacional. Algunos ejemplos claros de activismo que desencadenaron una serie de boicots financieros internacionales o incluso el cese de actividades por parte de compañías son el *Apartheid* en Sudáfrica y la empresa americana *The Dow Chemical Company*, creadora del napalm usado durante el conflicto de Vietnam.

Actualmente hemos pasado a identificar las inversiones éticas o responsables con aquellas que cumple con los denominados criterios ESG, por las siglas en inglés de sostenibilidad medioambiental, social y gobernanza. La etiqueta de ESG persigue ser sinónimo de credibilidad a la hora de calificar la financiación como ética y/o responsable.

El ESG se trata de algo más que una moda o tendencia pasajera. Las empresas tienden cada vez más a incorporar estos criterios ESG en sus actuaciones y, ciertamente, los bancos no son una excepción. Tradicionalmente, el sector de la banca lo hacía dentro de sus áreas designadas a la responsabilidad social corporativa y, sin llegar a ignorar estos objetivos ni dejarlos de lado, los supervisores bancarios se centraban esencialmente en los riesgos financieros clásicos. No obstante, desde hace tiempo se vienen incorporando otros elementos a sus respectivos análisis, entre los que se encuentran los criterios de sostenibilidad y de respeto al medioambiente.

Oscar Wilde definió al cínico como aquella persona que conoce el precio de todo y el valor de nada, mientras que Antonio Machado escribió en su *Juan de Mairena*, que todo necio confunde valor y precio. Siguiendo la máxima de Vespasiano, en finanzas se tienden a valorar las inversiones exclusivamente desde un punto de vista de retorno económico. Podría decirse que el objeto de estudio de las finanzas son flujos de caja, que, una vez capitalizados o descontados nos permiten comparar entre distintas opciones de inversión.

La inversión responsable y ética, nos recuerda que no solo deberíamos de hacer esa valoración y comparación entre inversiones atendiendo únicamente a un modelo de Excel de flujos descontados, sino que también debemos tener en cuenta otros criterios como los de ESG a la hora de valorar las diferentes inversiones. Es un cambio necesario en el sector financiero pues cada vez se pone más en valor que las inversiones sigan una línea ética y de responsabilidad con el entorno.

La opinión pública es un arma muy importante en esta lucha, ya que puede castigar aquellas decisiones que no sean éticas, no solo en el campo medioambiental, sino también en lo relativo a las otras dos letras del ESG (Social y Gobernanza). Un ejemplo reciente paradigmático fue el caso de la empresa británica *Boohoo*, cuya cotización en bolsa cayó en picado a raíz de las críticas que sufrió por sus pésimas condiciones laborales, el posterior manejo errático de la crisis hizo que su credibilidad y reputación fueran dañadas severamente (Nilsson & Mooney, 2016).

Evitemos caer en la necesidad o en el cinismo. No todo lo que es monetizable en el mundo de las finanzas resulta ser beneficioso, por paradójico que pueda sonar. Muchas veces las inversiones enfocadas exclusivamente en maximizar la rentabilidad en el corto plazo, a la larga pueden salir muy caras, como consecuencia de las sanciones que puedan acarrear, pero sobre todo de la potencial pérdida reputacional, tal y como demuestra el referido caso de *Boohoo*. En consecuencia, es esencial calcular la rentabilidad y riesgo financiero de una inversión, así como poder medir su impacto.

La realidad es que los seres humanos somos capaces de medir casi cualquier cosa. El requisito para ello es, sencillamente, que nos interese hacerlo. En sostenibilidad medioambiental se lleva tiempo midiendo multitud de huellas de impacto mientras que

empieza a ser común plantear cuál es el valor social de determinada actividad, o cuál puede ser su impacto social. ¿Por qué es tan importante medir? La medición es un requisito previo para que pueda existir información, sin medición no hay datos, sólo ruido. Sin la información adecuada no se pueden tomar decisiones acertadas, o al menos es mucho más fácil que haya casos de fraude y engaño.

La inversión ética tiene como propósito ambicioso: transformar la realidad económica, medioambiental y social o, por lo menos, contribuir a ello. ¿Con qué poder cuenta para lograr tan ambicioso fin? con el comportamiento de los agentes económicos ya sean familias, empresas o inversores. Sin una información adecuada, resulta imposible comparar entre inversiones alternativas. Tampoco podemos seleccionar opciones de consumo, actividad económica o financiación.

En definitiva, tenemos el poder transformar la realidad de la financiación a través de nuestras acciones como sociedad, pero es imposible que esto suceda si no contamos con información fiable.

El logro de la ansiada transparencia puede parecer algo utópico y fuera de nuestro alcance, pero la realidad es que hay multitud de iniciativas que persiguen este objetivo, lo que sin duda es una gran noticia en la lucha por cambiar la forma en la que se invierte y transicionar hacia una realidad más transparente, sostenible y ética. Algunos ejemplos de estas iniciativas de transparencia son los estándares europeos taxonomía, estándares bonos verdes, estándares de la TFCB, así como iniciativas contables IWA y ISSB, que desarrollaré a lo largo de este trabajo.

MARCO TEÓRICO ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG):

Cada vez importan más los criterios de ESG en la toma de decisiones de la gran mayoría de inversiones. El primer índice de ESG se lanzó en el año 1990, y fue el *MSCI KLD 400 Social Index*, y desde entonces existen más 1.000 índices de ESG a escala global (Kjellberg, Pradhan, & Kuh, 2018). Parece ser una tendencia que únicamente se acrecienta con el paso de los años. Amir Amel-Zadeh y George Serafeim lo reflejan perfectamente en su ensayo “*Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*”, que desarrolla las razones por las que los inversores usan los criterios de ESG en sus análisis y cómo los emplean:

In the past twenty-five years, the world has seen an exponential growth in the number of companies measuring and reporting environmental (i.e. carbon emissions, water consumption, waste generation, etc.), social (i.e. employee, product, customer related, etc.), and governance (i.e. political lobbying, anticorruption board diversity, etc.) data, collectively ESG data. While fewer than 20 companies disclosed ESG data in the early 1990s, the number of companies issuing sustainability or integrated reports had increased to nearly 9,000 by 2016 (Amel-Zahed & Serafeim, 2017)

Los criterios de ESG son cada vez más relevantes en los análisis de los rendimientos de posibles inversiones, puesto que cada vez se tienen un mayor atractivo, en términos financieros. Estos criterios varían en función de la actividad de cada empresa y del sector en el que opera, proporcionando información relevante sobre los riesgos existentes. La diferencia de criterios de un sector y otro lleva a una gran ausencia de comparabilidad que supone uno de los mayores retos actuales, junto con el *greenwashing*.

El comportamiento de la economía y de los mercados se rige en parte gracias al comportamiento social general. Lo hemos visto en innumerables casos, los mercados son mucho más irracionales de lo que aparentan y se dejan guiar por emociones humanas colectivas. La responsabilidad tanto social como medioambiental se ha convertido en una cuestión de gran importancia que ha calado en los mercados financieros, como se puede observar en el cambio de paradigma en los criterios de selección de muchos inversores, los cuales han incorporado los criterios de ESG como un pilar fundamental en sus estrategias. Hasta la fecha, los Principios de Inversión Responsable de la ONU han sido

firmados por más de 5.000 gestores de activos, suscribiéndose así al marco de las seis acciones establecidas en los principios, que buscan incorporar cuestiones de ESG en los análisis de inversión (PRI Association, 2023).

Actualmente, cerca del 50% del total de activos institucionales están siendo gestionados por suscriptores de los Principios de Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés). Esta evolución es un reflejo más del compromiso con los criterios de ESG que los inversores tienen, al participar en los mercados financieros mediante la aportación de capital. Aun así, queda mucho camino todavía por recorrer, pero sirve de recuerdo a todos los que cuestionaban el calado de estas iniciativas y refuerzan la confianza de los inversores en iniciativas verdes y sostenibles, a la hora de alocar sus recursos. Todavía menos de una cuarta parte de los inversores consideran información extra-financiera en su toma de decisiones y cerca del 10% de profesionales reciben algún tipo de formación enfocada a operar teniendo en cuenta los criterios de ESG (Friede, Busch, & Bassen, 2015).

Desde los años 70 se lleva buscando relacionar los criterios de ESG con resultados financieros positivos para las empresas. Se han publicado más de 2000 estudios científicos sobre la cuestión, por lo que generalizar todo y concretar es una tarea muy laboriosa y complicada. Lo positivo es que cerca del 90% de los estudios coinciden en que existe una correlación positiva entre los criterios de ESG y los resultados financieros de una empresa. (Friede, Busch, & Bassen, 2015). Esto se puede deber a muchas causas, pero es verdad que, aunque el seguimiento de los criterios ESG no supongan una mayor rentabilidad de forma directa para una empresa, sí que mejoran la percepción que las personas tenemos de dicha empresa o que los inversores tienen de un bono en concreto, por lo que indirectamente es muy ventajoso.

1. Greenwashing:

Como ya he comentado en la introducción de este ensayo, el ESG tal y como lo conocemos hoy no es más que la culminación de diferentes procesos históricos que abogan por una mayor presencia de la ética y la responsabilidad en la toma de decisiones de inversión y/o financiación. Lo verdaderamente innovador del ESG, y por lo que hoy

en día parece que “está tan de moda”, es que nos está conduciendo a estandarizar esos criterios para poder ser aplicados de forma uniforme. El objetivo final al que hemos de aspirar es un marco regulatorio uniforme que fomente la transparencia a través de los criterios de ESG.

Uno de los mayores retos actuales en términos de gobernanza responsable es la cuestión del *greenwashing* en las corporaciones y es una de las muchas razones por las que necesitamos de una regulación uniforme de los principios de ESG. La profesora de UCLA, Magali A. Delmas y Vanessa Cuerel Burbano hablan en su artículo “The Drivers of Greenwashing” sobre los problemas actuales y el grado de complejidad de la situación;

More and more firms are engaging in greenwashing, misleading consumers about their environmental performance or the environmental benefits of a product or service. The skyrocketing incidence of greenwashing can have profound negative effects on consumer and investor confidence in green products. Mitigating greenwashing is particularly challenging in a context of limited and uncertain regulation (Delmas & Cuerel Burbano, 2011).

Esto está respaldado a su vez por el profesor de la Universidad de Wharton, William S. Laufer en su ensayo “Social Accountability and Corporate Greenwashing” cuando habla sobre extensión del problema del *greenwashing*, ya que no es algo que se restringe a unas pocas empresas.

The emergence of the terms “greenwash” and “bluewash” (washing through the reputation of the United Nations) reflect an increasing apprehension that at least some corporations creatively manage their reputations with the public, financial community, and regulators, so as to hide deviance, deflect attributions of fault, obscure the nature of the problem or allegation, reattribute blame, ensure an entity’s reputation and, finally, seek to appear in a leadership position (Laufer, 2003)

El término *greenwashing* se define como el acto de engañar a los consumidores sobre las prácticas medioambientales de una empresa (*greenwashing* a nivel de empresa) o sobre los beneficios medioambientales de un producto o servicio (*greenwashing* a nivel de producto) (Delmas & Cuerel Burbano, 2011). La prevalencia de esta práctica ha ido en

aumento, manipulando la forma de comunicar los resultados medioambientales de las empresas, de tal forma que aparenten de cara al público una imagen mucho más positiva de lo que hay por detrás en realidad. Esto ha llevado naturalmente a una falta enorme de confianza por parte de los consumidores y sobre todo inversores corporativos, los cuales ya no saben de que reporte fiarse. El mayor impulsor y catalizador del *greenwashing* es la desinformación, la cual permite manipular a inversores y consumidores pues no existe un marco de referencia.

Para luchar contra el problema del *greenwashing*, se han puesto en marcha diversas iniciativas. Como en la mayoría de los casos, estas iniciativas nacen del sector privado queriendo otorgar algún tipo de respaldo y credibilidad a los proyectos que sí que cumplen una serie de requisitos de ESG. El problema está en que, al haber tal número de iniciativas de diferente procedencia, ya sean públicas o privadas o incluso una combinación de ambas, no hay un marco uniforme regulatorio, sino muchos marcos diferentes cada uno con sus criterios. La mejor arma en la lucha contra el *greenwashing* es la transparencia de los riesgos asociados a ESG. Es por ello por lo que se precisa de un marco regulatorio detallado un uniforme que obligue a las entidades a un cierto nivel de transparencia para que los inversores sean conscientes de los riesgos que asumen.

2. Iniciativas públicas y privadas para el avance de la transparencia en la aplicación de criterios de ESG:

2.1. Iniciativas privadas. Principios de Bonos Verdes (GBP):

Los Principios de Bonos Verdes (GBP, por sus siglas en inglés) tienen por objeto asistir en la financiación de proyectos sostenibles y fomentar la protección del medioambiente a través de la inversión, favoreciendo aquellos proyectos que ayuden a luchar por una economía de emisiones netas cero. Los bonos en cuestión recaudan capital para proyectos nuevos y existentes con objetivos medioambientales. Los GBP nacen de una iniciativa privada de la ICMA.

Consisten en un proceso de carácter voluntario que aboga por la transparencia y la divulgación y buscan promover a su vez la integridad en el desarrollo del mercado de

Bonos Verdes, mediante la especificación de cuáles son los requisitos necesarios para poder emitir Bonos Verdes. Los GBP son aplicables a la mayor parte del mercado y proporcionan a los emisores la información necesaria respecto a cuáles son los componentes claves indispensables a tener para que el lanzamiento de un Bono Verde que sea creíble. De cara a los inversores, proporcionan una base de información sólida para que estos tomen decisiones acertadas y confíen en la credibilidad de los proyectos, así como disponer de la opción de medir y evaluar el impacto medioambiental y social de sus inversiones.

Actualmente hay cuatro tipos diferentes de Bonos Verdes según la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA, por sus siglas en inglés), aunque ya se contempla la posibilidad de crear nuevas categorías a medida que el mercado se vaya expandiendo. Los cuatro tipos son:

- i. *Standard Green Use of Proceeds Bond*: implica una obligación de deuda no garantizada con reclamación plena exclusivamente contra el emisor.
- ii. *Green Revenue Bond*: implica una obligación de deuda sin reclamación plena exclusivamente contra el emisor, donde la exposición crediticia del bono es a los flujos de caja de ingresos, tasas, impuestos, ... y donde los ingresos se destinan a Proyectos Verdes que pueden estar relacionados o no.
- iii. *Green Project Bond*: bono destinado a uno o varios proyectos ecológicos donde el inversor está expuesto directamente al riesgo de los proyectos con o sin reclamación plena potencial contra el emisor.
- iv. *Secured Green Bond*: bono garantizado donde los ingresos netos se destinan en su totalidad exclusivamente a financiar o refinanciar:
 - a. El proyecto o proyectos ecológicos que garantizan el bono (Bono Verde garantizado); o
 - b. El proyecto o proyectos ecológicos del emisor donde dichos proyectos estén o no garantizando el bono específico en su totalidad o una parte.

Adicionalmente, existe la posibilidad de que algunos de los “Proyectos Verdes” (*Green Projects*) puedan tener beneficios sociales. Por lo general los bonos se clasifican en función de los objetivos primarios que tengan los proyectos subyacentes correspondientes, pero en el caso de que se mezclen de forma intencionada proyectos tanto medioambientales como sociales, a este tipo de bonos se les categoriza como

“Bonos de Sostenibilidad”.

Cabe recalcar que los Bonos Verdes no pueden considerarse fungibles con bonos que no estén alineados con los cuatro componentes básicos de los GBP:

- i. Utilización de los ingresos
- ii. Proceso de evaluación y selección de proyectos
- iii. Gestión de los ingresos
- iv. Informes

2.1.1. La utilización de los ingresos:

Es la piedra angular de cualquier Bono Verde. Estos se han de destinar a proyectos ecológicos, los cuales deben de ser debidamente descritos en la documentación jurídica de cada bono. Todos y cada uno de los proyectos verdes elegibles tienen la obligación de generar beneficios medioambientales que puedan ser evaluados y cuantificados. Cuando la totalidad de esos beneficios o una parte de estos se destina a la refinanciación del proyecto, se recomienda a los emisores que estos faciliten a los inversores una estimación de la cuantía correspondiente a la refinanciación frente a la financiación. En caso de aplicar, se ha de especificar también que inversiones o carteras de proyectos pueden ser refinanciados. Los GBP reconocen de manera explícita una serie de categorías para la elegibilidad de proyectos ecológicos, que contribuyen a objetivos de: mitigación del cambio climático, adaptación al cambio climático, conservación de la biodiversidad y la prevención y contención de la contaminación.

La siguiente lista de categorías de proyectos recoge algunos de los tipos de proyectos más comunes en los que los inversores aportan capital en el mercado de Bonos Verdes:

- i. Energías renovables.
- ii. Eficiencia energética.
- iii. Prevención y control de la contaminación.
- iv. Gestión de los recursos naturales vivos y el uso de la tierra de forma medioambientalmente sostenible.
- v. Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática.
- vi. Transporte limpio.
- vii. Gestión sostenible de aguas y aguas residuales.

2.1.2. Proceso de evaluación y selección de proyectos:

El emisor de los Bonos Verdes debe de informar adecuadamente a los inversores correspondientes de:

- i. Los objetivos de sostenibilidad del proyecto
- ii. El proceso por el que el propio emisor justifica encajar dentro de las categorías elegibles de los GBP
- iii. Cualquier tipo de información complementaria sobre los procesos de análisis de riesgos existentes asociados a la realización del proyecto, tanto de tipo social como medioambientales.

2.1.3. Gestión de los ingresos:

Los beneficios netos del Bono Verde correspondiente, o un importe por el mismo valor, se ha de traspasar a una subcuenta, a una cartera secundaria o se ha de monitorizar por el emisor de manera adecuada y atestiguado por el emisor en un proceso interno formal vinculado a las operaciones de préstamo e inversión (ICMA, 2021). Siempre que en Bono Verde siga en circulación, el saldo de ingresos netos se ha de ajustar constantemente para igualar las asignaciones a Proyectos Verdes elegibles. Es la responsabilidad del emisor dar a conocer a los inversores los tipos previstos de colocación temporal para el saldo de ingresos nets no asignados. Los ingresos pueden ser gestionados bono por bono o de forma agregada asemejándose más a una cartera. Los GBP fomentan una gran transparencia y recomiendan que la gestión de los ingresos se haga a través de un auditor externo u otro tercero capacitado para garantizar un seguimiento adecuado.

2.1.4. Informes:

Se especifica que los emisores deben de mantener toda la información relevante al uso de los ingresos actualizada. El informe anual correspondiente ha de incluir una lista a los proyectos a los cuales se les ha asignado fondos de Bonos Verdes, así como una breve descripción del proyecto, la cuantía asignada a este y el impacto previsto. Cuando existen acuerdos de confidencialidad o consideraciones competitivas que limitan la cantidad de información que se puede mostrar, los GBP recomiendan que dicha información se presente en términos genéricos o en base a una cartera donde por ejemplo se especifique

el porcentaje correspondiente asignado a cada proyecto.

La transparencia es quizás el elemento más importante a la hora de comunicar cuales han sido los resultados y compararlos con las expectativas de los proyectos en los cuales se ha invertido. Los GBP recomiendan encarecidamente el uso de indicadores de rendimiento cualitativos y de medidas cuantitativas de resultados en caso de ser aplicables. Los emisores han de adoptar en la medida de lo posible las plantillas asignadas para la elaboración de informes de impacto que se hayan en el marco armonizado de informes de impacto (*Harmonised Framework for Impact Reporting*).

2.2. Iniciativas privadas con impulso público. Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD):

The Task Force's report establishes recommendations for disclosing clear, comparable and consistent information about the risks and opportunities presented by climate change. Their widespread adoption will ensure that the effects of climate change become routinely considered in business and investment decisions. Adoption of these recommendations will also help companies better demonstrate responsibility and foresight in their consideration of climate issues. That will lead to smarter, more efficient allocation of capital, and help smooth the transition to a more sustainable, low-carbon economy. (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017).

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, *Financial Stability Board*) creó el “*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*” (TCDF) en el año 2015 con el objetivo de asistir en la identificación de información relevante para los análisis de riesgos de inversores, prestamistas y suscriptores de seguros en relación con los riesgos asociados con el medioambiente. El grupo consta de 32 miembros globales, todos procedentes de ámbitos diferentes como banca, seguros, gestores y fondos, donde su actividad principal consistía en elaborar informes voluntarios a cerca de los riesgos climáticos para concienciar a los inversores y prestamistas de los riesgos pertinentes asociados al clima.

La finalidad de este proyecto fue la elaboración de un marco único para la divulgación financiera climática y que a su vez fuese accesible, donde se contaba con la experiencia

de cada miembro individual y con la colaboración de partes interesadas. Las recomendaciones de la iniciativa del TCFD ya cuenta con el apoyo de cientos de inversores e instituciones financieras, cuya gestión de activos ronda los 100 billones de dólares (Climate Disclosure Standards Board (CDSB); Sustainability Accounting Standards Board (SASB), 2017).

El cambio climático no es estático y cambia drásticamente por lo que es muy complicado estimar cual va a ser la situación en el largo plazo. Esto puede implicar que los riesgos asociados aumenten en el futuro lo que genere nuevos retos, pero también nuevas oportunidades. La Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) estimó en su reporte “*World Energy Outlook Special Report*” del 2015, que, de aquí a finales de siglo, el *value at risk*, asociado a riesgos medioambientales, del total de activos globales gestionados era de 4,2 y 43 billones de dólares americanos (International Energy Agency (IEA), 2015). Por ello, es de suma importancia que los inversores consideren estos riesgos en sus análisis a largo plazo.

Las conclusiones alcanzadas por el Grupo de Trabajo se estructuraron en torno a cuatro áreas principales estrechamente ligadas con los criterios de ESG: Gobernanza, Estrategia, Gestión de Riesgos y finalmente Métricas y Objetivos. Aparte de las recomendaciones que el Grupo de Trabajo hace en relación con los cuatro elementos, existen también orientaciones para ayudar a guiar a las empresas a elaborar de forma adecuada y coherente la información financiera asociada con los riesgos climáticos.

La principal recomendación del grupo pone el foco en la importancia de la resiliencia estratégica de una organización, la cual se logra elaborando y preparando diferentes niveles de escenarios en función de las posibles amenazas de cambio climático, para comprender mejor las implicaciones que el cambio climático puede tener sobre la organización. Aunque pueda parecer algo demasiado preventivo y muy a largo plazo, el hecho de hacer el ejercicio de autoevaluarse y plantear diferentes escenarios de riesgo revela muchos de los riesgos que no son visibles de la propia organización a priori y también mejora la divulgación de información útil para la toma de decisiones.

El reconocimiento de información financiera asociada con el clima es una práctica que está aún en evolución y que necesita que las organizaciones comiencen voluntariamente

a adoptar las recomendaciones del Grupo de Trabajo. Se recomienda encarecidamente a aquellas organizaciones que ya están comunicando información medioambiental a sus respectivos inversores que se adhieran al marco del TCDF para ir aumentando su presencia. La medición de los riesgos asociados es muy compleja y por ello supone un reto para organizaciones que todavía no lo hayan contemplado en sus análisis, pero se necesita de medición para poder prevenir futuros riesgos.

La mejora de las prácticas, como la capacidad de medir riesgos y de analizar métricas, mejora a su vez la información financiera medioambiental reportada. Cuando hablamos de ESG es esencial hablar también de medición de los riesgos y de transparencia para poder dar valor al ESG, ya que sin esto nos quedamos únicamente en lo superficial. Estas dos actividades otorgan una mayor confianza en los inversores al prevenir riesgos como el *greenwashing* y ayuda a su vez a que el seguimiento de los criterios de ESG sea más atractivo para otras organizaciones.

El Grupo de Trabajo se encargó de dividir los riesgos asociados con el clima en dos categorías grandes. Por un lado, están los riesgos de transición que existen al intentar cambiar la economía actual hacia un modelo con menos emisiones de carbono y por otro lado están los riesgos asociados al impacto físico que tiene el cambio climático.

Cuando hablamos de los riesgos de transición, nos referimos a los posibles cambios que habrá en términos de políticas y en el ámbito legal, desarrollos tecnológicos y cambios de mercado al adaptarse al nuevo marco. El nivel de riesgo financiero o de riesgo reputacional al que se enfrentan las empresas con estos cambios varía en función de la naturaleza de los riesgos de transición, de la velocidad con la que actúan y del enfoque de cada mercado individual y como a este le afecta la descarbonización.

Los riesgos físicos que pueden derivar del cambio climático se dividen en aquellos que se deben a fenómenos rápidos, denominados *acute* (agudos), y aquellos que crean cambios en los patrones climáticos a largo plazo, denominados *chronic* (crónicos). Debido a su naturaleza, los riesgos físicos pueden llegar a tener implicaciones financieras para organizaciones en forma de daños a activos valiosos por culpa del cambio climático. El cambio de temperatura, la falta de recursos y los desastres naturales son algunos de los peligros físicos a los que se enfrentan las empresas a futuro y no tan a futuro pues ya

vemos indicios de estos.

Aunque todavía no sea lo normal, existen organizaciones cuya actividad ya se está viendo afectada por los riesgos climáticos. Se estima que el mayor impacto de estos riesgos será en el medio-largo plazo para la gran mayoría de empresas. La incertidumbre plantea retos a la hora de desarrollar una estrategia para poder luchar contra los riesgos de forma eficaz.

Para hacerlo adecuadamente, las organizaciones han de plantear posibles escenarios, cada uno con niveles diferentes de riesgos climáticos, las implicaciones que estos riesgos conllevan para la empresa y que posibles oportunidades pueden surgir. Aunque el análisis de posibles escenarios es una práctica habitual en diversos campos, incluyendo los efectos del cambio climático, solo unas pocas empresas han divulgado información de forma pública sobre sus análisis y las implicaciones que los escenarios tendrían sobre la organización.

El Grupo de Trabajo entiende el grado de complejidad que conlleva el implementar un análisis de posibles escenarios y por ello recomienda a las organizaciones que no lo hayan realizado nunca comenzar por un enfoque cualitativo a priori. La idea es que sobre el modelo inicial se vaya progresando y profundizando con el tiempo, a través de la incorporación de datos y modelos más sofisticados e implementando también análisis cuantitativos. Se pueden emplear modelos de escenarios de terceros o realizar modelos internos propios, aunque esto conlleva un mayor grado de complejidad y a priori es más fácil usar plantillas de terceros. Los modelos dependen de las necesidades y preferencias de cada organización, pero el Grupo de Trabajo busca que estos modelos logren:

- i. Mayor transparencia de datos, parámetros, procesos de análisis y plazos
- ii. Mayor comparabilidad entre los diferentes escenarios y enfoques
- iii. Documentación que se adecue a cada uno de los supuestos
- iv. Coherencia en la metodología de un año para otro
- v. Gobernanza sólida en relación con los análisis de escenarios y datos (realización, aprobación y aplicación adecuada)
- vi. Una divulgación adecuada y efectiva de la información referente a los análisis de escenarios
- vii. Diálogo constructivo entre las partes interesadas y las organizaciones sobre las

estrategias de la organización, los escenarios posibles y sus impactos (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017).

Se han de considerar las implicaciones reales que tiene cada estrategia, la totalidad del capital y el coste e ingresos de los escenarios, tanto a escala global como a escala regional (donde es más probable que surjan problemas por las consecuencias del cambio climático). En el caso específico del sector financiero, en el análisis de posibles escenarios, se ha de evaluar el impacto potencial del cambio climático sobre inversiones y activos a escala individual y sectorial. El Grupo de Trabajo recomienda y espera de las organizaciones el desarrollo de habilidades y capacidades organizativas para poder evaluar correctamente los riesgos y oportunidades, profundizando con el tiempo en la complejidad del análisis. Todo ello para facilitar a los inversores la comprensión de:

- i. La solidez de la estrategia y la planificación financiera de la organización.
- ii. El posicionamiento de la organización de cara al aprovechamiento de oportunidades y la mitigación de riesgos.
- iii. El desafío interno de la organización de innovar constantemente en la estrategia adoptada frente a los riesgos y oportunidades.

2.3. Iniciativas Públicas. Taxonomía verde de la Unión Europea:

La taxonomía de la UE es el engranaje clave del marco de financiación sostenible que propone la UE. Se encarga de dirigir las inversiones de capital hacia las actividades y proyectos sostenibles que son de uso para el proceso de transición, siguiendo las directrices marcadas en el Pacto Verde Europeo. La taxonomía es la encargada de clasificar y en base a eso definir los criterios de las actividades alineadas con la trayectoria neta cero para 2050. Podemos decir que es el “lenguaje común” que nos permite clasificar que es y que no es sostenible, en base al tipo de actividad económica sostenible. Esta clasificación simplifica en gran medida todo el proceso y permite dirigir las inversiones al plano sostenible que tanto busca la UE.

The criteria for determining whether an economic activity qualifies as environmentally sustainable should be harmonised at Union level in order to remove barriers to the

functioning of the internal market with regard to raising funds for sustainability projects, and to prevent the future emergence of barriers to such projects. (Official Journal of the European Union, 2020)

Tanto empresas financieras como no financieras comparten una misma definición de lo son actividades sostenibles o no, desde una perspectiva medioambiental. Permite garantizar un cierto nivel de seguridad y confianza que atrae a nuevas fuentes de financiación.

El Reglamento de Taxonomía lleva en vigor desde el 2020 y establece cuatro condiciones genéricas que debe de cumplir cualquier actividad económica para poder ser considerada como sostenible desde una perspectiva medioambiental. No es una lista obligatoria de criterios a seguir que además fuerza a los inversores a invertir en ella, ya que son los inversores quienes tienen libre elección de donde alocar su capital. En ninguna de sus partidas es de obligatorio cumplimiento, pero si se espera que con el tiempo la taxonomía de la UE se convierta en la base sobre la que la UE se apoya para liderar iniciativas económicas sostenibles que permitan alcanzar los objetivos ecológicos y sostenibles propuestos por la UE.

3. Inclusión de los criterios de ESG en el sector bancario:

3.1. Network for Greening the Financial System (NGFS):

El NGFS fue creado en el año 2017, tras el acuerdo de París de 2015, y su propósito es el de contribuir al cumplimiento de los objetivos marcados por el Acuerdo de París y favorecer la movilización de capitales hacia inversiones verdes. Es una red de supervisores financieros y bancos centrales que se encargan de emitir recomendaciones que no tienen un carácter vinculante, pero que promueven mejores prácticas en el sistema financiero (Network for Greening the Financial System (NGFS), 2021), el cual tiene un rol muy importante en este contexto gracias a la gestión de riesgos.

Promover un modelo de economía sostenible requiere mucho más que el “*greening*” de una serie de sectores, necesita una gran cantidad de inversión para impulsar una transición

verdadera (Falcone, Moroneb, & Sicac, 2018). El NGFS ha creado una serie de escenarios para analizar el impacto de los riesgos climáticos en la economía y en el sistema financiero. En ellos se reflejan el abanico de los posibles futuros para una gran variedad de regiones y sectores, en base a la evolución de los riesgos físicos y los riesgos de transición (Network for Greening the Financial System (NGFS), 2023). Las características de los escenarios propuestos por el NGFS hacen que los resultados tengan coherencia interna, combinando riesgos físicos y de transición. Estos escenarios son aplicables a escala global y disponen de una plataforma en línea pública de libre acceso.

3.2. Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales (MUS):

Los gobiernos mundiales están dando pasos encaminados a facilitar la transición hacia economías bajas de carbono, gracias a la adopción del Acuerdo de París sobre el cambio climático (Naciones Unidas, 2015). En Europa, esta iniciativa la lidera el Pacto Verde Europeo, que busca la neutralidad climatológica de cara al 2050, donde se espera que el sector financiero tenga un papel significativo en la lucha por la transición. El Banco Central Europeo (BCE) ha incluido dentro del Mapa de Riesgos del Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés) los riesgos asociados al clima y medioambiente.

La estrategia que ha adoptado la Comisión Europea consiste en redirigir los flujos financieros hacia inversiones más sostenibles, con el objetivo de integrar finalmente los criterios ESG en la gestión de riesgos, generando mayor transparencia. La Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) publicó el Plan de Acción sobre finanzas sostenibles para incorporar los riesgos ESG dentro de los tres pilares de supervisión (Autoridad Bancaria Europea (EBA), 2019).

La guía describe cómo espera el BCE que las entidades consideren los riesgos relacionados con el clima y medioambientales (como factores de las categorías de riesgos existentes) al formular y aplicar su estrategia de negocio y sus marcos de gobernanza y de gestión de riesgos (Banco Central Europeo, 2020).

La guía tiene un carácter voluntario para todas las entidades, pues no busca ser una

normativa, sino ser una base sobre las que desarrollar el dialogo entre entidad y supervisor. El supervisor se encarga de analizar las actividades de las entidades para ver si existen posibles prácticas que vayan en contra de las expectativas del supervisor, las cuales están reflejadas en la guía. En la guía, se identifican trece expectativas concretas del supervisor, cada una con sus subapartados correspondientes, en materia de:

- i. Modelos de negocio y la estrategia
- ii. Gobernanza y apetito de riesgo
- iii. Gestión de riesgos
- iv. Información

3.3. Pilar 3 Sector Bancario. Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2453:

Si hablamos de sostenibilidad, el primer paso imprescindible a tener en cuenta es que la comunicación de los riesgos medioambientales, de gobernanza y sociales a las empresas y al sistema financiero en general es de suma relevancia y es lo que ha permitido que cada vez se demanden más criterios y requisitos de ESG. Con cada iniciativa u oportunidad de inversión se exige más información por parte de los inversores y estos se preocupan de estar adecuadamente informados en todo momento y que sus inversiones cumplan con los criterios de ESG. Estas exigencias no solo se han quedado en el plano de las *startups* o nuevos proyectos, sino que también ha calado en el sector bancario. En el caso de Europa, los organismos reguladores han hecho grandes avances, incorporando aspectos del ESG en la regulación prudencial y en concreto en materia de transparencia a través del Pilar 3.

En abril del 2015, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) evaluó formas en las que el sector bancario podría incorporar aspectos que ayuden en la lucha contra el cambio climático y la protección del medio ambiente. La conclusión fue la necesidad de una mejora significativa en calidad de la información reportada al mercado y a las partes interesadas, en especial en referencia a los riesgos asociados con el medioambiente. Como se ha señalado en apartados anteriores, el resultado fue la creación del TCFD, con el objeto de unir a representantes del sector privado para identificar la información sobre el medioambiente que es relevante para los participantes de los mercados.

En el 2017 la TCFD publicó sus resultados en forma de recomendaciones a tener en cuenta a la hora de comunicar la información financiera relacionada con el cambio climático. Supusieron un hito sin precedentes ya que ayudaron a promover una mayor transparencia y la reducción del riesgo asociado. Sirvieron de modelo a las empresas para adoptar estrategias que cumpliesen con los requisitos de ESG. Las recomendaciones tienen un carácter voluntario por lo que recientemente se ha intentado dar pasos para incorporar un elemento de obligatoriedad al cumplimiento de los requisitos redactados por el TCFD.

A raíz de esto, destacan tres iniciativas. La primera de las tres siendo los estándares de sostenibilidad (IFRS S1) y los estándares de cambio climático (IFRS S2), ambos son a escala global y publicados por el *International Sustainability Standards Board* (ISSB). La segunda iniciativa son los estándares del *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), los cuales desarrollan a nivel europeo la Directiva de Reporte de Sostenibilidad Corporativa (CSRD). Y la tercera iniciativa es el Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2453 de la Comisión. Esta iniciativa está centrada en el sector bancario y la regulación prudencial ya que modifica las normas técnicas de ejecución del proceso de difusión de información respecto a los riesgos de ESG, establecidos en el Reglamento de Ejecución (UE) 2021/637 (Cuevas, Palomeque, & Santa-Cruz, 2023).

Esta tercera iniciativa forma parte del denominado Pilar 3, que es uno de los tres pilares que conforman la regulación prudencial bancaria en la Unión Europea. El Pilar 1 son los requerimientos mínimos de capital, el Pilar 2 son los requerimientos de revisión supervisora y el Pilar 3 tiene por objetivo promover la transparencia. Lo hace a través de mecanismos que obligan a las entidades de crédito a divulgar al mercado la información suficiente para asegurarse de que los inversores conozcan toda la información necesaria, relativa a los riesgos de ESG. Al hacer esto, se trata de forma homogénea a todos los participantes del sector bancario y se reduce la asimetría de información existente.

En el Pilar 3 los bancos aportan información relevante sobre su actividad y sobre el perfil de riesgo que están asumiendo, por lo que esto se junta con los requerimientos regulatorios de capital previamente exigidos en el Pilar 1. Este no es el caso para los requerimientos que hay vigentes en materia de riesgos relacionados con el ESG. Se

cambió la dinámica y se establecieron unos requerimientos de Pilar 3 exclusivos para los riesgos de ESG que son anteriores al establecimiento de requisitos del Pilar. Ante este giro, los reguladores y expertos globales y europeos siguen hoy en día trabajando por localizar y tapar posibles lagunas legales (Cuevas, Palomeque, & Santa-Cruz, 2023).

El implementar de forma adecuada los requerimientos del nuevo reglamento ha obligado a las entidades europeas a publicar información granular y que es comparable, lo cual ha supuesto un gran avance en materia de transparencia en la comunicación de riesgos de ESG. En parte está todavía incompleta esta información pues parte de los datos están sujetos a periodos transitorios. El Reglamento precisa de tiempo y más datos temporales que llegarán con el tiempo, por lo que, a pesar de no poder desplegar su efectividad total actualmente, es cuestión de tiempo contar con unos datos más fiables que permitan mejores valoraciones. Todo esto pone de manifiesto lo esencial que es para los reguladores de entidades reducir la exposición a riesgos asociados con el ESG, como pueden ser el greenwashing, a través de un alto nivel de transparencia corporativa.

4. Nuevos estándares contables. Contabilizando el efecto en la sociedad:

4.1. Impact Weighed Accounts Project. Harvard Business School:

La iniciativa de los *Impact-Weighted Accounts* (IWA) de *Harvard Business School* nació en julio del 2019 y concluyó a finales del 2022. Fue dirigida por George Serafeim Y Ethan Rouen, ambos copresidentes de la facultad de *Harvard*. El proyecto impulsa la creación de cuentas financieras donde el rendimiento financiero, social y medioambiental de una empresa se vean reflejados de forma transparente para ayudar en las decisiones de los inversores y directivos. Es uno de los pocos proyectos que verdaderamente ponen en valor no solo la parte de *Environmental* del ESG, sino que también las partes de *Social* y *Governance*, ya que la gran mayoría de iniciativas se centran en la primera letra.

Los IWA son partidas dentro de los estados financieros que complementan los resultados obtenidos por la entidad. En el balance o la cuenta de resultados hay una o varias líneas que reflejan los impactos positivos y negativos que hay en relación con el ESG. El objetivo es que los inversores y directivos de la propia entidad tengan una visión integrada

del rendimiento total en todos los aspectos de la entidad para poder tomar decisiones que no solo se basen en rentabilidades monetarias sino también en el impacto que la entidad tiene sobre la sociedad y el medioambiente.

Se lleva gestando un cambio de paradigma desde hace tiempo respecto a la cuantificación del impacto de las actividades de las empresas. La concienciación con el impacto social y la sostenibilidad están en auge. En tan solo una década, hemos evolucionado de unos pocos inversores reportando el impacto de sus inversiones, a una nueva realidad donde cada vez esto es la norma. La Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés) estima que el total de dólares en activos invertidos en fondos privados, que cuentan con medición de impacto, asciende a la cifra de 71.000 millones (International Finance Corporation (IFC), 2019). Más de 1340 organizaciones gestionaban en torno a 502.000 millones de dólares americanos en inversiones de impacto a finales del 2018 (Abhilash & Dithrich, 2019). Si a esto se le suma el hecho de la Corporación Financiera Internacional haya estimado que cerca de 34 billones de dólares americanos gestionados por inversores sigan algún tipo de criterio o compromiso con ESG, podemos ver que efectivamente se está gestando un cambio de paradigma en el sector de la inversión (International Finance Corporation (IFC), 2019).

Actualmente la gran mayoría de inversores que incorporan métricas de ESG en sus inversiones se dejan guiar principalmente por los resultados y no por el impacto que tienen. Los criterios de ESG no cubren la totalidad del impacto, dejando de lado mucha información que se pierde por el camino. También es importante clasificar adecuadamente los autodenominados “fondos ESG”, ya que la realidad es que es difícil para un asignador de activos evaluar si verdaderamente es un fondo que cumple con los requerimientos necesarios para autodenominarse así. Las IWA nacen con la intención reflejar, de forma más comprensiva, los efectos que las inversiones tienen en términos sociales y medioambientales. Ofreciendo a los directivos información detallada de los costes y beneficios asociados, existe la posibilidad de que en un futuro se tomen decisiones informadas que produzcan un impacto más positivo, tanto en el entorno como dentro de la entidad.

Ya existen varios casos de aplicación de los IWA donde el resultado ha sido muy positivo. Como en el caso de ABN AMOR, donde los IWA se usaron como herramienta en la toma

de decisiones, con la que los clientes podían comparar su tipo de interés hipotecario con la media de mercado y optar por los tipos más bajos (ABN AMRO, 2017). Esto llevó a una mejora de la satisfacción de los clientes, así como un ahorro significativo para estos. Otro caso que destacar es el de la empresa química Solvay, la cual empleó los IWA para crear una herramienta de gestión de carteras que es capaz de evaluar la huella medioambiental del proceso de fabricación y que ya se implementa en diferentes ámbitos como en procesos de diligencia y de estrategia empresarial (Solvay, 2015).

Se estima que las IWA también reducirán los costes de transacción asociados a los mercados de capitales ESG. Mundialmente, más de 20 billones de dólares americanos son invertidos por parte de fondos que aseguran cumplir con los requisitos de ESG en su toma de decisiones de inversión, pero la realidad es que muchos establecen su propio criterio de inversión y método de evaluación del impacto de dichas inversiones. La falta de homogeneidad normativa en este ámbito lleva comúnmente a problemas como sesgos personales, maquillaje de cuentas o *greenwashing*, dificultando y entorpeciendo el proceso de diligencia de las inversiones, aumentando los costes de transacción para las entidades. La imposibilidad de comparar fondos por la falta de estandarización y de rendir cuentas a asesores, respecto a sus promesas del impacto estimado de las inversiones, hace que no se alcance el potencial total de creación de valor.

Los IWA se miden en términos monetarios ya que es lo más apropiado para la gestión de empresas e inversiones. Todo está configurado en torno a la moneda, ya sean los sistemas contables o las herramientas analíticas. Esta conversión del impacto a dólares facilita la toma de decisiones en el contexto empresarial, pues es mucho más complicado para las personas que no son expertos, comprender métricas no financieras (Kampen, 2018). Permite también realizar análisis comparativos y la toma de decisiones sofisticadas en torno a la compensación asociada a impactos de diferente naturaleza.

El propio proyecto de los IWA traza un paralelismo con el sistema de contabilidad antes y después de la promulgación de la *Securities Act* de 1933 y la *Securities Exchange Act* de 1934. Previo a estas, no existían unas normas para la divulgación de la información contable de cada entidad, por lo que cada uno tenía su propio sistema contable y su manera de reportar sus resultados. Posteriormente, se desarrollan los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés) los cuales establecen un marco

homogéneo para los reportes contables en los EE. UU., facilitando así el acceso a información financiera uniforme y comparable a la vez. Los IWA proporcionan un beneficio similar al homogeneizar las diferentes metodologías de divulgación de la información ambiental y social de las entidades, creando un marco uniforme y entendible para los inversores.

La clave para todo inversor está en la medición y cuantificación del riesgo de los activos y de las carteras que posee, en base a unos marcos uniformes para la divulgación de la información financiera. Avances como el riesgo agregado de cartera, la rentabilidad ajustada al riesgo o la optimización de la rentabilidad, tuvieron implicaciones significativas para los inversores, pues como resultado se estaba cuantificando mejor el riesgo y por ello podían tomar mejores decisiones. Esto llevó a un incremento notable de flujos en las industrias de capital privado y capital de riesgo. La posibilidad de monetizar los impactos sociales y medioambientales, al igual que los avances en la gestión de carteras, supone un paso crítico que permite desarrollar herramientas que optimicen el riesgo asociado al impacto, buscando la máxima rentabilidad posible. Esto abre paso a la posibilidad de incrementar significativamente los flujos de capital al modelizar el impacto con parámetros parecidos a los que ya empleados para modelizar el riesgo y la rentabilidad.

4.2. Consejo Internacional de Normas de Sostenibilidad (ISSB). NIIF S1 y NIIF S2:

El ISSB ha desarrollado los Requerimientos Generales para la Información Financiera a Revelar relacionada con la Sostenibilidad (NIIF S1) y Requerimientos de Información a Revelar relacionados con el Clima (NIIF S2), también conocidas por sus siglas en inglés IFRS S1 y IFRS S2, como respuesta a las peticiones realizadas por el G20, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés). Para ello ha contado con el apoyo de líderes de la comunidad inversora y con la amplia retroalimentación de información del mercado. Precisamente gracias al gran número de apoyos, se demuestra que existe una gran demanda de una evaluación coherente de como los factores de sostenibilidad afectan a las empresas e inversores.

Este compendio de estándares normativos del ISSB (NIIF S1 y NIIF S2) están diseñados para asegurar que la información aportada por las empresas en relación con la sostenibilidad se encuentre integrada en la información relativa a los estados financieros. Admiten cualquier requisito contable por lo que son flexibles y se basan en las Normas de Contabilidad NIIF ya existentes y empleadas a nivel mundial. La idea es que los estándares sean aplicables a escala mundial y se conviertan en la referencia contable.

NIIF S1 establece un marco de requisitos de divulgación diseñados para que las empresas puedan comunicar a los inversores los riesgos y oportunidades a los que se enfrenta en el corto, medio y largo plazo, en materia de sostenibilidad. NIIF S2 por su parte está diseñado para emplearse a la par con el NIIF S1 y establece la información que es específica al clima. Tanto el NIIF S1 como el NIIF S2 incorporan las recomendaciones alcanzadas por el Grupo de Trabajo del TCFD.

El objetivo del NIIF S1 es exigir a las entidades que revelen información sobre riesgos y oportunidades asociadas a la sostenibilidad y como afectan estos a los flujos de caja de la entidad, al acceso a financiación y el coste del capital (en el corto, medio y largo plazo). Todo ello con el fin de que los inversores dispongan de toda la información posible de la entidad, con especial énfasis en la cuestión de la sostenibilidad, para que tomen decisiones informadas. El NIIF S1 determina la forma en la que la entidad prepara y comunica su información financiera relativa a la cuestión de la sostenibilidad, estableciendo una serie de requisitos generales de contenido y la presentación de la información, para que resulte verdaderamente útil para los inversores en sus decisiones de aportar recursos y financiación para la entidad (IFRS Foundation, 2023). Las entidades han de revelar información acerca de los siguiente:

- i. Procesos de gobierno, controles y procedimientos empleados por la entidad para gestionar los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad.
- ii. Estrategia de la entidad para gestionar los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad.
- iii. Procesos para identificar, evaluar y supervisar los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad.
- iv. Rendimiento de la entidad en relación con los riesgos y oportunidades asociados con la sostenibilidad, incluyendo aquí los objetivos que la entidad se haya

marcado o tenga que cumplir por normativa.

El objetivo del NIIF S2 es exigir a entidades que revelen la información correspondiente a los riesgos y oportunidades relacionados con el clima y como afectan estos a los flujos de caja de la entidad, al acceso a financiación y el coste del capital (en el corto, medio y largo plazo). Al igual que en el caso del NIIF S1, todo esto con el fin de que los inversores tomen decisiones informadas, disponiendo de toda la información financiera de la entidad relevante al clima. El NIIF S2 es aplicable a los riesgos relacionados con el clima a los que está expuesta la entidad, donde destacan los riesgos físicos y los de transición, así como las oportunidades que pueden surgir relacionadas con el clima (IFRS Foundation, 2023). Establece los requisitos necesarios para revelar información de tal manera que permita comprender a los inversores:

- i. Procesos de gobierno, controles y procedimientos empleados por la entidad para gestionar los riesgos y oportunidades relacionados con el clima.
- ii. Estrategia de la entidad para gestionar los riesgos y oportunidades relacionados con el clima.
- iii. Procesos para identificar, evaluar y supervisar los riesgos y oportunidades relacionados con el clima.
- iv. Rendimiento de la entidad en relación con los riesgos y oportunidades asociados con el clima, incluyendo aquí los objetivos que la entidad se haya marcado o tenga que cumplir por normativa.

MARCO TEÓRICO DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA:

La forma tradicional de financiar proyectos es a través de entidades bancarias, las cuales prestan una cantidad monetaria para la realización de dicho proyecto y esperan la devolución del dinero prestado junto con intereses, como consecuencia del riesgo asumido durante la operación. El modelo de la banca se ha basado en esto mismo durante cientos de años y es una parte intrínseca de su actividad. Los bancos cuentan con sus instrumentos para medir el riesgo asociado a cada préstamo o crédito que otorgan, exigiendo mayores o menores intereses en función del perfil de cada prestatario. Esto implica que la financiación para grandes empresas con un balance sólido es menos costosa como norma general a la financiación requerida por una PYME o por una *startup* que está dando sus primeros pasos.

La financiación alternativa ofrece la oportunidad de no tener que acudir a estas entidades bancarias, dejando de lado el modelo tradicional de solicitar un préstamo o crédito bancario y acudiendo a fuentes distintas de financiación.

Las vías de financiación alternativa más comunes hoy en día son los “*business angels*”, la vía de capital riesgo y de *private equity*, también la familia y amigos y el *crowdfunding* (Reglero, 2018). La gran mayoría de proyectos comienzan por recabar financiación por parte de familiares y amigos, para posteriormente poder acceder a fuentes más grandes de financiación como el capital riesgo o los *private equity*. La Asociación Española de Business Angels (AEBAN) define a este tipo de inversor como “...*un individuo que toma sus propias decisiones de inversión y que aporta su propio dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas...*” (Asociación Española de Business Angels (AEBAN), 2024). Estos tienen un papel muy importante que jugar para los pequeños proyectos, puesto que su modelo de negocio es invertir en las fases iniciales del negocio y proporcionar la financiación necesaria para que el proyecto arranque de verdad.

Las vías de financiación anteriores se caracterizan por materializarse dentro de la empresa como fondos propios, sin embargo, hay otras fuentes de financiación para empresas que se encuentran en etapas de desarrollo más avanzadas que se contabilizan como fondos ajenos, las cuales siguen siendo alternativas a la financiación tradicional bancaria.

Destacan aquí dos nuevas formas de financiación que son el *direct lending*, y el *crowdlending*. El primero es muy similar al modelo de financiación que opera la banca tradicional, donde una serie de inversores no bancarios prestan dinero a la empresa con la obligación de devolver el dinero más intereses en un plazo de tiempo determinado. Se diferencia en que hay menos exigencias crediticias respecto a la financiación tradicional, pero esto se traduce en mayores costes de financiación (Loumioti, 2022).

El *crowdlending* consiste en la financiación directa de créditos por un grupo de consumidores a través de una plataforma que permite conectar prestatarios e inversores directamente sin la necesidad de entidad bancarias como intermediarias. En el 2010 en Estados Unidos se habían financiado solo 150 millones a través de plataformas de *crowdlending*, pero 5 años más tarde en el 2015 ya se habían financiaron en Estados Unidos 10.100 millones de dólares a través de estas plataformas. En Gran Bretaña sucedió un fenómeno parecido donde la cifra alcanzada en 2015 superó los 2.300 millones de libras, habiendo crecido un 130% en el mismo periodo de tiempo (Maier, 2016).

5. Plataformas de financiación participativa. Crowdfunding:

5.1. Plataformas de financiación participativa (P2P):

La financiación participativa representa un tipo cada vez más importante de intermediación en la que un proveedor de servicios de financiación participativa opera, sin asumir ningún riesgo propio, a través de una plataforma digital abierta al público, con objeto de poner en contacto o facilitar el contacto a inversores o prestamistas potenciales con empresas que busquen financiación (Parlamento Europeo; Consejo de la Unión Europea, 2020)

Las denominadas plataformas de financiación participativa tienen su origen en el modelo de negocio P2P (*peer to peer*), donde es la plataforma la que estructura el intercambio entre aquellos proyectos que necesitan financiación y aquellos inversores que ofrecen las fuentes de financiación. Originalmente, los inversores, ya fuesen individuos o empresas, asumían originalmente todo el riesgo de la operación. El modelo original de P2P ha evolucionado a dos modelos; el de carteras diversificadas de crédito y el de rentas

garantizadas.

El primero es similar al modelo original de P2P, pero donde antes el préstamo de dinero entre prestamistas y prestatarios se hacía de forma directa, ahora se hace a través de una entidad prestamista, la cual es la nueva originadora de los créditos concedidos a los particulares. La plataforma se encarga de diversificar la financiación aportada entre los proyectos, donde los inversores de carteras diversificadas de crédito siguen asumiendo el riesgo total de la operación, pero esta vez asumen un menor riesgo al estar diversificado. El modelo de rentas garantizadas es igual que el anterior, pero es la plataforma quien asume la totalidad del riesgo de impago, garantizando una rentabilidad fija y estable sin estar expuestos al riesgo.

A pesar del rápido crecimiento que las plataformas P2P han vivido en estos últimos años, todavía queda mucho camino por delante y están lejos de convertirse en una alternativa sólida al sector de la banca tradicional. Solo en Europa, la tasa anual media de crecimiento del 2015 al 2019 de la financiación concedida a través de plataformas de financiación participativa ha experimentado un crecimiento del 50% (Barahona & Barreira, 2022). El volumen de crédito que se concedió a través de estas plataformas en el 2019 tan solo alcanzó los 4.000 millones de euros, los cuales representan únicamente el 1,4% de la financiación aportada por las entidades bancarias para este mismo fin (Ziegler, y otros, 2021).

El marco europeo respecto a la financiación participativa se rige por el Reglamento (UE) 2020/1503 del 7 de octubre del 2020, el cual recoge una serie de normas y requisitos homogéneos en lo que respecta a la actividad de la financiación participativa. La EBA, siguiendo el marco establecido por el Reglamento (UE) 2020/1503, publicó una versión final de las Normas Técnicas de Regulación (RTS, por sus siglas en inglés) que reforzaba la protección de los inversores, determinando la información necesaria que han de aportar los proveedores de financiación participativa a sus respectivos inversores. Así mismo, se establece que se requiere de los proveedores una gestión eficiente de sus riesgos, un nivel de gobernanza y unos procedimientos para la divulgación de información adecuados y políticas de valoración y aprobación de préstamos (Barahona & Barreira, 2022).

5.2. Definición de *crowdfunding*:

El término *crowdfunding* nace a partir del concepto de *crowdsourcing* que describe el fenómeno de aprovechar las soluciones creativas propuestas por una gran red de individuos. A partir de esta base, el *crowdfunding* pretende, a través de una plataforma online que cuenta con una comunidad de usuarios, aprovechar el poder de esa multitud para así financiar proyectos y empresas que no pueden contar con fuentes de financiación tradicionales (Howe, 2009).

El *crowdfunding* se define como la solicitud, mediante una plataforma online, de financiación en forma de donaciones de carácter monetarias con la posibilidad de transformar dicha financiación en posibles productos y/o servicios e incluso también posibles recompensas (Gerber, Hui, & Kuo, 2012). Las plataformas de *crowdfunding* emplean diferentes sistemas de pago online junto con la tecnología de la propia web para facilitar el intercambio de transacciones entre los inversores y los proyectos. Algunas de las plataformas más destacadas son *RocketHub*, *Kickstarter* e *IndieGoGo*, aunque actualmente existen más de 50 plataformas, solo en Estados Unidos, siendo *Kickstarter* la plataforma más popular con más de 7.000 millones de dólares gestionados al mes. Su *modus operandi* es ofrecer una alternativa a la financiación tradicional para PYMES y pequeños proyectos innovadores, permitiendo a cualquier persona con acceso a la web, ser partícipe de estos proyectos. No hay un límite de áreas a las que se ciñen las campañas de *crowdfunding*, ya que hay miles de proyectos, cada uno de diferente naturaleza y compitiendo por mayor financiación.

5.3. Criterios ESG en las plataformas de *crowdfunding*:

... the application of ESG criteria by crowdfunding platforms provides unprecedented financing opportunities to entrepreneurial ventures with high ESG levels, which might appear less attractive to traditional professional investors such as venture capitalists and business angels. (Cumming, Meoli, Rossi, & Vismara, 2024)

Los criterios de ESG aplicados a las plataformas de *crowdfunding* son un factor determinante en este modelo de financiación alternativa para algunos inversores en

concreto, pues ofrecen una nueva perspectiva a tener en cuenta. Debido a la naturaleza de las plataformas de *crowdfunding*, donde los inversores suelen ser individuos y no grandes corporaciones o entidades bancarias, la forma en la que los inversores individuales reaccionan ante la propuesta del proyecto que requiere financiación es muy importante. En cierto grado es importante que los prestatarios apelen a las emociones y valores de los inversores, algo que no ha sucedido en las vías de financiación tradicionales donde para lograr la financiación, existen unos procesos estandarizados enfocados mayoritariamente en resultados (Cumming, Meoli, Rossi, & Vismara, 2024). Los criterios de ESG apelan a esos valores personales por lo que su aplicación ofrece oportunidades inéditas para la financiación mediante *crowdfunding* que pueden parecer a priori menos atractivas para inversores tradicionales.

En este sentido, la dimensión cultural de la distancia de poder (Hofstede, 1984) enfatiza el punto anterior ya que las en las situaciones donde la distancia de poder es inferior, como es el caso de las plataformas de *crowdfunding*, prima en la valoración de opciones de inversión la sostenibilidad y la preocupación con el medioambiente, por lo que los criterios de ESG son de especial relevancia para cualquier proyecto que busque financiación mediante métodos alternativos.

Aunque es verdad que el ESG ha ido expandiéndose por muchos sectores y los criterios se han convertido en una métrica muy relevante en los análisis de los inversores, en lo relativo a las vías de financiación alternativas no se han dado tantos avances como por ejemplo en sectores tradicionales como la banca. Siguen existiendo algunas lagunas en lo que respecta a la divulgación de información, relativa al cumplimiento de los criterios de ESG, en los proyectos de *crowdfunding* (Yeh & Wang, 2023). En este tipo de proyectos donde el inversor suele un individuo no experto, que quizás no disponga de los medios ni recursos para tomar decisiones como lo haría un inversor profesional, es esencial que disponga de toda la información posible durante el proceso de decisión. Por ello se ha de facilitar a los potenciales inversores información adecuada en las descripciones de cada uno de los proyectos para permitir una evaluación precisa del riesgo.

Los mecanismos en línea que ofrecen las plataformas de *crowdfunding* ayudan en reducir las fricciones económicas asociadas tradicionalmente a la inversión en proyectos nuevos en fases de desarrollo. Esto se reafirma en el hecho de que la distancia geográfica media

entre emprendedores e inversores en las plataformas de *crowdfunding* es de unos 4.800 kilómetros. Los patrones de inversión en estas plataformas, en el largo plazo, son independientes de la distancia geográfica entre inversor y emprendedor, algo que rompe radicalmente con la noción tradicional de la necesidad de mantener una cercanía en el mundo de la financiación (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2011).

5.4. Fraude en las plataformas de *crowdfunding*:

Para fomentar los servicios transfronterizos de financiación participativa y facilitar el ejercicio de la libertad de prestar y de disfrutar dichos servicios en el mercado interior, es necesario eliminar los obstáculos existentes para el buen funcionamiento del mercado interior en los servicios de financiación participativa y garantizar un alto nivel de protección a los inversores estableciendo un marco regulador a nivel de la Unión (Boletín Oficial del Estado , 13/11/2014).

El mayor problema al que se enfrentan las plataformas de financiación alternativa es el riesgo reputacional derivado de escándalos puntuales en alguna de las plataformas existentes, que puede afectar al sector en su conjunto. A su vez los potenciales fraudes se ven facilitados dado el perfil de sus usuarios. La gran mayoría de inversores que participan en las plataformas son personas con recursos reducidos, que no cuentan con conocimientos financieros profesionales. Por ello, en ocasiones no están debidamente advertidos del riesgo que conlleva su inversión, ni de sus implicaciones. Tampoco tienen una capacidad adecuada de análisis de información.

En la mayoría de los casos, a pesar de aportar capital, no se cuenta con ningún poder de negociación o de monitoreo de la eficiencia de la actividad de la empresa (Demaria, 2013). Únicamente se cuenta con la promesa de una futura devolución del dinero o de algún tipo de recompensa o bienes y/o servicios a cambio.

Son conocidos los múltiples escándalos por proyectos de *crowdfunding* que han resultado ser fraudulentos y que ha estafado a pequeños inversores de su dinero. Destacan proyectos como el “*Pebble Time*”, que prometía un *smartwatch* acuático capaz de mandar mensajes de voz debajo del agua, el cual llegó a recaudar un total de 20.3 millones de dólares a

través de la plataforma de *crowdfunding* (Dredge, 2015). El videojuego “*Star Citizen*”, que lleva más de una década en desarrollo sin mostrar ningún resultado y que ha llegado a recaudar una cifra de 179 millones de dólares a pesar de haberse saltado todas las fechas prometidas de lanzamiento (Tassi, 2015). Y finalmente el caso de la empresa “*JuicyFields*”, que resultó ser un escándalo piramidal que prometía ser una plataforma de inversión en cannabis y llegó a recaudar en torno a 800 millones de dólares (Sabaghi, 2022).

A nivel doméstico, en España, la plataforma online “*Housers*” prometía invertir en proyectos inmobiliarios, llegando a reunir unos 550.000 euros de diferentes inversores. Pretendía democratizar la inversión en activos inmobiliarios para todo el mundo y hacerlo más accesible para los pequeños inversores, donde únicamente hacía falta aportar un capital mínimo de 50 euros. Con el capital reunido, se realizarían proyectos urbanísticos en las grandes ciudades de España, generando ganancias que luego se repartirían entre inversores en función de la cantidad de capital aportado. Los inversores de la plataforma la han denunciado ya que nunca se han llegado a desarrollar esos proyectos y únicamente se aplazan sin llegar nunca a comenzar (Hermoso, 2020).

Por sucesos como estos, es entendible que invertir en plataformas de *crowdfunding* pueda crear cierto rechazo a inversores, debido al elevado nivel de riesgo. Por ello, se pretende generar mayor confianza en los inversores creando un marco regulatorio que evite futuros escándalos y que regule la actividad de estas plataformas. Con la aprobación del Reglamento (UE) 2020/1503, se pretende dar a los inversores esa seguridad que tanto necesitan para confiar en que su capital no corre riesgos sobre los cuales son tienen control.

CONCLUSIONES:

Los criterios de ESG no surgen de un vacío total, sino que llevan son fruto de un proceso longevo que lleva tiempo dando pasos hacia una forma de financiación más ética y responsable con el entorno medioambiental y social. Históricamente, la parte más desarrollada y sobre la que más literatura hay es la de la letra E (*Environmental*), pero hay iniciativas recientes como los IWA que buscan dar un mayor protagonismo a las letras S y G (*Social* y *Governance*). Las primeras iniciativas de ESG surgen de la mano del sector privado con los GBP y posteriormente el sector público, a raíz del Acuerdo de París del 2015 y la creación del NGFS, comienza a interesarse por el papel que juegan de las finanzas en la lucha por la transición hacia un modelo de economía más sostenible.

Desde entonces, han surgido innumerables iniciativas, tanto públicas como privadas, que buscan aplicar los criterios de ESG y contabilizarlos en diferentes industrias para facilitar la transición hacia un modelo más sostenible y ético. El problema fundamental al que se enfrentan los criterios de ESG es la lucha contra la falta de transparencia y el *greenwashing*. La forma de generar mayor confianza en los inversores y de evitar que se den situaciones de *greenwashing*, es mediante una mayor transparencia y mediante la medición del impacto que las entidades, proyectos y corporaciones tienen sobre el medioambiente, la gobernanza y la sociedad.

En este trabajo he abarcado algunas de las muchas iniciativas existentes, donde destacan aquellas que se enfocan en la metodología y los requerimientos necesarios en las divulgaciones de información a los respectivos inversores (como es el caso del Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) y también aquellas iniciativas que tratan de definir que es sostenible y que no es considerado como sostenible en el sector de la financiación (taxonomía verde de la Unión Europea). Finalmente están las iniciativas que tratan de crear un conjunto de estándares que transmitan la información a los inversores del impacto que la actividad que desarrollan tiene sobre el medioambiente y/o la sociedad, donde destacan los IWA y el Grupo de Trabajo específico del TCFD, creado por el FSB.

En estos momentos sigue existiendo una falta de transparencia que dificulta la transición a un modelo de financiación más sostenible como consecuencia de la falta de confianza de los inversores por culpa del *greenwashing*, aunque los avances en este ámbito son

evidentes. Sin embargo, el gran número de iniciativas existentes, a pesar de ser un ejemplo de un mayor compromiso con los criterios de ESG, puede realmente llegar a generar confusión e incluso facilitar la aparición del *greenwashing*.

En lo referente al *crowdfunding*, todavía queda mucho recorrido por delante y es muy complicado que esta forma de financiación alternativa suplante a las vías de financiación tradicionales como los bancos. En cuanto a escala y volumen se sigue considerando como un nicho dentro del sector de la financiación, pero considero que tiene un rol muy importante que jugar en cuanto a la percepción que tenemos acerca de los mecanismos de financiación. Es una opción de financiación beneficiosa para empresas y proyectos que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo y/o crecimiento, pero conlleva la responsabilidad social de informar adecuadamente a los inversores de donde se destinan sus fondos y cuáles son los medios.

Considero que los criterios de ESG aplicados a las plataformas de financiación alternativas como *crowdfunding* puede suponer un punto de inflexión, a partir del cual se produzca un crecimiento exponencial para esta forma de financiación. Un único marco normativo por el cual los proyectos que cumplan con una serie de criterios de ESG y tengan unos niveles de transparencia dentro de los parámetros establecidos gozarán de una mejor percepción por parte de los inversores, ya que estos sentirán mayor seguridad al evaluar sus opciones de inversión.

Todo este proceso de transparencia y medición del impacto de la actividad según los criterios de ESG puede resultar muy costoso para proyectos que acaban comenzar o están en sus primeras etapas de desarrollo, por lo que lo óptimo sería crear un marco que integre la información relativa a ESG con el tradicional marco contable, de resultados financieros y situación patrimonial, al que las empresas se puedan adherir. De esta forma la divulgación de información y la contabilidad se haría de forma mucho más uniforme lo que facilitaría la entrada de más capital para financiar proyectos que tengan un impacto positivo social y medioambiental. Por último, resulta esencial ganar en transparencia y credibilidad para evitar casos de fraude dentro de las plataformas de financiación participativa, que tanto daño pueden hacer a su imagen y reputación.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

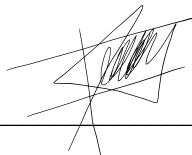
Por la presente, yo, Federico Cabañas Pedraz, estudiante de E6 de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “Iniciativas recientes en relación a la aplicación de los criterios ESG en el mundo financiero y el uso creciente de plataformas de inversión participativa, como el ‘crowdfunding.’”, declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

- i. No he usado ninguna.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 09/03/2024

Firma: _____



BIBLIOGRAFÍA:

Abhilash, M., & Dithrich, H. (2019). Sizing the Impact Investing Market. Global Impact Investing Network.

ABN AMRO. (2017). IP&L: Measuring long-term value creation.

Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). The geography of crowdfunding (No. w16820). National bureau of economic research, 2-63.

Amel-Zahed, A., & Serafeim, G. (2017). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. Harvard Business School Working Paper.

Asociación Española de Business Angels (AEBAN). (6 de marzo de 2024). Aeban.es. Obtenido de <https://www.aeban.es/>

Autoridad Bancaria Europea (EBA). (2019). EBA Action Plan on Sustainable Finance. París.

Banco Central Europeo. (2020). Guía sobre riesgos relacionados con el clima y medioambientales. Frankfurt.

Barahona, R., & Barreira, R. (2022). Las Plataformas de Financiación Participativa de Crédito para Consumo en España. Artículos Analíticos. Boletín Económico 3/2022, 2-12.

Boletín Oficial del Estado. (13/11/2014). Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. BOE, núm 275.

Climate Disclosure Standards Board (CDSB); Sustainability Accounting Standards Board (SASB). (2017). TCFD Implementation Guide: Using SASB Standards and the CDSB Framework to Enhance Climate-Related Financial Disclosures in Mainstream Reporting.

Cuevas, H., Palomeque, E., & Santa-Cruz, B. (2023). Publicación de los riesgos ESG bajo el Pilar 3. Primera información de las entidades bancarias españolas y otras europeas. *Revista de Estabilidad Financiera*, 3-5.

Cumming, D., Meoli, M., Rossi, A., & Vismara, S. (2024). ESG and crowdfunding platforms. *Journal of Business Venturing*, 39(1), 12-19.

Delmas, M. A., & Cuere Burbano, V. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54 (1), 64-87.

Demaria, C. (2013). *Introduction to private equity: venture, growth, lbo and turn-around capital*. John Wiley & Sons.

Dredge, S. (30 de Marzo de 2015). Pebble Time smartwatch raised \$20.3m in Kickstarter crowdfunding. *The Guardian*.

Falcone, P. M., Morone, P., & Sicac, E. (2018). Greening of the financial system and fuelling a sustainability transition: A discursive approach to assess landscape pressures on the Italian financial system. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 23-37.

Friede, U., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), 210-233.

Gerber, E. M., Hui, J. S., & Kuo, P.-Y. (2012). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. *Proceedings of the international workshop on design, influence, and social technologies: techniques, impacts and ethics*, 2 (11), 2-11.

Hermoso, I. D. (1 de Agosto de 2020). Inversores particulares se querellan contra la plataforma Housers por proyectos inmobiliarios no terminados. *Confidencial Digital*.

Hofstede, G. (1984). *Culture's consequences: International differences in work-related*

values. Sage Publications.

Howe, J. (2009). *Crowdsourcing: Why the power of the crowd is driving the future of business*. New York: Crown Currency.

ICMA. (2021). *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. Paris.

IFRS Foundation. (2023). *IFRS S1. General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*. Londres.

IFRS Foundation. (2023). *IFRS S2. Climate-related Disclosures*. Londres.

International Energy Agency (IEA). (2015). *World Energy Outlook Special Briefing for COP21*.

International Finance Corporation (IFC). (2019). *Creating Impact: The Promise of Impact Investing*. Washington D.C.: International Finance Corporation.

Johnson, T., & Sergie, M. A. (2014). *Islam: governing under Sharia*. Council on Foreign Relations, 25.

Kampen, M. v. (2018). *Growing trend in Environmental Profit & Loss Accounting: how to reap the benefits*. Philips Innovation Services.

Kjellberg, S., Pradhan, T., & Kuh, T. (2018). *An Evolution in ESG Indexing*. iShares by Blackrock.

Laufer, W. S. (2003). *Social Accountability and Corporate Greenwashing*. *Journal of Business Ethics*, 43, 253-261.

Loumioti, M. (2022). *Direct lending: The determinants, characteristics and performance of direct loans*. Dallas: Characteristics and Performance of Direct Loans.

Maier, E. (2016). *Supply and demand on crowdlending platforms: connecting small and*

medium-sized enterprise borrowers and consumer investors. *Journal of Retailing and consumer Services*, 33, 143-153.

Naciones Unidas. (2015). *Acuerdo de París*. París.

Network for Greening the Financial System (NGFS). (2021). *Guide on climate-related disclosure for central banks*.

Network for Greening the Financial System (NGFS). (2023). *NGFS Scenarios for central banks and supervisors. Workstream on Scenario Design and Analysis*.

Nilsson, P., & Mooney, A. (16 de Junio de 2016). *Boohoo directors to face shareholder revolt over supplier labour abuse*. *Financial Times*.

Official Journal of the European Union. (2020). *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088*. Bruselas.

Parlamento Europeo; Consejo de la Unión Europea. (2020). *Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (U. Diario Oficial de la Unión Europea*.

PRI Association. (2023). *PRI Annual Report 2022-23*. Londres: PRI Association.

Reglero, J. (2018). *Fuentes de financiación alternativa*. *Harvard Deusto Business Review*, 275, 52-60.

Sabaghi, D. (25 de Julio de 2022). *JuicyFields' Alleged Ponzi Scheme May Be The Biggest Scam In The Cannabis Industry*. *Forbes*.

Solvay. (2015). *Sustainable Portfolio Management Guide*.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

Tassi, P. (14 de diciembre de 2015). With \$100M In Crowdfunding, 'Star Citizen' May Not Be A Scam, But It Feels Like A Cult. Forbes.

Yeh, J.-Y., & Wang, Z.-L. (2023). Mining ESG Semantic Features for success prediction in Green-Oriented Crowdfunding Campaigns. 2023 International Conference on Consumer Electronics-Taiwan (ICCE-Taiwan), 819-820.

Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., Suresh, K., Paes, F. F., Mammadova, L., . . . Soki, E. (2021). The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance.