esade

EsadeEcPol - Center for Economic Policy

Cómo funcionará la nueva taxonomía verde europea

EsadeEcPol Brief #34 Diciembre 2022

AUTORES

Fernando Gutiérrez del Arroyo

Manager en Metyis, especializado en temas de sostenibilidad y regulación ESG.

Línea de investigación:

Transición Verde

RESUMEN EJECUTIVO

Para impulsar las finanzas sostenibles y reducir el blanqueo ecológico, la Unión Europea (UE) ha establecido la Taxonomía, un sistema de clasificación sobre qué actividades pueden ser consideradas "sostenibles" desde un punto vista climático y medioambiental (la E dentro del acrónimo ESG). El objetivo principal de la Taxonomía es proporcionar definiciones robustas y requerimientos de divulgación transparentes para promover la canalización de financiación a actividades que contribuyan sustancialmente a resolver la emergencia climática y medioambiental. Aunque tardará en desarrollarse y aplicarse, es la piedra angular del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles (PAFS) de la Comisión Europea y servirá de referencia a nivel global. Además, la creación de una Taxonomía a escala de la UE contribuirá a superar los actuales marcos parciales y discordantes y evitará la aparición de Taxonomías nacionales de los estados miembros, que podrían fomentar el uso de definiciones más laxas (*race to the bottom*).

La Taxonomía permite (o exige, en determinadas ocasiones) que las empresas (financieras y no financieras) calculen cuán verdes son sus actividades. Así, la regulación existente a día de hoy establece que una actividad es considerada "sostenible" a efectos de la Taxonomía si contribuye de forma sustancial a ciertos objetivos medioambientales (como la mitigación o la adaptación al cambio climático, entre otros), sin dañar ningún otro, y cumpliendo unas garantías sociales mínimas y los criterios técnicos de selección. Las dos primeras condiciones son las fundamentales, la tercera es una garantía de respeto a derechos mínimos y la cuarta es una condición instrumental con los detalles para cumplir las dos primeras (un detalle que en la práctica resulta esencial). La regulación también dispone requerimientos de divulgación de la alineación con la Taxonomía según unos formatos y contenidos específicos, buscando fomentar la transparencia y prevenir la "ecoimpostura".

En los próximos años, publicaciones recientes permiten presagiar hacia donde avanzará el desarrollo de la Taxonomía. Más allá de la evolución y actualización de la regulación existente, se perfilan dos posibles extensiones:

- La Taxonomía semáforo: actualmente la taxonomía es binaria (las actividades son clasificadas como sostenibles o no). En su evolución, la Taxonomía dejará de ser binaria y permitirá clasificar las actividades en distintos grupos (rojo, naranja, verde o blanco), adquiriendo un lenguaje más rico, pero también más complejo de aplicar.

- La Taxonomía social: la Taxonomía actual se ciñe al ámbito medioambiental, pero no alcanza el social. Dado que la UE tiene interés en que se cumplan los ODS (Objetivos

esade

EsadeEcPol - Center for Economic Policy

de Desarrollo Sostenible), se respeten los derechos básicos y se incremente el potencial de la inversión social, resulta lógica una posible extensión de la Taxonomía al ámbito social con el objetivo de promover inversiones que resuelvan problemas sociales, si bien ello elevaría nuevamente la complejidad y el solapamiento de los requerimientos para los destinatarios y usuarios.

El impacto de la Taxonomía se prevé profundo en los mercados, al permitir una distinción progresiva entre empresas según su grado de alineación con ella y al promover una canalización de financiación hacia aquellas cuya contribución a la transición ecológica resulte más ambiciosa y duradera.

SUMARIO

1. Planteamiento y contexto regulatorio 3

2. Consideraciones generales de la taxonomía 7

3. Mecánica de aplicación de la taxonomía 12

4. Divulgación de la alineación de la taxonomía 18

5. Posibles desarrollos futuros de la taxonomía 30

6. Referencias y bibliografía 36

1. Planteamiento y contexto regulatorio

De acuerdo con el nuevo objetivo climático, **la UE debe reducir sus emisiones un 55% en 2030, en comparación con los valores de 1990**[1]**, para lo que será necesario canalizar 500.000 millones de euros al año hasta 2030 en inversiones sostenibles** (CE, 2021a). Esta reorientación de los flujos de financiación requiere un aumento insólito del esfuerzo inversor por parte de todos los agentes, hasta la fecha disuadidos por un obstáculo importante: la ausencia de definiciones comúnmente aceptadas sobre qué activos y proyectos financieros pueden considerarse medioambientalmente "sostenibles".

En este contexto, **la UE ha establecido un marco para facilitar las inversiones sostenibles consistente en un sistema de clasificación uniforme (más conocido como "Taxonomía") que determine qué actividades son o no "sostenibles" desde un punto de vista climático y medioambiental (ámbito "E" en el acrónimo ESG).** Este sistema busca desarrollar un lenguaje unificado con el que fomentar la inversión en proyectos sostenibles para que los agentes en mercados (inversores, entidades, emisores, gestores, empresas o consumidores) aprovechen la transparencia y claridad de dicho lenguaje y tomen con él decisiones más informadas que promuevan una economía medioambientalmente más sostenible.

La Taxonomía es el proyecto nuclear del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles (PAFS), recogida como acción 1 en el mismo (CE, 2018). Resulta nuclear porque otras medidas se basan en ella, razón por la que su tramitación se ha priorizado. Tras un voluminoso trabajo introductorio que sigue desplegándose,[2] **la estructura de la Taxonomía está ya aprobada y en vigor a través del Reglamento 2020/852 de Taxonomía**[3] **(RT)**, que levanta "sólo" la base jurídica –genérica y poco detallada– que se desarrolla después en numerosos Reglamentos delegados.

El RT recoge seis objetivos ambientales a través de los cuales se determina la sostenibilidad medioambiental de las actividades económicas consideradas. Estos son: 1) mitigación del cambio climático; 2) adaptación al cambio climático; 3) uso sostenible y la protección de los recursos hídricos y marinos; 4) transición hacia una economía circular; 5) prevención y control de la contaminación; y 6) protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas. En concreto, y como después se desarrollará, una actividad es considerada "sostenible" a efectos de la Taxonomía si contribuye de forma sustancial a alguno de los seis objetivos, sin dañar ningún otro, y si cumple unas garantías sociales mínimas y los criterios técnicos de selección (TSC, por sus siglas en inglés).

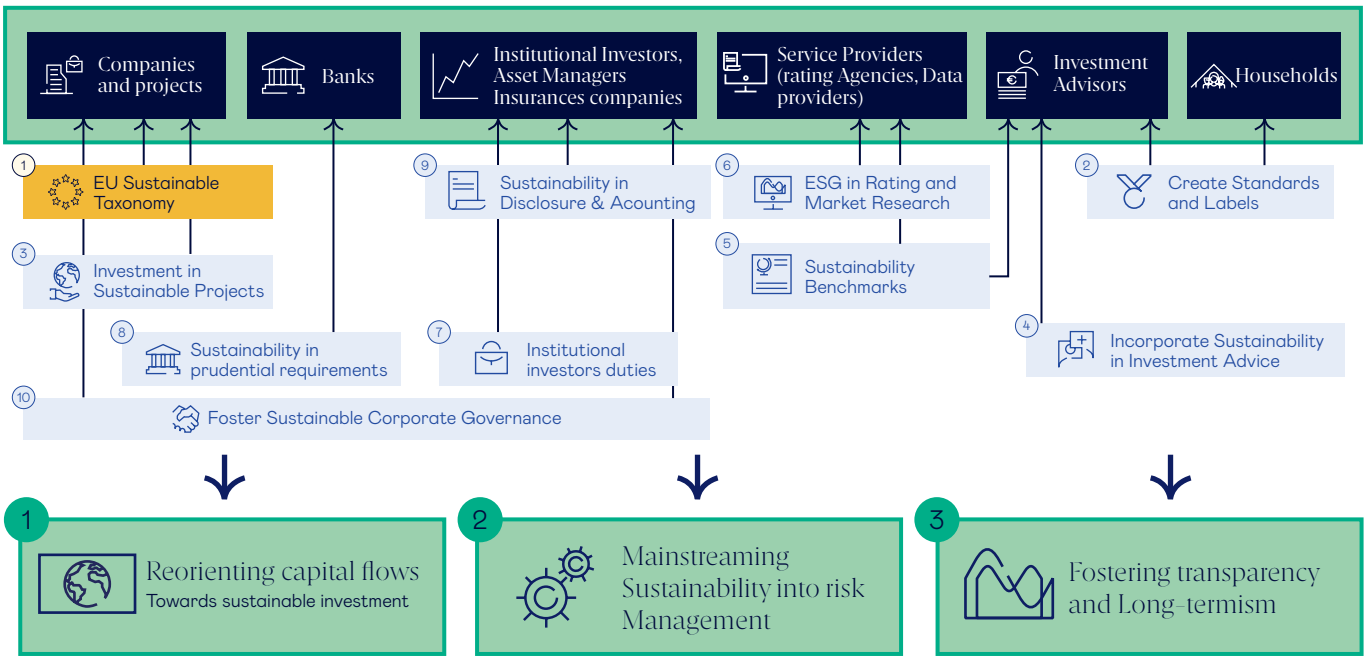
1 Reglamento (UE) 2021/1119 del PE y del Consejo, de 30-jun-21, por el que se establece el marco para lograr la neutralidad climática y se modifican los Reglamentos (CE) 401/2009 y (UE) 2018/1999 («Legislación europea sobre el clima»).

2 El ejecutivo comunitario creó en 2016 el High Level Expert Group, que presentó su análisis en un informe intermedio (HLEG, 2017) y otro final (HLEG, 2018). Sus recomendaciones sirvieron de input para el PAFS. Después, creó el Technical Expert Group para una propuesta detallada. El TEG tuvo cuatro subgrupos (taxonomía, bonos verdes, *disclosure* y *benchmarks*) y cada uno recibió la encomienda de escribir tres tipos de informes (*progress*, *interim* y *final reports*) que nutrieron las políticas y desarrollos normativos que adoptó o acabará adoptando la CE (TEG, 2020). El PAFS se ha acompañado, sustentado o desarrollado por docenas de informes de las instituciones principales de la UE (CE, Consejo o Parlamento Europeo), las agencias regulatorias (EBA, ESMA y EIOPA, conjuntamente llamadas ESAs), los supervisores (BCE, European Systemic Risk Board) u otros organismos (HLEG, TEG, etc.). En concreto, el Taxonomy Working Group (TWG) del TEG recibió el encargo de detallar la Taxonomía, que después se ha incorporado en los Reglamentos delegados. En la actualidad, la CE se está apoyando en dos grupos para seguir desarrollando la Taxonomía. De un lado, el "Grupo de expertos de los Estados miembros en materia de finanzas sostenibles" y, de otro, la Plataforma de Finanzas Sostenibles (PSF por sus siglas en inglés), activa desde oct-20 tras reemplazar al TEG. La PSF es un grupo experto permanente de la CE con una representación plural de expertos privados y públicos, incluyendo AEMA, ESAs, BEI o EFRAG. El input de la PSF a través de informes está siendo muy relevante marcando la dirección de la Taxonomía a futuro (PSF, 2021).

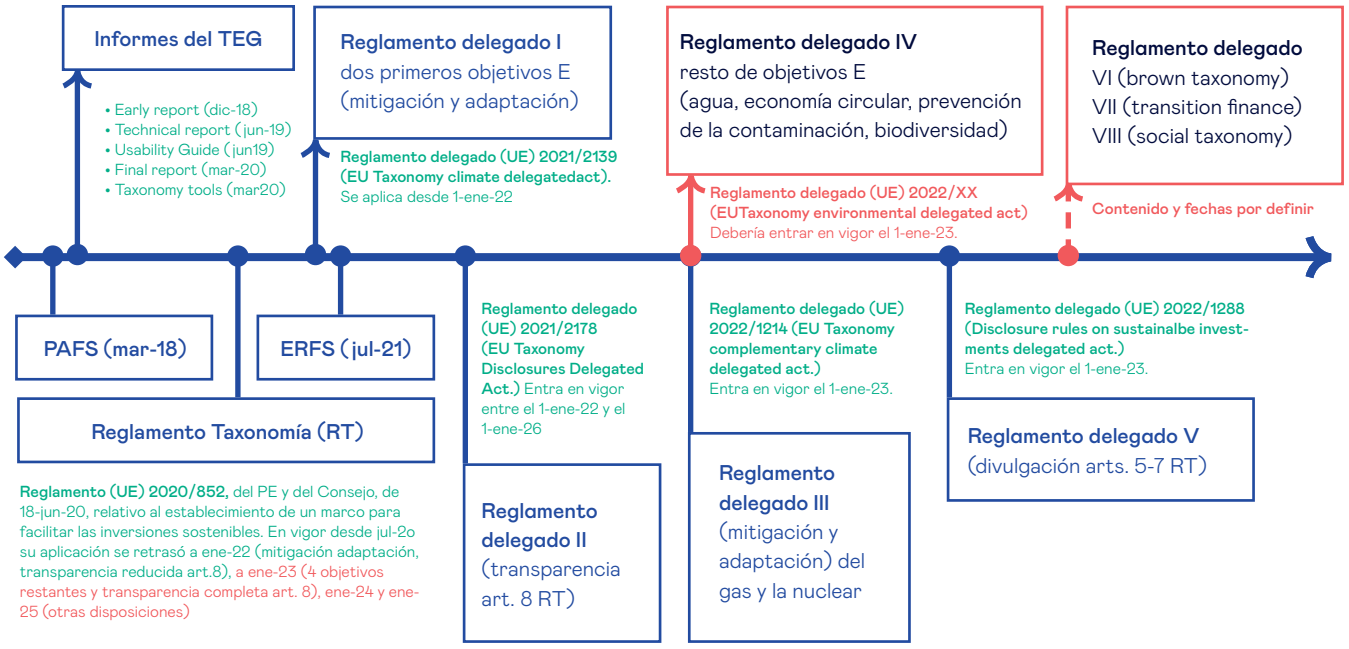
3 Reglamento (UE) 2020/852 del PE y del Consejo, de 18-jun-20 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

El RT está siendo desarrollado por una batería de legislación secundaria de la CE, tal y como se recoge en el cuadro 2, que proveerá la letra pequeña de la Taxonomía. Muchos de estos actos delegados ya han sido adoptados.

Cuadro 1: **destinatarios, acciones y objetivos del PAFS**



Cuadro 2: **marco cronológico de la acción 1 del PAFS (Taxonomía)**



Los actos delegados se refieren a dos dimensiones interconectadas pero distintas. Un primer grupo (Reglamentos delegados I, III y IV) desarrolla los criterios técnicos de selección (TSC), esto

es, las condiciones climáticas o medioambientales que cada actividad ha de cumplir para ser "sostenible" a efectos de la Taxonomía. **El segundo grupo desarrolla los requerimientos de divulgación sobre la alineación de las principales variables financieras** (facturación, inversión y costes) de las entidades financieras y no financieras **(Reglamento delegado II) y** la alineación de los **productos financieros "sostenibles" (Reglamento delegado V) con la Taxonomía.** Este segundo grupo está estrechamente conectado con otras acciones del PAFS: SFDR[4] (acción 7), **NFRD**[5]**-CSRD**[6] (acción 9) y Pilar III de la EBA para bancos de la acción 8 (EBA, 2022).

De esta manera, **los actos delegados de la primera temática (TSC) son los siguientes:**

- El **Reglamento delegado I sobre clima"**[7], adoptado en junio de 2021 y en aplicación desde enero de 2022, **fija la letra pequeña de los dos primeros objetivos ambientales:** mitigación y adaptación al cambio climático;

- El **Reglamento delegado III sobre clima para ciertas actividades**[8], adoptado en marzo de 2022 y que empezará a aplicarse en enero de 2023, **amplía la letra pequeña del primer objetivo ambiental** a ciertas ramas de energía nuclear y gas, a las que se reconoce un papel como actividades de transición que pueden contribuir a mitigar el cambio climático bajo ciertas condiciones; y

- El **Reglamento delegado IV sobre medioambiente**[9], no adoptado aún y que debería comenzar a aplicarse en enero de 2023, **provee la letra pequeña de los restantes 4 objetivos medioambientales** (agua, economía circular, prevención de la contaminación y biodiversidad).

Y los actos delegados del segundo grupo (divulgación de la alineación con la Taxonomía) son:

- **El Reglamento delegado II sobre divulgación en estados no financieros**[10], adoptado en julio de 2021 y en aplicación desde enero de 2022 –aunque con requerimientos escalonados que se difieren en el tiempo–, **fija el contenido y la presentación de la información que deben divulgar las empresas sujetas a la NFRD-CSRD** (básicamente empresas medianas y grandes, financieras y no financieras) respecto a las actividades económicas alineadas con la Taxonomía. Este importante acto delegado desarrolla el art. 8 del RT.

- **Reglamento delegado V sobre inversiones sostenibles**[11], adoptado en abril de 2022 y que se comenzará a aplicar en enero de 2023, **fija la divulgación de sostenibilidad** (contenido, metodología,

4 Reglamento (UE) 2019/2088. Se denomina SFDR: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*.

5 Directiva 2014/95/UE. Se denomina NFRD: *Non Financial Reporting Directive*, traspuesta por la Ley 11/2018.

6 Directiva (UE) 2022/2464. Se llama CSRD: Corporate Responsibility Reporting Directive. Revisó la NFRD.

7 Reglamento delegado (UE) 2021/2139. Se denomina *EU Taxonomy climate delegated act*

8 Reglamento delegado (UE) 2022/1214. Se denomina *EU Taxonomy complementary climate delegated act (CDA)*

9 En la fecha de escritura de este artículo el denominadon EU *Taxonomy environmental delegated act* no ha sido aún publicado por la CE, por lo que resulta muy improbable que se exija la aplicación desde el 1-ene-23 como preveía el RT.

10 Reglamento delegado (UE) 2021/2178. Se denomina *EU taxonomy disclosures delegated act*

11 Reglamento delegado (UE) 2022/1288. Se denomina *Disclosure rules on sustainable investments delegated act*.

presentación de información) **que han de realizar los actores sujetos a la SFDR**, esto es, quienes crean y distribuyen productos financieros y quienes asesoran al cliente final en su colocación.[12] Busca que los creadores de productos financieros tengan en cuenta y divulguen los efectos negativos que puedan tener dichos productos sobre los ámbitos de sostenibilidad E (clima y medioambiente), S (sociedad) y G (buen gobierno). Estos efectos negativos se han denominado "Principales Incidencias Adversas" (PIAs) y se analizan mediante una serie de indicadores E, S y G (**ver recuadro III**). La homogeneización que exige la norma elevará la calidad y cantidad de información sobre sostenibilidad de los productos financieros y los hará más comparables entre sí. Este importante acto delegado desarrolla los arts. 5-7 del RT.

12 Los creadores de productos se denominan "participantes en mercados financieros" (PMF) y son, entre otros, gestoras de fondos, entidades que presten servicios de gestión de cartera o creen productos específicos (PIBS-IBIP, FPE, PEPP, etc.). Los colocadores se denominan "asesores financieros" (AF) y son principalmente las empresas de servicios de inversión o entidades que ofrezcan asesoramiento de inversión en relación a los productos recién señalados.

2. Consideraciones generales de la Taxonomía

La Taxonomía responde a distintos objetivos y motivos y acarrea distintas ventajas y costes los distintos destinatarios o usuarios de la misma. Además, tiene un perímetro específico (actividades concretas y sujetos obligados a aplicarla) y reúne diversas características. Todos estos aspectos se describen de forma breve a continuación:

Objetivo: el objetivo fundamental de la Taxonomía es contribuir al incremento y redirección de los flujos financieros hacia inversiones sostenibles, con la intención de reducir las brechas de inversión existentes y así cumplir con los objetivos de energía y clima comprometidos por la UE.

Al establecer qué actividad se considera medioambientalmente "sostenible", la Taxonomía favorece también otros objetivos colaterales: promueve la armonización y la transparencia y combate el blanqueo ecológico y otros riesgos reputacionales en la emisión de instrumentos, la inversión y el *reporting*.

Motivos: la creación de una Taxonomía a escala de la UE obedece a distintas razones:

- El desarrollo de una base transversal y homogénea al PAFS, que constituya un punto común para toda la regulación financiera de la UE en materia de sostenibilidad.
- Superar los actuales marcos de mercado, que son parciales, discordantes y desiguales, como la *Climate Bonds Taxonomy* (CBI, 2021) o los *Green Bond Principles* (ICMA, 2018).
- La necesidad de evitar la aparición de Taxonomías nacionales de los Estados miembros que pudieran fragmentar el mercado único, fomentar el uso de las definiciones más laxas (*race to the bottom*) o disuadir la realización de inversiones transfronterizas.
- La idoneidad de construir un lenguaje abarcador, exhaustivo y ambicioso de la sostenibilidad para el mayor número posible de actividades económicas, siendo al mismo tiempo inclusivo con sectores actualmente emisores (como actividades de la industria intensiva) pero cuya contribución a la transición es necesaria para cumplir con los objetivos climáticos.
- La necesidad de facilitar la emisión de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas y su obtención y uso por parte de inversores y otros participantes en mercados. Ello conecta la Taxonomía con las otras ramas de divulgación del PAFS (SFDR, NFRD-CSRD, Pilar III EBA).

Ventajas e Inconvenientes: la Taxonomía aspira aportar determinadas ventajas, como:

- Dotar de claridad al mercado mediante la estandarización de la información y los procesos, conteniendo los costes de investigación de los agentes y del mecanismo de descubrimiento de precios.
- Crear nuevas oportunidades a los inversores, al permitir la señalización de activos y carteras conforme a distintos objetivos de sostenibilidad a través de un etiquetado más eficiente de los distintos productos financieros incluyendo, entre otros, ecoetiquetas y bonos verdes (acción 2), índices (acción 5) o *ratings* ESG (acción 6).
- Suministrar indicadores, criterios y umbrales sólidos, rigurosos y homogéneos con los que valorar adecuadamente activos y carteras.
- Reducir el riesgo de "blanqueo ecológico", también llamado "ecoimpostura"[13].

Sin embargo, de este desarrollo normativo también se derivan algunos inconvenientes, como son: costes de extracción de datos, escasez de información cuantitativa de partida, complejidad para la aplicación de TSC e incertidumbre de estos, costes de aprendizaje y organización para cumplir con los requerimientos de *reporting*, etc.

Perímetro: de las más de 600 actividades con código NACE[14], **la Taxonomía cubre por ahora un centenar en los dos primeros objetivos ambientales y apenas medio centenar en los restantes cuatro objetivos. La lista contiene la mayoría de las actividades más emisoras, si bien excluye otras.** Hay muchas actividades no incluidas aún en consideración, por lo que la lista podría aumentar con nuevos subsectores si finalmente son incorporadas.

El Grupo de Expertos Técnicos de la UE en Finanzas Sostenibles (TEG, por sus siglas en inglés) popularizó otra clasificación de actividades que resulta útil para entender cómo clasifica las actividades el primer objetivo de la Taxonomía (mitigación)[15]. Por un lado, están las *actividades bajas en carbono*, que no emiten gases nocivos o emiten muy poco o compensan con tecnologías de secuestro y almacenamiento o utilización de carbono (CCS y CCU, por sus siglas en inglés). Por otro, están las *actividades en transición*, que emiten más cantidad de GEI, pero pueden ayudar a la transición mediante su propia descarbonización (manufacturas, construcción, transporte o energía, incluidos el gas o la nuclear). Y por último están las *actividades facilitadoras (enabling)*, que, en lugar de contribuir a la transición, con su propio desempeño facilitan a otras actividades descarbonizarse (tecnologías de CCS-CCU, fabricación de turbinas eólicas, etc.). Pues bien, los criterios de mitigación serán probablemente estables para las primeras y las terceras, pero se endurecerán con el tiempo

13 El RT lo define como "la práctica de obtener una ventaja competitiva desleal comercializando un producto financiero como respetuoso con el medio ambiente cuando, en realidad, no cumple los requisitos medioambientales básicos".

14 **NACE: N**omenclature statistique des **a**ctivités économiques dans la **C**ommunauté **e**uropéenne.

15 En el caso del segundo objetivo (adaptación), el TEG distinguió entre actividades "adaptadas" y "facilitadoras" (por ejemplo, aseguramiento contra el clima), si bien los indicadores que propuso son muy contextuales (dependen mucho de la localización de la actividad) y mayormente cualitativos, lo que generará más "zonas grises" que en el caso de la mitigación.

para las segundas. El RT acoge esta clasificación de actividad en transición (art. 10) y facilitadora (art. 16) que las empresas tendrán que divulgar de forma separada.

Mientras, para los cuatro restantes objetivos ambientales la Plataforma sobre Financiación Sostenible (PSF, por sus siglas en inglés) ha organizado recientemente las actividades en función de si su contribución *directamente mejora* el estado del medioambiente, lo *restaura* o *posibilita* a otras actividades alcanzar su potencial de mejora (*enabling*).

Características: la Taxonomía es

1) ***Voluntaria (en general)***: las empresas pueden servirse de la Taxonomía y utilizarla si así lo desean. Solo es obligatoria en tres casos: a) los participantes en los mercados financieros o los emisores a los que los Estados miembros o la UE impongan requisitos sobre productos financieros o emisiones de renta fija privada "que se ofrezcan como medioambientalmente sostenibles"; b) los participantes en mercados que ofrecen productos financieros (vinculado a la SFDR); y c) las empresas "que estén sujetas a la obligación de publicar estados no financieros o estados no financieros consolidados" (vinculado a la NFRD-CSRD).

2) ***Flexible:*** la Taxonomía no obliga a invertir en las actividades catalogadas como "sostenibles", sino que es compatible con todas las estrategias de inversión, sin impedirlas o prohibirlas, pues lo que busca es solo clarificar su grado de sostenibilidad. Seguirán existiendo como hasta ahora distintas estrategias de inversión y productos.

3) ***Basada en la evidencia:*** los indicadores, criterios y umbrales de la Taxonomía (TSC) se basan en la evidencia científica disponible. Con ello se pretende afrontar también el riesgo de "ecoimpostura".

4) ***Inclusiva:*** la CE tomará en consideración las opiniones de la PSF, el Grupo de expertos de los Estados miembros en materia de finanzas sostenibles y otros *stakeholders* a la hora de decidir si complementa, modifica o actualiza la Taxonomía. Todos ellos están invitados a enviar a la CE evidencia que a su juicio sustente incluir o excluir de la Taxonomía determinadas actividades.

5) ***Dinámica:*** los indicadores, criterios y umbrales pueden cambiar, reducirse o ampliarse con el tiempo para adecuarse a los objetivos climáticos. De hecho, cada tres años los TSC del objetivo de mitigación se revisarán para adecuarse a los objetivos climáticos, hasta incluso igualarse a cero en 2050. La Taxonomía será así adaptada periódicamente para alterar la intensidad de la transición e incorporar el conocimiento científico y los avances tecnológicos existentes. La labor de ampliación, revisión o reducción de la Taxonomía recaerá en la PFS, que formulará sus recomendaciones a la CE.

6) ***Neutral:*** la Taxonomía no prescribe qué tecnología ha de utilizarse para que una actividad cumpla los TSC (algo que compete al mercado) sino solo los indicadores, criterios y umbrales que ha de cumplir para ser considerada "sostenible".

7) ***Binaria (hasta el momento):*** actualmente las actividades cubiertas por la Taxonomía son sostenibles ("*verdes*") cuando cumplen sus requisitos o no lo son cuando los incumplen. Pero en su evolución la Taxonomía dejará de ser binaria y permitiría clasificar las actividades en distintos grupos ("*verdes*", "*ámbar*", "*marrones*" o "*blancas*" , por ejemplo), como desarrolla la sección 4. La Taxonomía tendrá así un lenguaje más rico y con menos zonas grises, pero también más complejo de aplicar. Será además más coherente, al introducir incentivos para que las actividades pasen de ser "marrones" a "ámbar" y a "verdes".

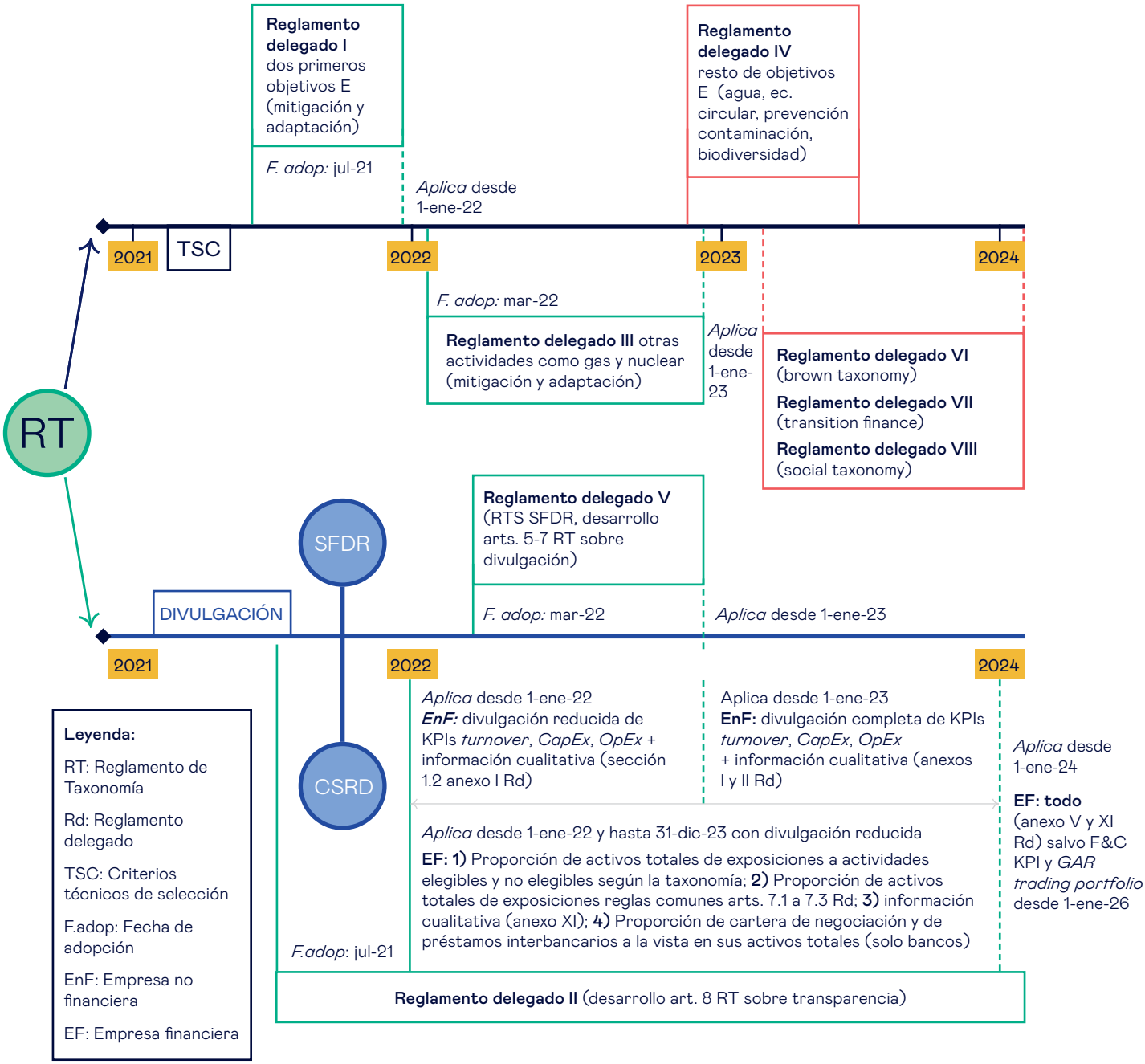
8) ***Circunscrita a actividades:*** la Taxonomía identifica actividades ambientalmente "sostenibles", pero no activos o empresas. Su uso no permitirá trazar por ahora un vínculo directo sobre si determinada empresa o activo son "verdes", pero sí una inferencia indirecta: una empresa será "ambientalmente sostenible" cuando se dedique a actividades "sostenibles" según la Taxonomía. Si no se dedica por entero a éstas, su grado de "sostenibilidad" podrá inferirse de la proporción de su facturación, inversión o costes en actividades sostenibles y/o de otros indicadores cuantitativos. Sería conveniente desarrollar esta inferencia indirecta ya, aunque la Taxonomía continúe incompleta, para que los participantes en mercados analicen qué empresas o activos son "sostenibles" para así invertir en ellos o recomendar su inversión a terceros. Además, lo relevante es la actividad y no dónde se realice. En cuanto a los activos, otras ramas del PAFS tienen como objetivo establecer un vínculo directo de sostenibilidad entre actividad e instrumento financiero, pues ecoetiquetas y bonos verdes (acción 2), índices de referencia (acción 5) o *ratings* ESG (acción 6) se basan ya (o se basarán próximamente) en la Taxonomía.

9) ***Práctica:*** se buscará que los TSC serán claros, fáciles de usar, inequívocos y no tengan efectos adversos en los mercados. Estas propiedades no son propiamente rasgos de la Taxonomía, sino objetivos, pero existe un compromiso claro de alcanzarlos.

10) ***Unificada:*** la Taxonomía se aplicará en la UE como clasificación única y podrá servir de umbral de exigencia a escala global. Se ha plasmado en un Reglamento y no en una Directiva para no dar flexibilidad y espacio a los EE.MM. para adoptar soluciones diversas. Esta unificación será positiva para la estabilidad y claridad regulatorias, la unidad de mercado, la canalización de inversiones sostenibles o la carga administrativa, entre otros aspectos.

Una representación del desarrollo del RT, distinguiendo la vertiente de TSC y la de divulgación, junto con las fechas de adopción y de aplicación se presenta en el cuadro 3.

Cuadro 3: **desarrollo normativo de la Taxonomía y fechas de aplicación**



3. Mecánica de aplicación de la taxonomía

El objeto del Reglamento 2020/852 (RT) es establecer "los criterios para determinar el grado de impacto y sostenibilidad ambientales de una actividad económica a efectos de fijar el grado de sostenibilidad ambiental de una inversión" (art. 3). Conceptualmente, **la Taxonomía describe cuatro condiciones cumulativas que una actividad económica ha de cumplir para denominarse "sostenible".** Para ser consideradas sostenibles, las diversas actividades deben cumplir cuatro condiciones, que de acuerdo con el art. 5 son las siguientes:

1) ***Contribución sustancial*** (arts. 10-15): **la actividad económica debe "contribuir de forma sustancial" (SC en inglés) a alguno de los seis objetivos ambientales siguientes:**

   a. Art. 10: Mitigación del cambio climático (simplificado comúnmente como "***mitigación***")
   b. Art. 11: Adaptación al cambio climático ("***adaptación***")
   c. Art. 12: Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos ("***agua***")
   d. Art. 13: Transición a una economía circular, incluida la prevención de residuos y una mayor aceptación de las materias primas secundarias ("***economía circular***")
   e. Art. 14: Prevención y control de la contaminación ("***prevención de contaminación***")
   f. Art. 15: Protección de la biodiversidad y los ecosistemas sanos, y restauración de los ecosistemas degradados ("***biodiversidad***")

   Cada artículo precisa las actividades genéricas que permiten contribuir a cada objetivo ambiental. Por ejemplo, el art. 10 menciona como actividades que promueven la mitigación el aumento de la movilidad limpia, la mejora de la eficiencia energética o el uso de tecnologías de CCS y CCU, entre otras, así como la "facilitación" de cualquiera de ellas. Estas actividades han de apoyar un objetivo (en el caso de la mitigación, la transición a una economía neutra en carbono coherente con el objetivo de limitar el calentamiento a 1,5ºC) y cumplir ciertas condiciones (en este caso que la actividad no obstaculice el desarrollo y la implantación de alternativas de bajas emisiones de carbono, por ejemplo). Se mandata a la CE a establecer los criterios técnicos de selección (TSC) mediante un acto delegado.

2) ***Ausencia de perjuicio significativo*** (art. 17): **la actividad no debe causar un perjuicio significativo a ninguno de los restantes objetivos** (***Do No Significant Harm*** **o** ***DNSH*** **en inglés**). Esta condición busca es evitar que una actividad sea perjudicial para el medioambiente pese a que sí contribuya de forma sustancial a alguno de los seis objetivos medioambientales. El RT solo define genéricamente qué es dañar de forma significativa a cada objetivo ambiental.

3) ***Cumplimiento de las garantías sociales mínimas*** (art. 18): **la actividad económica debe llevarse a cabo "cumpliendo las garantías mínimas" (MSS en inglés) recogidas en:**

   a. Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales (OCDE, 2011);
   b. Principios Rectores de la ONU sobre empresas y derechos humanos (ONU, 2011);

c. Principios y derechos de los 8 convenios fundamentales a que se refiere la Declaración de la OIT sobre principios y derechos fundamentales en el trabajo[16] (OIT, 2021); y
d. Carta Internacional de Derechos Humanos (ONU, 2022).[17]

Recientemente, la PSF emitió un informe sobre salvaguardas mínimas (PSF, 2022d) que se enfoca en cuatro temas centrales para los cuales se debe definir el cumplimiento de dichas salvaguardas mínimas (impuestos, competición justa, corrupción y soborno y derechos humanos, incluidos los derechos de los trabajadores), así describe una serie de recomendaciones sobre cómo hacerlo.

4) ***Cumplimiento de los criterios técnicos de selección*** (art. 19): **la actividad debe cumplir los "*technical screening criteria*" (TSC) que se desarrollen en los Reglamentos delegados.** Los TSC determinan los criterios concretos de las dos primeras condiciones (contribución sustancial y ausencia de perjuicio significativo). Por ejemplo, los TSC de la contribución sustancial al objetivo de mitigación (que la CE revisará cada tres años para asegurar el cumplimiento del objetivo de neutralidad climática en 2050) han de orientarse al cumplimiento de un escenario de 1,5ºC y excluye a los combustibles fósiles para la generación de electricidad.

Las dos primeras condiciones son las fundamentales, la tercera es una garantía de respeto a derechos mínimos y la cuarta es una condición instrumental con los detalles para cumplir las dos primeras (un detalle que, en la práctica, es esencial). "Una actividad económica no debe considerarse medioambientalmente sostenible si son más los daños que causa al medio ambiente que los beneficios que aporta. Los criterios técnicos de selección deben determinar los requisitos mínimos necesarios para evitar un perjuicio significativo a otros objetivos" (Considerando 40).

En puridad hay una quinta condición implícita en el Reglamento y previa a las anteriores, la de *eligibilidad*: la actividad debe estar dentro del perímetro de las actividades consideradas por la Taxonomía, pues en otro caso no tendrá sentido aplicar los TSC. Es importante no confundir "elegibilidad" con "desempeño sostenible": la elegibilidad es un indicador de que una actividad está dentro del perímetro para ser evaluada y tiene el potencial para alinearse con la Taxonomía.

En todo caso, el RT deja a los Reglamentos delegados fijar los TSC que concreten qué significa "contribuir de forma sustancial" y "no dañar de forma significativa" para cada actividad económica en cada uno de los seis objetivos. Los TSC se van incorporando al ***EU Taxonomy Compass*** (CE, 2021a), una herramienta de fácil uso que permite visualizarlos según se vayan adoptando.

16 Incluye: 1) Convenio sobre la libertad sindical y la protección del derecho de sindicación, 1948 (núm. 87); 2) Convenio sobre el derecho de sindicación y de negociación colectiva, 1949 (núm. 98); 3) Convenio sobre el trabajo forzoso, 1930 (núm. 29) (y su Protocolo de 2014); 4) Convenio sobre la abolición del trabajo forzoso, 1957 (núm. 105); 5) Convenio sobre la edad mínima, 1973 (núm. 138); 6) Convenio sobre las peores formas de trabajo infantil, 1999 (núm. 182); 7) Convenio sobre igualdad de remuneración, 1951 (núm. 100); y 8) Convenio sobre la discriminación (empleo y ocupación), 1958 (núm. 111).

17 Incluye: Declaración Universal de Derechos Humanos (DUDH), Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales (PIDESC), Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos (PIDCP), Protocolo Facultativo del Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos y Segundo Protocolo Facultativo del Pacto Internacional de Derechos Civiles y Políticos, destinado a abolir la pena de muerte.

En este contexto, **el Reglamento delegado I**, en aplicación desde el 1 de enero de 2022, **fija los TSC de los dos primeros objetivos** (mitigación y adaptación al cambio climático) para un **centenar de actividades** (cuadro 4). La CE estimó que el 40% de las entidades cotizadas, que concentran el 80% de las emisiones nocivas, se ven afectadas por este acto delegado. Esta lista se amplió (no sin polémica) en el **Reglamento delegado III** al gas y la nuclear bajo ciertas condiciones.

Por último, **el Reglamento delegado IV, que se aplicará desde el 1 de enero de 2023, fija los TSC de los cuatro restantes objetivos** (agua, economía circular, prevención de la contaminación y biodiversidad) **para medio centenar de actividades.** En este flanco se observan dificultades mayores que en los dos primeros objetivos, según han puesto de manifiesto las instituciones de apoyo de la CE (JRC, 2022; PSF, 2022a). Estos problemas se refieren a la falta de literatura y métricas suficientes para establecer indicadores y umbrales cuantitativos de los TSC robustos. En estos cuatro objetivos ningún indicador captura y normaliza los impactos (como, por ejemplo, los gases de efecto invernadero en mitigación), por lo que se han buscado creativamente indicadores variados de presión e impacto sobre el medioambiente, que a su vez son complejos de recolectar por la escasez de datos. Además, la lista de macrosectores utilizada en los dos primeros objetivos es poco informativa, lo que ha requerido "bajar" a nivel de sector.

Cuadro 4: **perímetro del primer Reglamento delegado (mitigación y adaptación)**

Grupo	Correspondencia NACE nivel I	Sector	Nº subsectores cubiertos
1	A	Silvicultura	4 subsectores
2	-	Protección y restauración medioambiental	1 subsector
3	C	Manufacturas	17 subsectores
4	D	Energía	25 subsectores
5	E, F	Gestión del agua y los desechos	12 subsectores
6	F, H, N	Transporte	17 subsectores
7	C, F, M	Construcción y actividades inmobiliarias	7 subsectores
8	J	Información y comunicaciones	3 subsectores
9	M	Actividades profesionales, científicas y técnicas	3 subsectores
10	K	Actividades financieras y seguros	2 subsectores
11 a 13	J, P, Q, R	Otros*	5 subsectores

Fuente: Primer Reglamento delegado desde Taxonomy Compass (CE, 2021c).
(*) 11: Educación; 12; Salud y trabajo social; 13: Arte, entretenimiento y ocio

Los indicadores presentan un resultado combinado entre su "impacto" y su "potencial de mejora" y han servido para confeccionar la lista de 93 actividades prioritarias para cada uno de los cuatro

18 **Macrosectores NACE "problemáticos": A** - Agriculture, forestry and fishing; **B** - Mining and quarrying; **C** – Manufacturing; **D** - Electricity, gas, steam and air conditioning supply; **E** - Water supply; sewerage, waste management and remediation activities; **F** – Construction; **G** - Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles; **H** - Transportation and storage; **L** - Real estate activities; Macrosectores NACE no "problemáticos" (el resto): I - Accommodation and food service activities, J - Information and communication, **K** - Financial and insurance activities, **M** - Professional, scientific and technical activities, **N** - Administrative and support service activities, **O** - Public administration and defence; compulsory social security, **P** - Education, **Q** - Human health and social work activities, **R** - Arts, entertainment and recreation, **S** - Other service activities, **T** - Activities of households as employers; undifferentiated goods- & services-producing activities of households for own use, **U** - Activities of extraterritorial organisations & bodies.

objetivos. Al final, la lista de TSC sobre las principales condiciones de la Taxonomía (contribuir de forma sustancial a algún objetivo ambiental sin dañar otro) ha quedado incompleta, con tan solo 118 indicadores. Así, por ejemplo, se han perfilado TSC de biodiversidad para el sector primario y energía, pero estos sectores no tienen asignado aún ningún TSC referido a los otros tres objetivos (agua, economía circular y prevención de la contaminación). Es de esperar que paulatinamente se vayan incorporando TSC en estos objetivos ambientales. Es decir, por ahora se ha considerado que la energía puede incidir en el objetivo de biodiversidad, pero no en los otros tres objetivos, lo que no impide que en el futuro sí pueda considerarse su incidencia en ellos.

La lista de actividades consideradas permite extraer el mensaje de que, en general, cada rama productiva concentra los impactos y/o el potencial de mejora en un único objetivo ambiental, por lo general: sector primario y energía afectan al objetivo de biodiversidad; manufacturas y construcción al de economía circular y, en menor medida, a la prevención de contaminación; el transporte afecta a la prevención de contaminación; y las actividades hidráulicas o la gestión de residuos afectan a los objetivos de agua, economía circular y prevención de la contaminación.

RECUADRO I: la Taxonomía en la práctica - ejemplo sobre aplicación de los TSC

A título ilustrativo puede cogerse como ejemplo de aplicación de los TSC del Reglamento delegado la fabricación de cemento, un sector cuyas emisiones son relativamente altas y que forma parte del Régimen de comercio de derechos de emisión (EU ETS, por sus siglas en inglés). Los TSC fijan la contribución sustancial al primer objetivo ambiental (mitigación del cambio climático) y la ausencia de perjuicio significativo de los restantes objetivos ambientales (DNSH). De la regulación que ilustra el cuadro 5 cabe extraer lo siguiente:

- La actividad se describe y asimila a un código NACE concreto (C23.51).
- Se perfila la contribución sustancial al primer objetivo ambiental (mitigación) mediante un criterio cuantitativo (0,722 tCO_2e por tonelada en clínker gris y 0,469 tCO2e por tonelada de cemento o aglutinante alternativo fabricado). La fabricación que supere el umbral de emisión no se considerará sostenible, aunque se admiten procesos que lo superen si el CO_2 se transporta y almacena bajo tierra. Debe recalcarse que estas métricas relativas de intensidad de CO_2 se irán endureciendo cada tres años, reduciéndose en torno a cero en 2050.
- Los criterios para entender que no daña a los cinco objetivos restantes (DNSH) se relegan a distintos apéndices que, en general, recogen la normativa aplicable. En algún caso, no hay criterios DNSH ("no procede"), que es probable que se definan paulatinamente.
- Los criterios de contribución sustancial y DNSH son en general más cuantitativos en el primer objetivo ambiental (mitigación del cambio climático) que en el segundo (adaptación).[19]

19 Por ejemplo, en el trasporte marítimo de pasajeros se fija en la contribución sustancial a la adaptación al cambio climático que "1. La actividad económica *ha aplicado soluciones físicas y no físicas* («soluciones de adaptación») que reducen sustancialmente los riesgos climáticos físicos más importantes que son materiales respecto a esa actividad". Dichas soluciones se perfilan, además, de forma genérica y se exige un análisis de riesgos climáticos físicos y de vulnerabilidad.

Cuadro 5: **aplicación de la Taxonomía (ejemplo sobre fabricación de cemento en mitigación)**

DESCRIPCIÓN DE LA ACTIVIDAD: Fabricación de clínker (cemento sin pulverizar), cemento o materiales aglomerantes alternativos. Las actividades económicas de esta categoría podrían asociarse al código NACE C23.51, de conformidad con el Reglamento (CE) nº. 1893/2006	
CONTRIBUCIÓN SUSTANCIAL A LA MITIGACIÓN del cambio climático (objetivo ambiental 1)	La actividad consiste en la fabricación de uno de los siguientes productos: a) clínker gris, cuando las emisiones específicas de GEI son inferiores a 0,722 100 tCO_2e por toneladas de clínker gris; b) cemento a partir de clínker gris o aglomerante hidráulico alternativo, cuando las emisiones específicas de GEI de la producción de clínker y cemento o material aglomerante alternativo sean inferiores a 0,469 102 tCO_2e por tonelada de cemento o aglutinante alternativo fabricado.
	Cuando se captura el CO_2 que, de otro modo, habría sido emitido por el proceso de fabricación, para su almacenamiento subterráneo, el CO_2 se transporta y almacena bajo tierra, de conformidad con los criterios técnicos de selección establecidos en las secciones 5.11 y 5.12 del presente anexo.
AUSENCIA DE PERJUICIO SIGNIFICATIVO (DNSH) de resto de objetivos ambientales	*Objetivo ambiental 2) Adaptación al cambio climático;* La actividad se ajusta a los criterios establecidos en el apéndice A del presente anexo.
	Objetivo ambiental 3) Uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos: La actividad se ajusta a los criterios establecidos en el apéndice B del presente anexo.
	Objetivo ambiental 4) Transición hacia una economía circular: No procede.
	Objetivo ambiental 5) Prevención y control de la contaminación: La actividad se ajusta a los criterios establecidos en el apéndice C del presente anexo. Las emisiones están dentro o por debajo de los rangos de niveles de emisión asociados a las mejores técnicas disponibles (NEA-MTD) establecidos en las conclusiones sobre las mejores técnicas disponibles (MTD) pertinentes más reciente, incluidas las concluciones sobre las mejores técnicas disponibles (MTD) para la fabricación de cemento, cal y óxido de magnesio. No se producen efectos cruzados significativos. En el caso de la fabricación de cemento utilizando residuos peligrosos como combustibles alternativos, se han adoptado medidas para garantizar la manipulación segura de los residuos.
	Objetivo ambiental 6) Protección y recuperación de la biodiversidad de los ecosistemas: La actividad se ajusta a los criterios establecidos en el apéndice D del presente anexo.

Fuente: EU Taxonomy Climate Delegated Act de la CE (jun-21)

RECUADRO II: la Taxonomía en la práctica - ejemplo sobre valoración de carteras

Para informar sobre la alineación con la Taxonomía por parte de un inversor, según el ejemplo propuesto por Romo (2021), supongamos que este tiene una cartera de 100 millones repartida entre una cementera (25%) y una eléctrica (75%) dedicada esta última a actividades diversas (refino y producción de electricidad desde gas y desde fotovoltaica). Ninguna de ellas ha informado sobre qué proporción de sus ingresos está alineada con la Taxonomía, lo que obliga al inversor a calcular qué proporción de su cartera contribuye de forma sustancial a cada objetivo ambiental (supongamos solo el primer objetivo de

mitigación). El procedimiento para calcular la alineación requeriría los **siguientes pasos (cuadro 6):**

- **Identificar las actividades cubiertas:** la Taxonomía cubre la producción de cemento y de electricidad desde gas y solar, no así el refino, que se excluirá del cálculo;
- **Averiguar si las actividades cubiertas cumplen con la contribución sustancial al objetivo** de mitigación. La cementera tiene dos centros de producción que generan cada uno la mitad de los ingresos, pero solo el primero cumple con el umbral gracias al uso de tecnologías más eficientes. En el caso de la eléctrica, la producción de electricidad desde gas cumple el umbral (<100gCO_2eq/kwh), así como obviamente la de solar, que es una actividad limpia. Como los ingresos de la compañía proceden en un 25% del refino, 25% de electricidad desde gas y 50% desde solar, un 75% cumple con la primera condición (contribución sustancial a la mitigación).
- **Averiguar si las actividades cubiertas no dañan el resto de objetivos ambientales (DNSH) y respetan las garantías mínimas.** Por simplicidad, asumimos que así es.
- **Calcular la alineación global de la cartera con la Taxonomía. En este caso, un 68,5%, resultado de sumar el resultado de la cementera** (25% de proporción en la cartera x 50% de alineación) **y de la eléctrica** (75% de proporción en la cartera x [25% + 50% de alineación de la electricidad desde gas y solar, respectivamente]).

Cuadro 6: **ejemplo de aplicación de la Taxonomía a la valoración de carteras**

		CEMENTERA		ELÉCTRICA		
Proporción en la cartera		25%		75%		
Facturación por instalación/actividad		50%	50%	25%	25%	50%
	¿Cubierto por la taxonomía?	1) Contribución sustancial al objetivo de mitigación según TSC				
Fabricación de cemento	Sí	Sí	No			
Reino de petróleo	No			No		
Producción de electricidad con gas	Sí				Sí	
Producción de electricidad con solar fotovoltaica	Sí					Sí
		2) Ausencia de perjuicio a otros objetivos ambientales (DNSH) Sí en todos los casos				
		3) Respeto a las garantías sociales mínimas Sí en todos los casos				
% de la cartera que pasa los 3 tests y se alinea con la taxonomía: 68,75% = (25% x 50%) + (75% x (25% + 50%))						

Fuente: adaptación desde ROMO (2021)

4. Divulgación de la alineación con la taxonomía

En paralelo al ámbito de los criterios técnicos de selección (TSC), **el RT recoge también disposiciones relevantes sobre divulgación de la alineación con la Taxonomía,** vinculadas a otras acciones del PAFS: SFDR (acción 7), NFRD-CSRD (acción 9) y Pilar III para bancos de la EBA (acción 8). Dicha alineación resulta esencial para determinar la sostenibilidad de las inversiones que ejemplificaba el recuadro 2.

Las normas sobre divulgación y transparencia del RT son dos:

A - La información de sostenibilidad a publicar por las empresas en sus estados anuales no financieros (art. 8 RT), vinculado a NFRD (y CSRD, que la sustituye a principios de 2023); y

B - La información de sostenibilidad a divulgar sobre los productos financieros, sean o no denominados "sostenibles" (arts. 5 a 7 RT), vinculado a la SFDR.

La información concreta a reportar en ambos casos (contenido, presentación, metodología) **no viene fijada en el RT, sino en los Reglamentos delegados II**[20] **y V**[21], respectivamente. Es importante señalar que no hablamos de estimaciones o *proxies*, sino de contabilidad.

Se crea así una conexión triangular entre la divulgación sobre sostenibilidad de Taxonomía, de productos (SFDR) y de entidad (NFRD-CSRD)[22]. No es casual que los usuarios obligados al uso de la Taxonomía sean precisamente los sujetos obligados por las otras dos normas. Cuando una entidad crea productos financieros o deba publicar estados no financieros anuales ha de añadir la divulgación adicional requerida por Taxonomía[23].

A - Transparencia de las empresas en los estados no financieros anuales (art. 8)

El art. 8 RT busca fomentar la transparencia y prevenir la "ecoimpostura" **proporcionando información al mercado sobre el resultado medioambiental de los activos y las actividades económicas de empresas financieras y no financieras (en actividades cubiertas por la Taxonomía).** Además, aspira a ensanchar el campo en el que se desarrollan las finanzas sostenibles, al permitir a los actores financieros crear productos y carteras basadas en esta divulgación (ver sección 4.B).

20 Reglamento delegado (UE) 2021/2178. Se denomina *EU taxonomy disclosures delegated act*

21 Reglamento delegado (UE) 2022/1288. Se denomina *Disclosure rules on sustainable investments delegated act.*

22 La SFDR también obliga a realizar divulgación ESG a nivel de entidad, pero este artículo la omite por simplificación.

23 Además, la conexión entre los vértices del triángulo es estrecha por las remisiones entre estas normas, que se llaman entre sí. Incluso el desarrollo reglamentario de SFDR es el Reglamento delegado V de la Taxonomía, un único acto delegado para las dos normas en lo que se refiere a la divulgación a nivel de productos financieros. Además, la divulgación de la CSRD, que está desarrollando el European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) a solicitud de la CE, integrará en plantillas unificadas todos los contenidos a divulgar derivados de estas tres normas.

Las instituciones financieras necesitan evaluar con rigor y de forma homogénea el rendimiento verde de las empresas y activos que financian. Cuando el Reglamento delegado II comience a aplicarse, lo que sucederá entre 2022 y 2026 de forma escalonada, estas instituciones podrán utilizar ratios basados en su **facturación (*turnout*)**, **activo fijo (*CapEx*)** y **gastos de explotación (*OpEx*) taxonómicos** y, así, agregarlos de forma ponderada y calcular la exposición a sus contrapartes y la alineación de sus carteras y su balance a los seis objetivos de la Taxonomía (losdos climáticos y los cuatro medioambientales).

Con ello en mente, el art. 8.1 RT dispone que las **empresas sujetas a la NFRD (y CSRD desde inicios de 2023)** han de **divulgar en sus estados no financieros** (consolidados o no) **información "sobre la manera y la medida en que las actividades de la empresa se asocian a actividades económicas que se consideren medioambientalmente sostenibles"**, esto es, alineadas con lo definido y concretado en la Taxonomía. Esta disposición se exige a empresas financieras y no financieras.

Mientras, el art. 8.2 RT señala los **"indicadores clave de resultados"** (*Key performance indicators* o KPI) **que las empresas no financieras** (solo estas) **han de divulgar:**

a) la **proporción de su *facturación* (*turnout*)** que procede de productos o servicios relacionados con actividades económicas que se consideren medioambientalmente sostenibles; y

b) la proporción del total de su activo fijo (***CapEx***) y la proporción de sus gastos de explotación (***OpEx***) relacionadas con activos o procesos asociados a actividades económicas que se consideren medioambientalmente sostenibles.

El Reglamento delegado II detalla la información concreta a divulgar por entidades financieras y no financieras: **las empresas no financieras deben calcular sus KPI (ratios de ingresos, *CapEx* y *OpEx*)** siguiendo el anexo I (contenido) y II (plantillas) del Reglamento delegado, **mientras que los bancos han de calcular los suyos** (distintas ratios, destacando el *Green Asset Ratio* o **GAR**) siguiendo el anexo V (contenido) y VI (plantillas). También tienen sus ratios los gestores de activos (anexos III y IV), las empresas de servicios de inversión (VII y VIII) y los seguros (IX y X). Todas las instituciones financieras tienen requerimientos cualitativos adicionales que cumplir (anexo XI).

La presentación de estas ratios se ha acompasado a los TSC. Así, la divulgación del grado de alineación con los primeros dos objetivos ambientales (mitigación y adaptación) por parte de las empresas no financieras es exigible ya en 2022, mientras que empezará a aplicarse desde el 1 de enero de 2023 para los restantes cuatro objetivos, coincidiendo con la entrada en vigor de sus TSC recogidos en el Reglamento delegado IV. Esta sincronización es imprescindible, pues no es posible que una empresa divulgue sus ratios de facturación, CapEx y OpEx verdes sin los criterios, umbrales y métricas de los TSC.

B - Divulgación de información taxonómica de los productos financieros sostenibles

Las reglas de divulgación para los productos financieros "sostenibles" a efectos de Taxonomía requiere antes comprender cuáles son los productos denominados "sostenibles". Esta calificación es crucial porque el inversor que, al final de la cadena (una familia que invierte sus ahorros, por

ejemplo), **demuestre tener preferencias sostenibles** –MiFID II obliga a recabarlas[24]– **solo podrá contratar productos denominados "sostenibles" y no otros** (el inversor que no tenga preferencias ESG también podrá contratarlos).

Esencialmente hay cuatro tipos de productos denominados sostenibles: dos de la SFDR y otros dos del RT (cuadro 7)[25]. De menor a mayor grado a mayor grado de "sostenibilidad" (y por tanto de exigencia regulatoria y dificultad para confeccionarlos) encontramos:

1) El que "promociona características medioambientales o sociales" (**art. 8 SFDR: "*light green*"**). Permite que unas PIAs (principales incidencias adversas) mejoren en detrimento de otras que empeoren (ver recuadro III para una explicación de las PIAs).

2) El que persigue un "objetivo de inversión sostenible" (**art. 9 SFDR: "*dark green*"**), que es más restrictivo por cuanto se fija un objetivo concreto y no permite que unas PIAs mejoren a costa de un empeoramiento significativo en otras (ver recuadro III).

3) El **producto art. 6 RT,** que también promociona características medioambientales como el "*light green*", pero con inversión total o parcial en actividades alineadas con la Taxonomía (superando un porcentaje de alineación aún por definir).

4) El **producto art. 5 RT,** que también persigue un "objetivo de inversión sostenible" como el "*dark green*", pero con inversión total o parcial en actividades alineadas con la Taxonomía (superando un porcentaje de alineación aún por definir).

Cuadro 7: **tipologías de productos financieros sostenibles**

Art. 8 SFDR ("*light green*")

Producto que "promueve características E o S, o una combinación de ellas, siempre y cuando las empresas en las que se hace la inversión observen buenas prácticas de gobernanza"

- **No todo el producto tiene que promover características E o S**
- Es el **producto de menor intensidad verde**
- **Permite que unos indicadores (PIAs) mejoren** en detrimento de otras, que empeoren.
- La CNMV entiende que la inversión mínima para promover características E o S es del 50% (mera pauta interpretativa, la regulación no ha definido por ahora este umbral).

→ *Ejemplo: cartera con los mismos activos subyacentes que un índice de mercado en la que se dé algo más de peso a las empresas con mejor scoring ESG promedio que el del índice contra el que se compara.*

Art. 9 SFDR ("*dark green*")

Producto que tiene como objetivo "inversiones sostenibles" (se haya o no designado un índice de referencia) o la reducción de las emisiones de CO2 en un sentido acorde al Acuerdo de París (alineación con objetivos de 2ºC o 1,5ºC)

- **Tres subtipos distintos** con un o**bjetivo que puede ser cuantitativo y basarse en PIAs.**
- **La fijación del objetivo, lo hace más restrictivo/exigente que el *light green***
- **No es posible que unos indicadores (PIAs) mejoren a costa de un empeoramiento significativo de otros (PIAs)**
- **No hay definido un umbral regulatorio** (ni pauta interpretativa) sobre cuánto % de inversión del producto ha de tener objetivo

→ *Ejemplo: cartera invertida totalmente en petroleras con un objetivo de reducción de emisiones acorde al objetivo de 2ºC*

24 DIRECTIVA 2014/65/UE. MIFID significa Markets In Financial Instruments Directive y ha sido traspuesta por: a) Ley 11/2015; b) RDL 21/2017; o c) RDL 14/2018. La obligación de recabar las preferencias ESG del cliente y la obligación de respetarlas al ofrecer productos financieros o recomendaciones de inversión se recoge en los actos delegados de MiFID II: Reglamento delegado (UE) 2021/1253 y Directiva delegada (UE) 2021/1269, aplicables desde ago-22 y nov-22.

25 Está también otro producto que por simplificación omitiremos: cualquier producto no sostenible (es decir, distinto a estos cuatro "oficiales") que presente un cálculo de Principales Incidencias Adversas (PIAs) y que su creador las haya integrado en su gestión. Este producto "mainstream con PIAs" es sostenible a efectos de MiFID II (se puede colocar al inversor con preferencias ESG), como los otros cuatro, pero no a efectos de SFDR o Taxonomía por su escaso contenido sostenible.

Art. 6 RT

Producto sostenible art. 8 SFDR (que "promociona características medioambientales") **que cumple con tres requisitos cumulativos:**

- invierte total o parcialmente en actividades cubiertas por Taxonomía;
- alcanza el umbral de alineación con la Taxonomía (**por definir**); y
- cumple con la mecánica de aplicación de la Taxonomía en las inversiones materializadas en las actividades cubiertas por ella (contribución sustancial objetivo E, DNSH, garantías mínimas).

El PMF (Participante en Mercados Financieros) ha de extraer los KPI verdes de las empresas del producto y calcular su alineación con la Taxonomía

→ *Ejemplo: cartera en la que más del 50% de los activos promueven características E o S y que más de un 30% de las actividades representadas en el producto está alineado con la Taxonomía.*

Art. 5 RT

Producto sostenible art. 9 SFDR (con "objetivo de inversiones sostenibles") **que cumple con tres requisitos cumulativos:**

- invierte total o parcialmente en actividades cubiertas por Taxonomía;
- alcanza el umbral de alineación con la Taxonomía (**por definir**); y
- cumple con la mecánica de aplicación de la Taxonomía en las inversiones materializadas en las actividades cubiertas por ella (contribución sustancial objetivo E, DNSH, garantías mínimas)

El PMF ha de extraer los KPI verdes de las empresas del producto y calcular su alineación con la Taxonomía

→ Ejemplo: cartera en la que más del 50% de los activos tienen objetivos sostenibles y más de un 30% de las actividades representadas en el producto está alineado con la Taxonomía.

RECUADRO III: descripción de las Principales Incidencias Adversas (PIAs)

Las PIAs son los impactos que conlleva el ejercicio de las actividades por parte de las empresas en los distintos ámbitos de sostenibilidad E, S y G. Aunque la SFDR no define formalmente las PIAs, sí está claro su propósito: **el creador del producto financiero debe agregar los KPI por cada empresa (financiera o no financiera) representada en el producto y ponderarlos en función de su peso relativo.** Para ello, extraerá esta información del *reporting* no financiero realizado por dicha empresa, lo que vincula NFRD-CSRD y SFDR entre sí.

Este cálculo y divulgación de las PIAs se exige para todos los productos financieros (sean o no sostenibles) si su creador es de gran tamaño (un "participante en mercados financieros" o PMF con más de 500 empleados, según la jerga de la SFDR). En cambio, es voluntario para los PMF de menor tamaño y los asesores financieros (AF) bajo el principio de "cumplir o explicar"[26].

El Reglamento delegado V de Taxonomía incluye estos indicadores organizándolos en tres tipologías: indicadores core ESG (tabla 1), optativos E (tabla 2) y optativos S y G (tabla 3), según ilustra el cuadro 8. ¿Cuáles deben divulgarse?

1) Al menos 16 indicadores (14 obligatorios y dos de libre elección);

26 En este caso publicarán si tienen en cuenta las PIAs y, en caso de que no, proporcionar una justificación clara de por qué no las tienen en cuenta, incluyendo en su caso, información sobre si, y cuándo, prevén tenerlas en cuenta. No obstante, ha de entenderse que los PMF de menor tamaño (<500 empleados) sí han de calcular y divulgar PIAs cuando creen productos sostenibles (productos art. 8 y 9 SFDR), algo perfectamente exigible aunque la norma no es explícita al respecto.

2) **Todos los indicadores core de ámbito E (Tabla 1)**, especificando valor para el año respectivo y el año anterior, descripción de la variación y medidas tomadas. Se recogen aquí indicadores como intensidad emisora y energética, emisiones nocivas al agua o a la atmósfera de ámbito 1, 2 y 3 o inversiones que afecten de forma adversa a la biodiversidad de áreas de biodiversidad sensibles.
3) **Al menos dos indicadores optativos de libre elección:** al menos un indicador más de los 16 de ámbito E (Tabla 2) y al menos otro más de los 17 de ámbitos S y G (Tabla 3);
4) **Cualquier otro indicador utilizado para identificar y evaluar PIAs adicionales** en cualquier factor de sostenibilidad E, S o G de las tablas 1 a 3; y
5) **Para entidades soberanas y supranacionales (SS) y para real estate (RE) deben utilizarse otros indicadores,** incorporados en las tablas anteriores[27].

Un producto sostenible que promocione "características medioambientales o sociales" (art. 8 SFDR: "*light green*") es un producto, por ejemplo, que eleve la proporción de energías renovables en la producción o el consumo. Este es uno de los indicadores obligatorios (*core*) a publicar en las PIAs de producto. No toda la cartera tiene que dirigirse a empresas de generación renovable. Aunque se diese el caso de que la actividad mejorase unas PIAs en detrimento de otras, **la cartera se considera un producto sostenible.**

Un producto sostenible art. 9 SFDR ("*dark green*") no permite que unas PIAs mejoren a costa de un empeoramiento en otras (en el ejemplo anterior, no cabría elevar la generación renovable si se afectasen áreas protegidas). Lo que sería "admisible" como producto *light green* ya no es posible en un *dark green*. Además, su creador fija un objetivo (por ejemplo, aumentar X Gw de eólica al año y reducir las emisiones de ámbito 1 un X% al año) cuya consecución irá verificando a través de las PIAs de forma periódica, y se espera que actúe si hay riesgos de incumplimiento (sacando de la cartera, por ejemplo, a las empresas que no invirtieron en nueva generación renovable).

El cálculo y divulgación de PIAs se exige igualmente a los productos sostenibles a efectos de Taxonomía, por la sencilla razón de que el producto art. 6 RT (art. 5) es un producto *light green* (*dark green*) pero con requerimientos adicionales: se invierte en actividades contempladas en la Taxonomía, está suficientemente alineado con ella y cumple con sus condiciones. Todo lo que se exija a los productos sostenibles de la SFDR se demandará a sus "hermanos" taxonómicos.

27 Para RE 2 indicadores core del ámbito E (tabla 1: nº 15 al nº 18 para SS y nº 17 al nº 18 para RE), 6 indicadores adicionales del ámbito E (tabla 2: nº 17 al nº 22). Para entidades soberanas y supranacionales, 7 indicadores adicionales del ámbito S y G (tabla 3: nº 18 al nº 24).

Cuadro 8a: – **Propuesta de indicadores de divulgación sobre PIAs y criterios de definición en ámbito E**

			Disclosure Factors	Criteria Description
DIVULGACIÓN E	Tabla 1 (core)	1	GHG emissions	Scope 1, scope 2 and (from jan-23 onwards) scope 3. Methodology defined in RTS.
		2	Carbon footprint	Methodology defined in RTS.
		3	GHG intensity of investee companies	Methodology defined in RTS.
		4	Exposure to companies active in the fossil fuel sector	Share of investments in companies active in the fossil fuel sector
		5	Share of nonrenewable energy consumption and production	Share of non-renewable energy consumption and non-renewable energy production of investee companies from non-renewable energy sources compared to renewable energy sources, expressed as a percentage
		6	Energy consumption intensity per high impact climate sector	Energy consumption (GWh per million EUR of revenue of investee companies), per high impact climate sector
		7	Activities negatively affecting biodiversitysensitive areas	Share of investments in investee companies with sites/operations located in or near to biodiversitysensitive areas where activities of those investee companies negatively affect those areas
		8	Emissions to water	Tonnes of emissions to water generated by investee companies per million EUR invested, expressed as a weighted
		9	Hazardous waste ratio	Tonnes of hazardous waste generated by investee companies per million EUR invested, expressed as a weighted
	Tabla 2 (adicional)	1	Emissions of inorganic pollutants	Tonnes of inorganic pollutants equivalent per million EUR invested, expressed as a weighted
		2	Emissions of air pollutants	Tonnes of ozone depletion substances equivalent per million EUR invested, expressed as a weighted
		3	Emissions of ozone depletion substances	Tonnes of ozone depletion substances equivalent per million EUR invested, expressed as a weighted
		4	Investments in companies without CO2 reduction initiatives	Share of investments in investee companies without carbon emission reduction initiatives aimed at aligning with the Paris Agreement
		5	Breakdown of energy consumption by type of non-renewable sources of energy	Share of energy from nonrenewable sources used by investee companies broken down by each nonrenewable energy source
		6	Water usage and recycling	1. amount of water consumed and reclaimed by the investee companies (in cubic meters) per million EUR of revenue of investee companies 2. Weighted percentage of water recycled and reused by investee companies
		7	Investments in companies without water management policies	Share of investments in investee companies without water management policies
		8	Exposure to areas of high water stress	Share of investments in investee companies with sites located in areas of high water stress without a water management policy
		9	Investments in companies producing chemicals	Share of investments in investee companies the activities of which fall under Division 20.2 of Annex I to Regulation (EC) No 1893/2006
		10	Land degradation, desertification, soil sealing	Share of investments in investee companies the activities of which cause land degradation, desertification or soil sealing
		11	Investments in companies without sustainable land/agriculture practices	Share of investments in investee companies without sustainable land/agriculture practices or policies
		12	Investments in companies without sustainable oceans/seas practices	Share of investments in investee companies without sustainable oceans/seas practices or policies
		13	Non-recycled waste ratio	Tonnes of non-recycled waste generated by investee companies per million EUR invested, expressed as a weighted
		14	Natural species and protected areas	1.Share of investments in investee companies whose operations affect threatened species 2.Share of investments in investee companies without a biodiversity protection policy covering operational sites owned, leased, managed in, or adjacent to, a protected area or an area of high biodiversity value outside protected areas
		15	Deforestation	Share of investments in companies without a policy to address deforestation
		16	Green securities: Share of securities not certified as green under a future EU legal act setting up an EU Green Bond Standard	Share of securities in investments not certified as green

Fuente: Reglamento delegado V de la Taxonomía (Disclosure rules on sustainable investments delegated act).

Cuadro 8b: – **Propuesta de indicadores de divulgación sobre PIAs y criterios de definición en ámbitos S y G**

			Disclosure Factors	Criteria Description
DIVULGACIÓN S Y G*	Tabla 1 (core)	10	GHG emissions	Share of investments in investee companies that have been involved in violations of the UNGC principles or OECD Guidelines for Multinational Enterprises
		11	Carbon footprint	Share of investments in investee companies without policies to monitor compliance with the UNGC principles or OECD Guidelines for Multinational Enterprises or grievance /complaints handling mechanisms to address violations of the UNGC principles or OECD Guidelines for Multinational Enterprises
		12	GHG intensity of investee companies	unadjusted gender pay gap of investee companies
		13	Exposure to companies active in the fossil fuel sector	ratio of female to male board members in investee companies
		14	Share of nonrenewable energy consumption and production	Share of investments in investee companies involved in the manufacture or selling of controversial weapons
	Tabla 3 (adicional)	1	Investments in companies without workplace accident prevention policies	Share of investments in investee companies without a workplace accident prevention policy
		2	Rate of accidents	Rate of accidents in investee companies expressed as a weighted
		3	Number of days lost to injuries, accidents, fatalities or illness	Number of workdays lost to injuries, accidents, fatalities or illness of investee companies expressed as a weighted
		4	Lack of a supplier code of conduct	Share of investments in investee companies without any supplier code of conduct (against unsafe working conditions, precarious work, child labour and forced labour)
		5	Lack of complaints handling mechanism related to employee matters	Share of investments in investee companies without any grievance/complaints handling mechanism related to employee matters
		6	Insufficient whistleblower protection	Share of investments in entities without policies on the protection of whistleblowers
		7	Incidents of discrimination	1. Number of incidents of discrimination reported in investee companies expressed as a weighted . 2. Number of incidents of discrimination leading to sanctions in investee companies expressed as a weighted
		8	Excessive CEO pay ratio	ratio within investee companies of the annual total compensation for the highest compensated individual to the median annual total compensation for all employees (excluding the highest -compensated individual)
		9	Lack of a human rights policy	Share of investments in entities without a human rights policy
		10	Lack of due diligence	Share of investments in entities without a due diligence process to identify, prevent, mitigate and address adverse human rights impacts
		11	Lack of processes and measures for preventing human trafficking	Share of investments in investee companies without policies against trafficking in human beings
		12	Operations and suppliers at significant risk of incidents of child labour	Share of investments in investee companies exposed to operations and suppliers at significant risk of incidents of child labour exposed to hazardous work in terms of geographic areas or type of operation
		13	Operations and suppliers at significant risk of incidents of forced or compulsory labour	Share of the investments in investee companies exposed to operations and suppliers at significant risk of incidents of forced or compulsory labour in terms in terms of geographic areas and/or the type of operation
		14	Number of identified cases of severe human rights issues & incidents	Number of cases of severe human rights issues and incidents connected to investee companies on a weighted basis
		15	Lack of anti-corruption and anti-bribery policies	Share of investments in entities without policies on anti-corruption and antibribery consistent with the United Nations Convention against Corruption
		16	Cases of insufficient action taken to address breaches of standards of anti-corruption and antibribery	Share of investments in investee companies with identified insufficiencies in actions taken to address breaches in procedures and standards of anticorruption and anti-bribery
		17	Number of convictions and amount of fines for violation of anti-corruption and anti-bribery laws	Numbers of convictions and amount of fines for violations of anticorruption and anti-bribery laws by investee companies

Fuente: Reglamento delegado V de la Taxonomía (Disclosure rules on sustainable investments delegated act).

Cuadro 8c: **– Propuesta de indicadores de divulgación sobre PIAs para instituciones internacionales (SS) y real estate (RE)**

			Disclosure Factors	Criteria Description
DIVULGACIÓN S Y G*	Tabla 1 (core)	15	SS, ámbito E - GHG intensity	GHG intensity of investee countries
		16	SS, ámbito E - Investee countries subject to social violations	Number of investee countries subject to social violations (absolute number and relative number divided by all investee countries), as referred to in international treaties and conventions, United Nations principles and, where applicable, national law
		17	RE, ámbito E - Exposure to fossil fuels through real estate assets	Methodology defined in RTS.
		18	RE, ámbito E - Exposure to energy-inefficient real estate assets	Share of investments in energy-inefficient real estate assets
	Tabla 2 (adicional)	17	RE, ámbito E - GHG emissions	Share of bonds not certified as green
		18	RE, ámbito E - Energy consumption intensity	Scope 1 GHG emissions generated by real estate assets; Scope 2 GHG emissions generated by real estate assets; From 1 January 2023, Scope 3 GHG emissions generated by real estate assets; Total GHG emissions generated by real estate assets;
		19	RE, ámbito E - Waste production in operations	Energy consumption in GWh of owned real estate assets per square meter
		20	RE, ámbito E - Raw materials consumption for new construction and major renovations	Share of real estate assets not equipped with facilities for waste sorting and not covered by a waste recovery or recycling contract
		21	RE, ámbito E - Raw materials consumption for new construction and major renovations	Share of raw building materials (excluding recovered, recycled and biosourced) compared to the total weight of building materials used in new construction and major renovations
		22	RE, ámbito E - Land artificialisation	Share of non-vegetated surface area (surfaces that have not been vegetated in ground, as well as on roofs, terraces and walls) compared to the total surface area of the plots of all assets
	Tabla 3 (adicional)	18	SS, ámbito S - Average income inequality score	The distribution of income and economic inequality among the participants in a particular economy including a quantitative indicator explained in the explanation column
		19	SS, ámbito S - Average freedom of expression score	Measuring the extent to which political and civil society organisations can operate freely including a quantitative indicator explained in the explanation column
		20	SS, ámbito S - Average human rights performance	Measure of the average human right performance of investee countries using a quantitative indicator explained in the explanation column
		21	SS, ámbito G - Average corruption score	Measure of the perceived level of public sector corruption using a quantitative indicator explained in the explanation column
		22	SS, ámbito G - Non-cooperative tax jurisdictions	Investments in jurisdictions on the EU list of non-cooperative jurisdictions for tax purposes
		23	SS, ámbito G - Average political stability score	Measure of the likelihood that the current regime will be overthrown by the use of force using a quantitative indicator explained in the explanation column
		24	SS, ámbito G - Average rule of law score	Measure of the level of corruption, lack of fundamental rights, and the deficiencies in civil and criminal justice using a quantitative indicator explained in the explanation column

Fuente: Reglamento delegado V de la Taxonomía (Disclosure rules on sustainable investments delegated act). (SS) Sovereigns and Supranationals; (RE) Real Estate.

Una vez definidos los productos sostenibles de SFDR y RT y sabiendo que están vinculados entre sí por parejas (arts. 8 SFDR – 6 RT y arts. 9 SFDR – 5 RT), es necesario describir cómo interaccionan entre sí. **En la práctica existe una secuenciación que podríamos denominar *doble check* y que implica lo siguiente:**

→ **Primer *check*:** un producto que cumpla con las especificaciones del art. 8 SFDR (o art. 9) será considerado "sostenible" a efectos de SFDR;

→ **Segundo *check***: ese mismo producto será *también* considerado "sostenible" a efectos de la Taxonomía, como producto del art. 6 RT (o art. 5), si las actividades en las que invierte el producto *tienen un grado suficiente de alineación con la Taxonomía*.[28] Por supuesto, esta alineación requiere que las actividades en las que invierte el producto estén bajo el perímetro taxonómico y se cumplan las condiciones señaladas en el apartado anterior: que dicha actividad contribuya a alguno de los seis objetivos ambientales sin dañar ningún otro, respetando las garantías mínimas y cumpliendo los TSC recogidos en los Reglamentos delegados I, III y IV.

Si el producto cumple ambos checks, entonces puede ser considerado sostenible a efectos de la Taxonomía. Este "sello" implica un elevado contenido de "sostenibilidad" y puede ofrecerse al cliente con las preferencias ESG más exigentes. **Esta señalización implica cumplir los requerimientos de divulgación adicionales impuestos por el RT** (y más concretamente por el Reglamento delegado V que lo desarrolla). Estos son:

→ **Cuando estemos ante un producto sostenible del art. 5 RT,** que persiga un objetivo de inversión sostenible en actividades incluidas en la Taxonomía, **deberá divulgarse:** a) información sobre el objetivo u objetivos ambientales de la Taxonomía a los que contribuye la inversión subyacente al producto; y b) una descripción "de la manera y la medida" en que las inversiones subyacentes cumplen las condiciones de la Taxonomía (contribuyen a algún objetivo ambiental sin dañar al resto, respetando las garantías mínimas y cumpliendo los TSC). Esta descripción indicará la proporción de inversiones alineadas con la Taxonomía ("verdes") frente al total de inversiones del producto. Este cociente aclarará también la proporción de actividades en transición y facilitadoras.

→ **Y ante un producto sostenible art. 6 RT**, que promocione características medioambientales de actividades incluidas en la Taxonomía, **deberá divulgarse esta misma información y además un "disclaimer" de que solo las inversiones alineadas con la Taxonomía cumplen el criterio DNSH** (la segunda condición de la Taxonomía).[29]

Por último, el RT en su artículo 7 exige otro *disclaimer* para todos los demás productos que no sean "sostenibles", cerrando así la puerta a que productos financieros distintos a los anteriormente señalados puedan ofrecerse como alineados con la Taxonomía.[30]

Todo lo anterior fomenta que **los creadores de las distintas tipologías de productos "sostenibles" amplíen la gama de productos que ofrecen** para dirigirse a las diferentes tipologías de inversores. Es probable que aparezca un abanico de productos diferenciados en el mercado: productos sostenibles

28 La cuestión de este % de alineación (aún por definir) es un tema esencial y delicado. El regulador no quiere validar como sostenibles por la Taxonomía los productos financieros sostenibles de la SFDR cuyos activos subyacentes se manifiesten solo en una fracción reducida de actividades cubiertas por la Taxonomía (por ejemplo, una cartera de energéticas en las que el refino pese un 95% y la eólica un 5%). Es cierto que por ahora la normativa no establece ningún umbral a partir del cual la alineación con actividades cubiertas por la Taxonomía sea "suficiente" para considerar sostenible por la Taxonomía al como producto del art. 6 RT (y art. 5). Pero los umbrales de alineación tendrán que fijarse más pronto que tarde.

29 La declaración formal tiene el siguiente tenor: «El principio de "no causar un perjuicio significativo" se aplica únicamente a las inversiones subyacentes al producto financiero que cumplen los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles. Las inversiones subyacentes al resto del producto financiero no tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles».

30 Cuando se trate de productos financieros que no cumplen con los arts. 8 y 9 SFDR, la divulgación en información irá acompañada de la siguiente declaración: «Las inversiones subyacentes a este producto financiero no tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles».

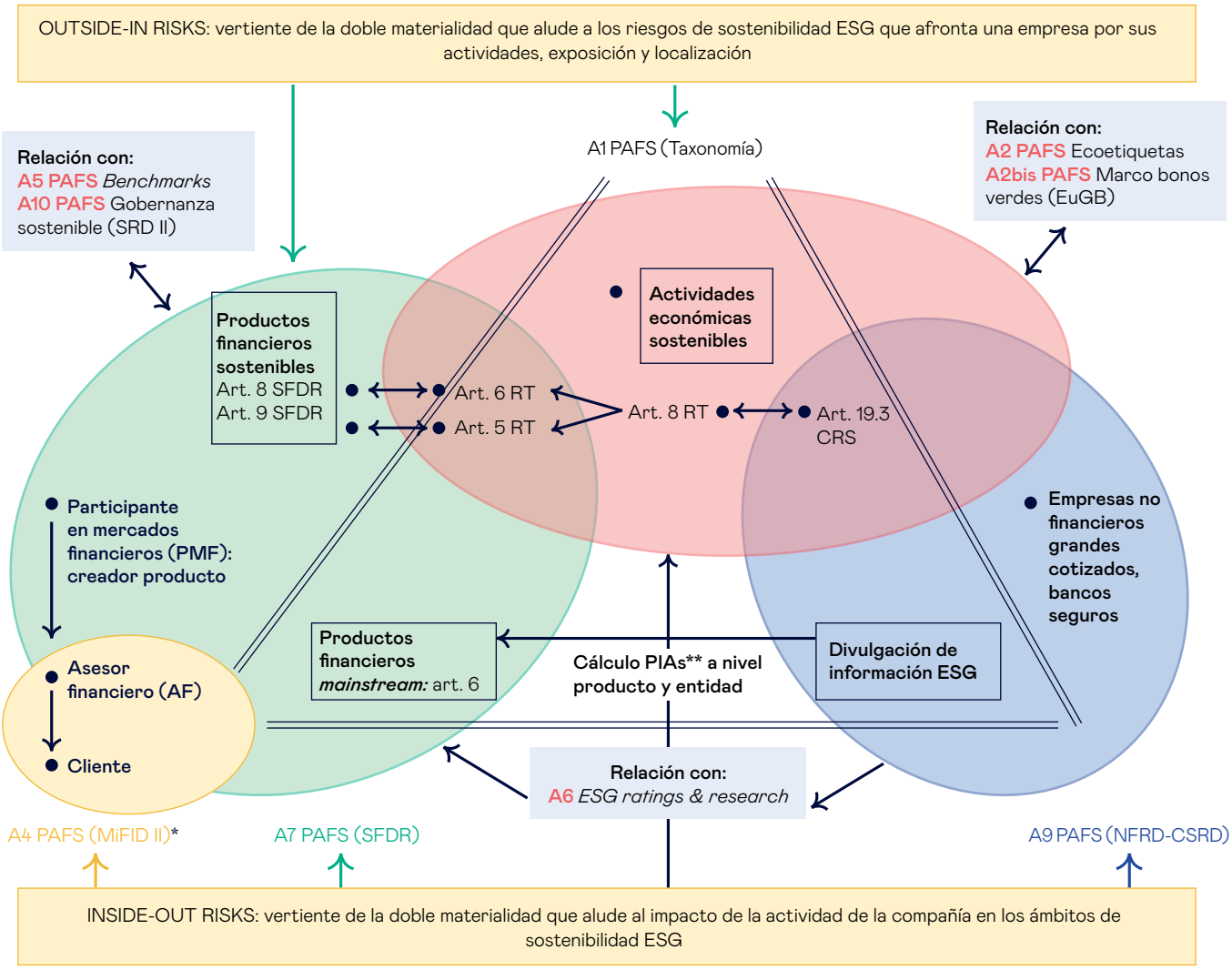
a efectos de MiFID II, de SFDR (que cumplen con arts. 8 o 9) y de Taxonomía (productos sostenibles a efectos de SFDR que, además, son taxonómicamente verdes al cumplir los arts. 6 o 5 RT).

Más en general, **es importante dar un paso atrás para enfatizar dos ideas** (cuadro 9):

1) **La arquitectura normativa en materia de divulgación ESG conecta estrechamente entre sí Taxonomía, NFRD-CSRD y SFDR** (y esta última con MiFID II), como 3 vértices de un triángulo.

2) **La trasparencia en los estados no financieros anuales sirve de input para la divulgación a nivel de producto** (sea este "sostenible" a efectos de SFDR o también de Taxonomía). En el caso de la Taxonomía, la divulgación taxonómica en el informe anual de gestión (art. 8 RT) sirve de *input* para la divulgación a nivel de producto financiero taxonómico (arts. 5-6 RT).

Cuadro 9: **interrelación de las acciones del PAFS en lo tocante a la divulgación ESG**



(*) A un cliente sin preferencias ESG se le puede vender cualquier producto. A uno con preferencias ESG sólo se le pueden ofrecer productos "sostenibles" (arts. 8 y 9 SFDR, arts. 5 y 6 RT y art. 6 SFDR que consideren las PIAs).

(**) PIAs: principales incidencias adversas. El cálculo de las PIAs se exige (o recomienda) por A4 (MiFID II) o A7 (SFDR) y su cálculo procede de la información ESG divulgada en estados no financieros bajo A9 (NFRD-CSRD)

En la práctica, según ilustra el ejemplo del recuadro IV, el creador de un instrumento candidato a "sostenible" como producto art. 6 RT (o art. 5) ha basarse en los ingresos e inversión verdes (alineadas con actividades de la Taxonomía) de las empresas no financieras que formarán parte del producto, extrayéndolos, promediándolos y ponderándolos en función de su peso en el producto. Estos ***turnover KPI y CaPex KPI*** los calculan las propias empresas y los divulgan al mercado en sus cuentas anuales no financieras, información que recopilará y aprovechará el creador del producto. Así, la nueva información generada por las empresas en su informe anual de gestión (con base en NFRD-CSRD, la acción 9 del PAFS) es la que debe utilizarse después para divulgar la alineación con la Taxonomía de los distintos productos sostenibles (con base en SFDR, la acción 7 del PAFS) en los que dichas empresas están representados.

RECUADRO IV: la Taxonomía en la práctica - ejemplo sobre cálculo de alineación

Los participantes en mercados financieros (PMF) que crean productos financieros sostenibles sujetos a SFDR, Taxonomía y sus Reglamentos delegados, **deberán divulgar su alineación con la Taxonomía** no solo para los productos financieros, **sino también a nivel de entidad.**

Esta diferenciación puede representarse mediante un ejemplo simplificado (**cuadro 10**). Un PMF tiene dos fondos, cada uno invertido en tres empresas. Son productos sostenibles del art. 8 o 9 SFDR que también pueden ser sostenibles como productos art. 6 o 5 RT. El primer fondo, de 100 millones de euros, se dirige a empresas (A, B y C) que operan en actividades cubiertas por la Taxonomía y el segundo, por importe de 200 millones se dirige a otras tres empresas, pero en las que solo una de ellas (D) opera en actividades cubiertas (E y F invierten, por ejemplo, en refino).

- → **Para la divulgación de los productos arts. 5 y 6 RT, el PMF extraerá los tres KPIs verdes (*turnover*, *CaPex* y *OpEx*)** de las empresas representadas en ellos y escoge el más favorable. En el fondo I escoge las ratios más altas (KPIs de gastos en la empresa A, de ingresos en la B y de inversión en la C) y las pondera por su peso en el producto, de forma que la alineación taxonómica del producto alcanza el 23,0%. En el fondo II escoge el KPI verde más elevado de la empresa D, la única que produce en actividades cubiertas por su peso en el mismo, llevando la alineación taxonómica del producto II hasta el 17,5%. Si el umbral de alineación (aún por definir) se situara en el 20%, el fondo I podría venderse como producto taxonómicamente sostenible en base al art. 6 o 5 RT, mientras que el fondo II sería sostenible como producto del art. 8 o 9 SFDR, pero no a efectos de la Taxonomía.
- → **A nivel de entidad**, en cambio, **el gestor de activos (en tanto que PMF) calcula la huella total de todos sus productos,** cogiendo el KPI verde más elevado de las empresas representadas (pero solo entre ingresos e inversión, sin poder coger gastos). Así, tomaría los KPI de Capex de las empresas A, C y D y el KPI de ingresos de la empresa B,

ponderándolos por el peso respectivo en el producto y el peso del producto en el total del balance (ambos fondos). La alineación total con la Taxonomía del gestor alcanza el 18,1% que, obviamente, se sitúa entre medias de la alineación de los dos fondos que ha creado.

Empresa:	Fondo I: 100 millones €			Fondo II: 200 millones €		
	A	B	C	D	E	F
Peso en el producto	33%	33%	34%	50%	25%	25%
KPI Turnout (ingresos)	20%	18%	19%	30%	0%	0%
KPI CaPex (inversión)	25%	16%	21%	33%	0%	0%
KPI OpEx (gastos)	30%	14%	15%	35%	0%	0%
Alineación por producto (I y II) creado por el PMF	+30%*33%+18%*33% +21%*34%		23,0%	+35%* 50%		17,5%
Alineación del gestor de activos a nivel de entidad	+((25%*33%+18%+33% +21%*34%)*100+(33%* 50%9*200)/300		18,1%			

Fuente: elaboración propia

5. Posibles desarrollos de la Taxonomía

La Estrategia Renovada de Finanzas Sostenibles (ERFS), que actualizó el PAFS en julio de 2021, perfiló la hoja de ruta para la Taxonomía mediante distintos hitos (CE, 2021b). Las actuaciones principales pretenden ampliar y profundizar la Taxonomía a nuevos sectores o explorar la extensión ulterior de la Taxonomía al ámbito social. Además, la ERFS recoge la importante aspiración de que la Taxonomía se convierta en la clasificación líder a nivel global, consolidando el papel de la UE como impulsor de referencia de las finanzas sostenibles. La CE promoverá para ello distintas medidas, como contribuir al trabajo de una "*common ground Taxonomy*" en la **International Platform on Sustainable Finance (IPSF)**, órgano en el que la UE es miembro junto a países como China, India, Reino Unido, Japón o Canadá.[31]

En paralelo, la PSF ha realizado avances a lo largo de 2022 perfilando dos posibles extensiones: la Taxonomía "semáforo" y la Taxonomía social.

A – La Taxonomía semáforo: una Taxonomía E extendida

La Taxonomía actual es binaria y, por ello, limitada: una actividad es "sostenible" ("verde") si cumple las condiciones y es "no verde" si las incumple. Esta dicotomía no distingue entre todas las actividades que no cumplen con la Taxonomía, esto es, no diferencia las que perjudican al medio ambiente y las que simplemente no superan el requisito de contribución sustancial. Según ilustra el cuadro 11, **no considera actividades "*ámbar*" o "*intermedias*"** (las que no contribuyen a ningún objetivo ambiental pero tampoco dañan otros objetivos) **ni las "*marrones*"** (las que dañan significativamente algún objetivo, contribuyan o no sustancialmente a otro).

Cuadro 11: **situación actual y ampliaciones posibles de la Taxonomía en el futuro próximo**

Tipo de actividad a efectos de la Taxonomía		Condición 2 taxonomía (DNSH)	
		Causa un perjuicio significativo a otros objetivos E	No causa un perjuicio significativo a otros objetivos
Condición 1 (contribución sustancial)	Contribuye de forma sustancial a algún objetivo E*	Actividad MARRÓN	Actividad VERDE
	No contribuye de forma sustancial a algún objetivo E*	Actividad MARRÓN	Actividad ÁMBAR

Situación actual de la taxonomía

Ampliaciónes posibles de la taxonomnía en un futuro próximo

Fuente: elaboración propia. (*) Los 6 objeetivos medioambientales (E) son: mitigación, agua, economía circular, prevención de la contaminación y biodiversidad

31 Según la ERFS, la CE contribuirá al trabajo de la IPSF sobre Taxonomías, etiquetas o divulgación. La IPSF está ya publicando ya informes sobre los rasgos comunes de las Taxonomías existentes (*common ground Taxonomy*) y sobre estándares de divulgación, que ayudará a los actores financieros a comparar requerimientos entre países (IPSF, 2022).

Clasificar las actividades en más grupos sintonizaría mejor con la filosofía de la Taxonomía[32] **y la situación particular de cada actividad.** Además, daría guías (con TSC detallados) que faciliten e incentiven a las empresas impulsar la transición de sus actividades, desde el *marrón* al *ámbar* o incluso al *verde* y desde el *ámbar* al *verde*. Los TSC permitirían elevar el grado de sostenibilidad (cualquiera que fuese la situación de partida) y reducir la probabilidad de quedarse descolgado.

Este es el enfoque que ha adoptado la PSF y que probablemente muestre la Taxonomía en el futuro próximo. En su informe de marzo de 2022 titulado "*The Extended Environmental Taxonomy*" (PSF, 2022c) la PSF ha analizado la extensión de la Taxonomía "más allá del verde" ("*beyond green*") mediante la propuesta de un "***extended Taxonomy framework***" cuyo objetivo es dotar de más granularidad a la actual Taxonomía E. A tal fin, propone criterios para diferenciar distintos grupos de actividades que ahora son "no verdes", ya que la contribución de todos los sectores es crucial para abordar las crisis climática y ambiental. **La PSF propone clasificarlas en actividades insostenibles a desmantelar (*marrón I*) o insostenibles, pero aún viables (*marrón II*), intermedias (*ámbar*) y neutras o de impacto reducido (*blanca*),** según ilustra el cuadro 12.

1. **Marrón I - actividades insostenibles a desmantelar:** se trata de actividades cuyo desempeño es siempre significativamente dañino (*always significantly harmful* o ASH) y no pueden iniciar una transición que reduzca su impacto adverso (no tienen posibilidades tecnológicas para mejorar), por lo que sería prioritario desmantelarlas mediante un plan de transición justa.

2. **Marrón II - actividades insostenibles que requieren una transición urgente para evitar un daño significativo:** actividades cuyo desempeño actual es insostenible por los perjuicios significativos que causa y cuya transición es urgente, pero que podrían considerarse por la Taxonomía mediante inversiones tecnológicamente viables que, configuradas dentro de un plan de transición, logren alcanzar la zona intermedia (*ámbar*).

3. **Ámbar – actividades intermedias que requieren inversiones para no ser significativamente dañinas:** se trata de actividades a medio camino entre el daño significativo y la contribución sustancial a algún objetivo ambiental. Las inversiones en ellas, dentro de un plan de transición, son necesarias para mejorar su desempeño y pueden ser consideradas por la Taxonomía.

4. **Blanca – actividades neutras que no son marrones, ámbar o verdes:** son actividades que pese a no ser verdes tampoco generan un impacto ambiental o social nocivo. Se denominan actividades LEnvI (*Low environmental impact*) y sus empresas son candidatas a recabar financiación verde (alineada con Taxonomía) para realizar inversiones y gastos verdes.

32 En realidad, estos grupos encajarían con la filosofía de la Taxonomía: promover una transición simultánea a la sostenibilidad del mayor número posible de actividades La filosofía actual del RT es clara: tan importante es identificar actividades cuyo propósito sea por sí mismas contribuir a un objetivo ambiental (energías renovables en el objetivo de mitigación del cambio climático, por ejemplo) como fijar en otras actividades los TSC que fomenten su transición hacia la sostenibilidad (para que cumplan, así, alguno de los seis objetivos ambientales sin dañar los otros cinco y respetando las garantías mínimas). Así, si la actividad no está excluida de su perímetro, tan "verde" es para la Taxonomía un sector no emisor como otro emisor que, cumpliendo los criterios, pase a contribuir "de forma sustancial" a alguno de los seis objetivos, pues "algunas actividades económicas tienen un impacto negativo en el medio ambiente y la reducción de dicho impacto negativo puede constituir una contribución sustancial a uno o más objetivos medioambientales" (Considerando 39).

Esta Taxonomía "semáforo", más granular, es mucho más adecuada para cumplir el Acuerdo de París, que requiere reverdecer todo el tejido económico y no solo los sectores de partida más emisores. También clarifica el grado de prioridad y la magnitud de la transición en función de los rasgos de cada actividad, su punto de partida o su desempeño potencial mediante inversiones transformativas, lo que guiará el lugar hacia el que deberían fluir los flujos de financiación. Además, reduce el estigma de la captación de financiación por parte de las actividades "no verdes", que ahora algunos malinterpretan como "marrones" y, por tanto, como no merecedoras de financiación.

En la práctica, elevará la transparencia de toda la economía, diferenciando las actividades sostenibles (verdes) y de bajo impacto (blancas) de las que requieren una transición urgente (ámbar y marrón II) y las que, finalmente, resulta prioritario cerrar (marrón I). **Y todo ello con el incentivo a los actores (financieros y no financieros) a actuar basándose en definiciones claras** sobre cuándo contribuyen positivamente al clima y al medioambiente o estos son dañados, cuándo se necesitan medidas para reducir el perjuicio o para dejar de realizar o invertir en una actividad. En realidad, esta graduación se parece a la que ya recoge el Reglamento delegado II, que perfila las condiciones bajo las cuales el gas y la nuclear tienen un papel que cumplir en la transición.

Ahora bien, hasta que la UE llegue a este punto, la PSF propone a las empresas empezar ya con la divulgación voluntaria de las categorías propuestas, creando un plan de transición con el que atraer financiación para implementarlo, teniendo en cuenta que muchas actividades no llegarán nunca a considerarse por la Taxonomía (la PSF estima que estas alcanzan un tercio y son sobre todo servicios: educación, sanidad, viajes, financiero o legal). De hecho, los requerimientos futuros deberían partir del aprendizaje alcanzado en esta fase voluntaria después de que mercados, compañías e inversores se hayan habituado a la nueva clasificación multicolor.

Eso sí, la nueva clasificación introducirá mucha complejidad, ya que implica perfilar los criterios DNSH para los distintos niveles de desempeño (categorías de color), así como desarrollar las condiciones de los distintos planes de transición y sus inversiones de las categorías marrón II y ámbar para ser aceptados por la Taxonomía.

Cuadro 12: **marco extendido de la Taxonomía propuesto por la PSF**



Fuente: adaptación desde el informe "*The Extended Environmental Taxonomy*" (PSF, 2022C)

En paralelo, una segunda laguna de la Taxonomía es que no incentiva a la industria financiera a canalizar financiación suficiente a actividades que mejoren de "marrones" a "ámbar" y a "verdes", al no tener en cuenta el esfuerzo de cada actividad para hacerse sostenible, o su potencial mejora, que también requieren inversión y financiación.

Lo interesante sería incentivar al sector financiero para que facilite financiación a estas empresas que pretenden transicionar. Este incentivo podría consistir en una consideración positiva a efectos de cómputo de las ratios de alineación con la Taxonomía o bien a través de requerimientos de capital diferenciados (*green supporting factor* y/o, alternativamente, brown penalising factor).

Las propias entidades financieras están presionando en este sentido, para evitar que los flujos de fondos (ya sea financiación bancaria o de mercados) se canalicen solo hacia actividades "verdes" (*finance what is green / green financing*), y no a las actividades que van a transicionar hacia la zona "ámbar" o bien a entrar en la zona "verde" (*finance the greening of the economy / financing transition / transition finance*). Ello permitiría una transformación más profunda, veloz y duradera de toda la economía hacia los objetivos comprometidos en materia de clima y medioambiente. Esta demanda parece haber sido acogida por la PSF en su informe sobre la Taxonomía E extendida.

B – Taxonomía social

La Taxonomía se ciñe al ámbito medioambiental (E), pero no alcanza el social (S). Sí se tienen en cuenta consideraciones S y G en la condición de garantías sociales mínimas (MSS), pero como un elemento secundario a las consideraciones E, lo que supone una referencia limitada. Además, la UE tiene interés en que se cumplan los ODS (Objetivos de Desarrollo Sostenible), se respeten los derechos básicos y se incremente el potencial de la inversión social (bonos sociales en salud, vivienda social, etc.).

Todo ello ha llevado a la PSF a explorar la extensión de la Taxonomía al ámbito social mediante un informe de febrero de 2022 titulado "*Final Report on Social Taxonomy*" (PSF, 2022b), cuyo objetivo es confeccionar una clasificación de actividades socialmente sostenibles similar a la Taxonomía E (con condiciones, criterios, mecánica de aplicación, etc.). Se espera que, en el futuro, los criterios de la Taxonomía S sirvan para definir cuándo una actividad es socialmente sostenible con el objetivo de promover inversiones que resuelvan problemas sociales.

El campo de juego sobre el que se estructura la propuesta de Taxonomía S está conformado por normas de derechos, SFDR, NFRD-CSRD, directiva sobre gobernanza corporativa sostenible (CSDDD)[33] y, sobre todo, la Taxonomía E (la Taxonomía S ha de parecerse en lo posible a esta última, pero también es de partida forzosamente distinta[34]). La propuesta se organiza en 5 pilares:

33 Propuesta de Directiva de la CE sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad (feb-22).

34 Las actividades económicas son casi siempre perjudiciales para el medio ambiente pero no para la sociedad (generan puestos de trabajo, recaudación fiscal o bienes y servicios socialmente beneficiosos) y los objetivos y criterios ambientales se basan en la ciencia (y cabe perfilas indicadores y métricas cuantitativos más claros, en teoría), mientras que los sociales se basan en estándares y prácticas que tienen su origen en acuerdos políticos o propuestas filosóficas y éticas.

1. **Definición de objetivos y subobjetivos sociales:** se perfilan 3 objetivos según el *stakeholder* afectado por la actividad (trabajadores, comunidades/sociedades, clientes/consumidores):
   a. **Objetivo de trabajo digno** (entendido ampliamente en la cadena de valor). Subobjetivos: diálogo social, salario digno, seguridad y salud, aprendizaje a lo largo de la vida, etc.;
   b. **Objetivo de estándar de vida adecuado y bienestar.** Subobjetivos: asistencia sanitaria, educación, vivienda social, cuidados a largo plazo, etc.; y
   c. **Objetivo de sociedades/comunidades sostenibles e inclusivas.** Subobjetivos: acceso a una infraestructura económica básica, inclusión de grupos desaventajados, etc.

2. **Definición de la contribución sustancial al objetivo (SC):** se perfilan SC de tres tipos, si bien los criterios se formularían y evaluarían al nivel de los subobjetivos y no de los objetivos:
   a. **Generar impactos positivos "adicionales" en bienes y servicios sociales y en infraestructuras económicas básicas.** Aquí la actividad, para ser considerada por la Taxonomía, debería contribuir a reducir el número de personas sin acceso a productos o servicios básicos. Los criterios se formularían atendiendo al concepto *availability, accessibility, acceptability & quality* (AAAQ) y se sugiere mirar a la facturación de la empresa derivada de dichos productos y servicios.
   b. **Evitar o reducir el impacto negativo en términos sociales.** Aquí se dirigirían los esfuerzos hacia sectores con alto riesgo para la consecución del objetivo (con abusos de DD.HH. o laborales documentados) o hacia sectores con menor probabilidad de contribuir al pilar de la Europa social. En los casos de gestión del impacto negativo, se sugiere mirar el gasto de las empresas para aliviar dichos riesgos.
   c. **Fomentar actividades que generen beneficios sociales o reduzcan riesgos en otras actividades.** Aquí una actividad económica sería reconocida por la Taxonomía si tiene el potencial de reducir el riesgo en otras actividades.

3. **Definición del criterio de ausencia de perjuicio significativo (DNSH):** se perfilan criterios para que la actividad que contribuya sustancialmente a un objetivo social no dañe a la vez otro y evitar que se promuevan objetivos sociales a nivel corporativo cuando al mismo tiempo la organización corrompe otros principios sociales o de buen gobierno. La PSF propone que los criterios DNSH sean iguales para la Taxonomía E y S en todas las actividades económicas, pero ello supone un reto porque al mismo tiempo la PSF también recomienda perfilar los criterios DNSH al nivel de subobjetivos S, un concepto ausente en la Taxonomía E.

4. **Definición de garantías ambientales mínimas (MES):** la PSF proponen dos modelos:
   a. **Conexión superficial entre la Taxonomía E y S:** la Taxonomía S incorporaría garantías ambientales mínimas igual que la Taxonomía E incorpora la condición de garantías sociales mínimas. En este modelo las salvaguardas S y G de las Directrices OCDE para Empresas Multinacionales y el *UN Guiding Principles Reporting Framework* (UNGP) serían válidas para ambas Taxonomías.

b. **Conexión profunda entre la Taxonomía E y S:** en este modelo una actividad tendría que contribuir sustancialmente a un objetivo al menos (E o S) y tendría que cumplir todos los criterios DNSH ambientales y sociales. En este caso la condición de garantías mínimas se reemplazaría con criterios DNSH más detallados.

5. **Definición de exclusiones y criterios:** al igual que el marco de la Taxonomía extendida, la PSF propone perfilar las actividades económicas que son socialmente dañinas en todos los casos, así como los requerimientos para los criterios sociales y los indicadores sociales.

En el futuro se espera tener una estructura similar entre la Taxonomía E y S, un sistema unificado entre ambas y abanico de productos financieros (y requerimientos de divulgación) alineados con una, la otra o las dos y que resulten comparables por el mercado, compañías e inversores. La CE podría realizar su propuesta formal de Taxonomía S en el tramo final de 2022, pero la complejidad de la tarea presagia que su desarrollo, adopción e implantación requerirán más tiempo.

6. Referencias y bibliografía

CBI (2021). Climate Bonds Taxonomy.

CE (2018). Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible. Comisión Europea (mar-18).

CE (2021a). EU Taxonomy Compass y excel agregado

CE (2021b). Estrategia renovada de finanzas sostenibles (jul-21). Anexo de medidas (jul-21) y recopilación y descripción de avances del PAFS (jul-21)

EBA (2022). EBA publishes binding standards on Pillar 3 disclosures on ESG risks (24-ene-22)

HLEG (2017). Interim report of the HLEG: Financing a Sustinable European Economy (jul-17).

HLEG (2018). Final report of the HLEG: Financing a Sustinable European Economy (ene-18). Informe. Anexo sobre bonos verdes. Anexo sobre Taxonomía

ICMA (2018a). Green Bond Principles (GBP) (jun-18). International Capital Market Association.

IPSF (2022). The International Platform on Sustainable Finance (web de la CE).

JRC (2022). Development of the EU Sustainable Finance Taxonomy - A framework for defining substantial contribution for environmental objectives 3-6. Joint Research Center de la CE (mar-22)

OCDE (2011). Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales REVISIÓN 2011.

OIT (2021). Convenios fundamentales de la OIT

ONU (2011). Principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos

ONU (2022). CARTA INTERNACIONAL DE DERECHOS HUMANOS (repositorio actualizado)

PSF (2021). PSF Platform publications and news. Platform for Sustainable Finance.

PSF (2022a). Report with recommendations on technical screening criteria for the four remaining environmental objectives of the EU taxonomy (mar-22).

PSF (2022b). Final Report on Social Taxonomy (feb-22).

PSF (2022c). The Extended Environmental Taxonomy: Final Report on Taxonomy extension options supporting a sustainable transition (mar-22).

PSF (2022d). Final Report on Minimum Safeguards (oct-22).

Romo, L. (2021). Una Taxonomía de actividades sostenibles para Europa. Documentos Ocasionales N.º 2101, Banco de España (may-21).

TEG (2020). Technical expert group on sustainable finance – TEG workstreams and reports.