

Tipo de documento: Tesis de Maestría

Departamento de Ciencia Política y Estudios Internacionales Maestría en Estudios Internacionales

La regulación internacional de las finanzas sostenibles. Un análisis desde el Sur Global

Autoría: Fernández, Martín Segundo

Año: 2024

¿Cómo citar este trabajo?

Fernández, M. (2024) "*La regulación internacional de las finanzas sostenibles. Un análisis desde el Sur Global*". [Tesis de Maestría. Universidad Torcuato Di Tella]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/13315>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 4.0 Argentina (CC BY-NC-SA 4.0 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA
Departamento de Ciencia Política y Estudios Internacionales
Maestría en Estudios Internacionales

**La regulación internacional de las finanzas sostenibles
Un análisis desde el Sur Global**

Alumno: Martín Segundo Fernández
Tutores: Andrea Molinari y Pablo Bortz

Septiembre, 2024

DECLARACIÓN JURADA

En cumplimiento de las reglas de ética universitaria de la Universidad Torcuato Di Tella establecidas en el Reglamento de Estudios de Posgrado, certifico que esta tesis es mi propio trabajo original, basado en mi estudio y/o investigación personal y que he reconocido todo el material y las fuentes utilizadas en su preparación citándolos correctamente.

Certifico, además, que toda idea tomada de libro, artículo, tesis, ponencia, documento de trabajo o cualquier otra fuente, en forma impresa o electrónica, se menciona específicamente haciendo referencia a su origen, que me he asegurado de que sea absolutamente claro qué ideas son propias y cuáles se toman de esas fuentes, y que las citas textuales se indican entre comillas.

También certifico que este trabajo/tesis (o partes significativas del mismo) no se ha presentado previamente para su evaluación en ninguna otra unidad académica de la Universidad o en otra institución, excepto cuando se haya otorgado un permiso específico, y que no he copiado ni plagiado, ni en parte ni en su totalidad, el trabajo de otras personas.

Declaro conocer que, de conformidad con el Reglamento de Estudios de Posgrado de la UTDT, el incumplimiento de las reglas de ética universitaria podrá llevar a la instrucción de un procedimiento disciplinario en mi contra.

RESUMEN

La regulación de las finanzas sostenibles se presenta como un nuevo tipo de regulación financiera que sigue de cerca el auge de los factores ambientales, sociales y de gobernanza, que cobraron impulso tras el Acuerdo de París y las crecientes presiones de los inversores para obtener mayor seguridad en sus inversiones. Si bien las finanzas sostenibles han operado en un principio bajo regímenes de autorregulación, las controversias sobre *greenwashing*, los crecientes riesgos relacionados con el clima y los objetivos de política ambiental han motivado una regulación más precisa, generando respuestas tanto a nivel nacional como internacional. En este trabajo se realiza un mapeo de las tendencias regulatorias de las finanzas sostenibles a nivel internacional. El propósito general fue identificar las estructuras institucionales que se encargan de diseñar e imponer dichas normas y analizar el lugar otorgado a los países del Sur Global en las estructuras de gobernanza y los procesos de diseño de los estándares de finanzas sostenibles. La hipótesis planteada, y confirmada mediante el análisis realizado, es que dichos países se encuentran subrepresentados en el emergente régimen de normas internacionales de regulación de las finanzas sostenibles, particularmente en lo que refiere a su formulación, pero también en cuanto a su imposición a nivel global. Este estudio intenta ser un aporte a la literatura académica, la cual se ha focalizado en explicar tanto la creación y el fortalecimiento del régimen de normas internacionales de regulación financiera en el contexto de la rápida globalización financiera, como su dinámica política, pero en el contexto del Acuerdo de París y la Agenda 2030.

Índice

Acrónimos y siglas.....	1
1. Introducción y marco teórico-metodológico.....	4
1.1. Introducción	4
1.2. Marco Teórico	6
1.3. Metodología	10
2. La Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente	12
2.1. Antecedentes	12
2.2. De la ISR a la integración de factores ASG	15
2.3. Los Principios para la Inversión Responsable.....	20
2.4. Los Principios de Banca Responsable.....	26
3. Instituciones y normas internacionales de regulación financiera relacionadas con el clima	31
3.1. El régimen de normas internacionales de regulación financiera.....	35
3.1.1. El Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima.....	45
3.1.2. El Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad.....	54
3.1.3. Red para Enverdecer el Sistema Financiero	64
3.2. Taxonomías y otros estándares de finanzas sostenibles.....	68
4. Conclusiones	75
Bibliografía	80
Apéndice	88

Acrónimos y siglas

AFI	Arquitectura financiera internacional
AO	Propietario de activos, por sus siglas en inglés
AUM	Activos bajo gestión, por sus siglas en inglés
ASG	Ambiental, social y gobernanza
AMWG	Grupo de Trabajo de Gestión de Activos, por sus siglas en inglés
BCBS	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por sus siglas en inglés
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BIS	Banco de Pagos Internacionales, por sus siglas en inglés
BMDs	Bancos multilaterales de desarrollo
CBI	Climate Bonds Initiative
CPSS	Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, por sus siglas en inglés
CSRD	Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa, por sus siglas en inglés
ECCR	Consejo Ecuménico para la Responsabilidad Corporativa, por sus siglas en inglés
EDTF	Grupo de Trabajo para la Mejora de la Divulgación, por sus siglas en inglés
EFRAG	Grupo Asesor Europeo en Información Financiera, por sus siglas en inglés
EME	Economía de mercado emergente
ESRS	Normas Europeas de Información sobre Sostenibilidad, por sus siglas en inglés
FCA	Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido, por sus siglas en inglés
FII	Iniciativa de Instituciones Financieras, por sus siglas en inglés
FMI	Fondo Monetario Internacional
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera, por sus siglas en inglés
FSF	Foro de Estabilidad Financiera, por sus siglas en inglés
G7	Grupo de los Siete
G10	Grupo de los Diez
G20	Grupo de los Veinte
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional
GBP	Principios de Bonos Verdes, por sus siglas en inglés
GEI	Gases de efecto invernadero
GRI	Iniciativa de Reporte Global, por sus siglas en inglés
IAIS	Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, por sus siglas en inglés
IASB	Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad, por sus siglas en inglés

IASC	Comité de Normas Internacionales de Contabilidad, por sus siglas en inglés
ICMA	Asociación Internacional del Mercado de Capitales, por sus siglas en inglés
IFIs	Instituciones financieras internacionales
IFRS	Fundación de Estándares Internacionales de Reportes Financieros, por sus siglas en inglés
IIAG	Grupo Asesor de Inversores, por sus siglas en inglés
III	Iniciativa de la Industria de Seguros, por sus siglas en inglés
IM	Administradores de inversiones, por sus siglas en inglés
IOCN	Informe sobre la Observancia de Códigos y Normas
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores, por sus siglas en inglés
ISSB	Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad, por sus siglas en inglés
JWG	Grupo de Trabajo Jurisdiccional, por sus siglas en inglés
NGFS	Red para Enverdecer el Sistema Financiero, por sus siglas en inglés
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
ODM	Objetivos de Desarrollo del Milenio
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
OMC	Organización Mundial del Comercio
ONU	Organización de las Naciones Unidas
PED	Países en vías de desarrollo
PESF	Programa de Evaluación del Sector Financiero
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
PRI	Principios para la Inversión Responsable, por sus siglas en inglés
PRB	Principios de Banca Responsable, por sus siglas en inglés
RSE	Responsabilidad Social Empresaria
SCC	Comité Consultivo de Sostenibilidad, por sus siglas en inglés
SEC	Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos, por sus siglas en inglés
SIF	Foro de Inversión Social, por sus siglas en inglés
SSAF	Foro Asesor sobre Estándares de Sostenibilidad, por sus siglas en inglés
SSBs	Organismos de establecimiento de estándares, por sus siglas en inglés
TCFD	Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima, por sus siglas en inglés

TFCR	Grupo de trabajo sobre Riesgos Financieros relacionados con el Clima, por sus siglas en inglés
TRNs	Redes regulatorias transnacionales, por sus siglas en inglés
UNEP	Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, por sus siglas en inglés
UNEP FI	Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente, por sus siglas en inglés
WEF	Foro Económico Mundial, por sus siglas en inglés

1. Introducción y marco teórico-metodológico

En la próxima sección de este capítulo se presentará la necesidad de estudiar las nuevas tendencias regulatorias del sistema financiero global, particularmente en el contexto de la crisis climática y la Agenda 2030, y su relevancia para los países en vías de desarrollo (PED). Luego, se abordará el marco teórico-metodológico del trabajo.

1.1. Introducción

En 2015, los 193 Estados miembro de las Naciones Unidas aprobaron la llamada “Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible” como hoja de ruta hacia un nuevo paradigma de desarrollo basado en las personas, el planeta, la prosperidad, la paz y las alianzas. La Agenda 2030 estableció 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que vinieron a extender el alcance y los parámetros de los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM, que habían sido aprobados en el mismo ámbito en el año 2000), integrando tanto los temas relacionados con la pobreza y sus derivados, como los problemas ambientales. En este marco, el 12 de diciembre de 2015, en la Conferencia de Partes (COP, por sus siglas en inglés) número 21 (realizada en París) se alcanzó un acuerdo histórico para combatir el cambio climático intensificando y acelerando las acciones e inversiones necesarias para un futuro sostenible con bajas emisiones de carbono. El Acuerdo de París buscó establecer metas ambiciosas para todos los países, incluidos aquellos en vías de desarrollo, por lo que los recursos financieros pasaron a ser un elemento fundamental para lograr los objetivos planteados. Este cambio de paradigma requiere una movilización de recursos sin precedentes para apoyar su implementación, así como de un entendimiento y participación sistémica de los distintos actores involucrados (sectores público y privado, junto a la sociedad civil).

En este contexto, la arquitectura financiera internacional (AFI) tiene un rol fundamental, no solo en la canalización de recursos hacia acciones de adaptación y mitigación, sino también en la

dimensión regulatoria, que va desde la integración de los riesgos asociados al cambio climático a los análisis de riesgos tradicionales hasta la estandarización de la información ambiental, social y de gobernanza (ASG) a ser tomada en cuenta en los procesos de inversión. Desde el establecimiento de la Agenda 2030 y el Acuerdo de París se han emprendido una gran variedad de iniciativas que buscan consolidar las finanzas sostenibles e impulsar la integración de factores ASG en el sistema financiero.

La mencionada dimensión regulatoria de la AFI establece estándares internacionales, proveyendo un lenguaje común y buenas prácticas que guían a distintos actores de los sectores público y privado en su accionar y toma de decisiones respecto al desarrollo sostenible. Sin embargo, las economías en desarrollo, particularmente del Sur Global, tienen características propias en cuanto al nivel de desarrollo financiero, económico y regulatorio, que no siempre son contempladas a la hora de diseñar esas normativas internacionales. De este modo, las inversiones requeridas para cumplir con la Agenda 2030 y las metas climáticas del Acuerdo de París suelen estar condicionadas por normas globales que no se condicen con la estructura económico-financiera de los PED.

En este contexto, la hipótesis planteada en la presente tesis es que los países del Sur Global se encuentran subrepresentados en el emergente régimen de normas internacionales de regulación de las finanzas sostenibles, particularmente en lo que refiere a su formulación, pero también en cuanto a su imposición a nivel global. Para contrastar esta hipótesis se consideró preciso mapear las tendencias regulatorias de las finanzas sostenibles a nivel internacional, identificar las estructuras institucionales que se encargan de diseñar e imponer dichas normas y analizar el lugar otorgado a los PED en las estructuras de gobernanza y los procesos de diseño de los estándares de finanzas sostenibles.

En el capítulo 2 se desarrollan los orígenes y las funciones de la asociación global entre el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP, por sus siglas en inglés) y el sector financiero, identificando los antecedentes conceptuales de las finanzas sostenibles para explicar el rol fundamental que ha tenido dicho Programa en la consolidación y estandarización de buenas prácticas de sustentabilidad e integración de factores ASG en el sistema financiero. Por su parte, en el capítulo 3 se analiza y caracteriza la dimensión regulatoria de la AFI en el contexto del Acuerdo de París y los ODS, haciendo especial énfasis en los procesos de estandarización y cómo estos se vinculan con el mercado y los recursos financieros disponibles. Por último, en el capítulo 4 se plantean las conclusiones del trabajo.

1.2. Marco Teórico

El presente trabajo combina la literatura académica que se ha focalizado en explicar tanto la creación y el fortalecimiento de los estándares financieros prudenciales en el contexto de la rápida globalización financiera (Kapstein, 1989; Brummer, 2010; Weber, 2010; Goodhart, 2011), como su dinámica política (Porter, 2001; Drezner, 2007; Singer, 2007; Buthe & Mattli, 2011), dentro del campo específico de las finanzas sostenibles.

Según se desprende de los consensos alcanzados en 2018 por los miembros del Grupo de los Veinte (G20¹), las finanzas sostenibles pueden entenderse como “el financiamiento y los respectivos arreglos institucionales y de mercado, que contribuyen a lograr un crecimiento fuerte, sostenible, equilibrado e inclusivo, mediante el apoyo directo e indirecto al marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)” (G20, 2018: 13).

¹ Integrado por 19 países (Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Reino Unido, Sudáfrica y Turquía) y la Unión Europea.

La regulación de las finanzas sostenibles se presenta como un nuevo tipo de regulación financiera que sigue de cerca el auge de los factores ASG, que cobraron impulso tras el Acuerdo de París y las crecientes presiones de los inversores para obtener mayor seguridad en sus inversiones. Si bien las finanzas sostenibles han operado en un principio bajo regímenes de autorregulación, las controversias sobre *greenwashing*, los crecientes riesgos relacionados con el clima y los objetivos de política ambiental han motivado una regulación más precisa, generando respuestas tanto a nivel nacional como internacional. Si bien la coordinación internacional de estas respuestas regulatorias ocurrió en un primer momento fuera de la esfera del régimen de normas internacionales de regulación financiera tradicional, actualmente se observa una integración de estas nuevas tendencias en las estructuras institucionales que históricamente se han encargado de coordinar los esfuerzos en materia de regulación financiera.

En este sentido, el régimen de normas internacionales de regulación financiera se ha desarrollado de forma incremental y fragmentaria desde mediados de la década de 1970 junto con la globalización de los mercados financieros. La regulación financiera internacional abarca una amplia gama de actividades, que van desde el establecimiento de estándares de información financiera y gestión de riesgos hasta legislación sobre información privilegiada, controles sobre el lavado de activos y normas para protección de los inversores. Durante casi una década, la mayoría de los académicos, guiados por el trabajo pionero de Anne-Marie Slaughter (Slaughter, 2000), han descrito el sistema financiero internacional compuesto por redes colegiadas que fomentan la resolución colectiva de problemas y la innovación a través de interacciones entre pares reguladores. La clave para el éxito de estas redes ha sido la idea de que, dentro de ellas, la toma de decisiones no está en manos de elites políticas desinformadas, sino más bien guiada por un grupo de tecnócratas que desarrollan expectativas compartidas y confianza, lo cual les permite prescindir

de tratados que consumen mucho tiempo y de organizaciones internacionales formales (Drezner, 2007; Weber, 2010; Verdier, 2013).

Por lo tanto, la regulación financiera global es desarrollada por un ecosistema de instituciones y organismos, tanto gubernamentales como del sector privado, que establecen estándares (y agendas) para la comunidad regulatoria internacional. Este ecosistema tiene un perfil fundamentalmente técnico, ya que suele estar integrado por funcionarios de los bancos centrales, las agencias reguladoras y supervisoras del mercado de capitales, y/o los ministros de finanzas, y generalmente, sin un mandato establecido por un tratado internacional, operan por consensos y estatutos no vinculantes. Entre los foros u organismos más destacados están el G20², el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés). Junto a estos reguladores primarios existen otros importantes organismos con mandatos mucho más limitados y que abordan ámbitos muy específicos de las finanzas, como el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés), que actualmente opera en el marco de la Fundación de Estándares Internacionales de Reportes Financieros (Fundación IFRS) desarrollando las normas internacionales de información financiera (NIIF). Por último, se encuentran las instituciones que se dedican a la vigilancia y el monitoreo. Si bien existen otras organizaciones que llevan a cabo actividades discretas de seguimiento y monitoreo, dos instituciones han sido de gran importancia a la hora de promover la implementación de los estándares financieros internacionales: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco

² Quizás el más conocido de este ecosistema regulatorio, la única institución donde los jefes de Estado participan directamente (aunque de manera un tanto irregular) y que en la actualidad determina en gran medida la agenda para el establecimiento de estándares internacionales de regulación financiera.

Mundial. Aunque generalmente no tienen la tarea de diseñar estándares sectoriales específicos para el sector financiero, sus misiones han evolucionado a lo largo de los años para incluir principalmente el monitoreo de códigos y estándares financieros. También son, en particular, las únicas instituciones de la dimensión regulatoria de la AFI, cuyos documentos fundacionales y estatutos están formalmente reconocidos por los países como vinculantes, sobre todo a la hora de recibir financiamiento (prestatarios), aunque no en forma excluyente³. Por lo tanto, así como las fuentes del derecho financiero internacional son generalmente informales, también lo son los instrumentos que promulgan. En resumen, la regulación financiera internacional no es jurídicamente vinculante, y, como tal, se caracteriza (y analiza) como *soft law* o “derecho indicativo” (Brummer, 2010a).

Más allá de la naturaleza jurídica no vinculante de la regulación financiera internacional, existen también mecanismos reputacionales, institucionales y de mercado que la hacen más coercitiva de lo que predicen las teorías tradicionales del derecho internacional. Esta característica, pasada por alto en la literatura académica según Brummer (2010b), plantea nuevas preocupaciones normativas y prácticas respecto al diseño institucional de los organismos internacionales de estandarización, porque los déficits democráticos en su estructura organizativa pueden tener un nuevo significado desde el punto de vista de la legitimidad. El autor plantea que la naturaleza administrativa del derecho financiero internacional implica que el mismo se dirija no solo a los firmantes de los acuerdos, sino también a los participantes del mercado en general. Muchos bancos, por ejemplo, divulgan sus posiciones de capital de acuerdo con los principios de Basilea, a veces incluso cuando sus instituciones de origen no han adoptado o implementado las reglas. En el mismo sentido, las agencias de calificación crediticia han cumplido con algunos mandatos de IOSCO, incluso cuando

³ Los países no prestatarios, generalmente desarrollados, también los reconocen.

no están obligadas (al igual que los bancos) a hacerlo según la legislación nacional. Básicamente, se ha desarrollado una jerarquía legal *de facto*, aun en un contexto de *soft law*. En este sentido, no debería sorprender que, dado su alcance potencial, los procesos de desarrollo de estos estándares financieros a nivel internacional con frecuencia integren un período considerable de consulta pública con participantes del mercado, tanto del sector público como del privado. Las partes interesadas (autoridades monetarias, entes reguladores del mercado de capitales, bancos comerciales, bancos de inversión, estudios de abogados y firmas de valores, entre otros) proporcionan periódicamente comentarios sobre proyectos de legislación prospectiva que están siendo elaborados por los emisores de normas internacionales. En resumen, si bien el régimen de normas internacionales de regulación financiera es técnicamente informal y no vinculante desde el punto de vista jurídico, los entes reguladores y empresas que no cumplen con los estándares financieros internacionales suelen internalizar ciertos costos a través de diversos mecanismos de mercado, reputacionales e institucionales.

1.3. Metodología

Para contrastar la hipótesis planteada, la presente tesis estudia las iniciativas regulatorias y los estándares de finanzas sostenibles desarrollados en el ámbito internacional para el sector bancario y el mercado de capitales surgidos del FSB, el BCBS, la Fundación IFRS y la Iniciativa Financiera del UNEP (UNEP FI, por sus siglas en inglés).

La metodología utilizada fue fundamentalmente cualitativa, bajo una lógica de interpretación y comparación de documentos públicos. En concreto, se llevó adelante una revisión y análisis de los estatutos, documentos legales, informes, guías y taxonomías que dan forma al emergente régimen de normas internacionales de regulación de las finanzas sostenibles, poniendo un especial énfasis

en el diseño institucional de los organismos internacionales de estandarización, abarcando desde su gobernanza y membresía hasta los procesos de desarrollo de los estándares.

2. La Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente

El presente capítulo desarrolla los orígenes y funciones de la asociación global entre el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente y el sector financiero. Identificando los antecedentes conceptuales de la inversión responsable se explicará el rol fundamental que ha tenido la UNEP FI en la consolidación y estandarización de buenas prácticas de sustentabilidad e integración de factores ASG en el sector financiero internacional.

2.1. Antecedentes

Los orígenes conceptuales de la llamada “inversión responsable” se pueden encontrar en la historia temprana de la civilización, particularmente en las tradiciones judía, cristiana e islámica que a través de lo que hoy en día se conoce como filtrado negativo (*negative screening*) o exclusión buscaban evitar invertir en empresas que iban en contra de sus valores⁴. Los orígenes religiosos más profundos de la inversión socialmente responsable (ISR) aún se pueden ver en la exclusión generalizada de inversiones en empresas de las industrias del alcohol, el tabaco y el juego (Schueth, 2003).

Sin embargo, las raíces modernas de la inversión responsable se remontan particularmente al desarrollo del concepto de responsabilidad social corporativa o empresarial que comenzó en el siglo XX. Durante esta era se extendió la idea de que la contribución de las empresas al cambio social positivo podía ser relevante para la construcción de carteras y la asignación de capital (Schueth, 2003; Epstein, 1987; Waring & Lewer, 2004; Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008).

Se observa una dinámica que va en un primer momento desde la filantropía para luego pasar a una

⁴ El judaísmo y el cristianismo tienen una gran cantidad de enseñanzas sobre cómo usar el dinero de manera ética. El famoso sermón de John Wesley de 1872, “El uso del dinero”, describió los principios básicos de lo que se conoce hoy como inversión socialmente responsable (ISR), planteando la necesidad de integrar consideraciones éticas al uso del dinero. Asimismo, las interpretaciones del Corán también influyeron en las prácticas de inversión, convirtiéndose en lo que hoy se conoce como “finanzas islámicas”: un conjunto de reglas que buscaban evitar industrias indeseables que van desde la carne de cerdo hasta los juegos de azar (Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008).

integración más sistémica en las prácticas de inversión y en los modelos de negocio. Una serie de eventos históricos significativos y tendencias políticas a partir de la década de 1950 contribuyeron a un contexto en el que la ISR floreció. Schueth (2003) describe el clima político apasionado de la década de 1960 como el comienzo de esta era con movimientos temáticos como las protestas contra la guerra de Vietnam, movilizaciones por los derechos civiles y de las mujeres, y preocupaciones sobre la Guerra Fría. El autor argumenta que este contexto político y social aumentó la sensibilidad de la sociedad respecto de la responsabilidad social de las organizaciones. A lo largo de los años, la conversación sobre la ISR cambió, desde entonces ya no se pregunta sobre la necesidad de oportunidades de inversión sino sobre métodos de integración de información no financiera en los procesos de inversión (Schueth, 2003).

Durante la década de 1970, los inversores y empresarios comenzaron a reconsiderar la visión tradicional de la responsabilidad social, ampliando su alcance desde una preocupación periférica hacia un enfoque primario y transformando la ISR de una estrategia de nicho de mercado a una filosofía de inversión común (Epstein, 1987; Schueth, 2003; Berry & Junkus, 2013; Hill et al, 2007; Revelli, 2016). A partir de entonces se comenzaron a desarrollar diversas iniciativas que buscaron darle mayor consistencia al concepto de ISR. Sherwood y Pollard (2016) plantean que la creación del *Domini 400 Social Index*, ahora conocido como *MSCI KLD 400 Social Index*, en combinación con la creación del Consejo Ecuménico para la Responsabilidad Corporativa (ECCR, por sus siglas en inglés) inicia lo que llaman la era moderna de la ISR. El índice social Domini 400 proporcionó la primera evidencia sólida de que este tipo de inversión no tenía por qué costar dinero. En sus primeros años, tuvo un desempeño similar al del mercado y desde entonces ha superado al *S&P 500* en algunos años (Gilbert, 2010). Actualmente, el *MSCI KLD 400 Social*

Index es un índice que brinda exposición a empresas con calificaciones ASG sobresalientes y excluye empresas cuyos productos tienen impactos sociales o ambientales negativos⁵.

El desempeño del índice social de Domini generó un cambio de retórica en torno a la ISR. En lugar de promocionar la inversión responsable como valiosa, incluso a un costo, esta estrategia de inversión podría mejorar la sociedad sin afectar los rendimientos. A partir de entonces se comenzó a desarrollar un ecosistema alrededor de la ISR que, si bien era aún marginal, comenzaba a ganar cada vez más tracción. Kinder, Lydenberg y Domini fundaron KLD que, junto con *State Street Corp*, iniciarían la oferta de productos financieros con criterios ambientales y sociales, particularmente a partir de la demanda de grandes inversores institucionales. Así, surgieron empresas de investigación que se especializaban en análisis de datos para la ISR, y se formaron otras organizaciones para investigar y aumentar la conciencia de esta floreciente industria. La Coalición para Economías Ambientalmente Responsables (Ceres) se formó en 1989, y KLD ayudó a fundar el Foro de Inversión Social en 1995 (Gilbert, 2010).

En 1992, Michael Jentzi⁶ estableció *Jentzi Research Associates* (posteriormente *Sustainalytics*) y desarrolló el desempeño social corporativo (conocido como CSP/CSR) como una medida construida a partir de siete pilares, que incluyen: (1) Problemas de la comunidad; (2) Diversidad en el trabajo; (3) Relaciones con los empleados; (4) Desempeño ambiental; (5) Desempeño internacional; (6) Producto y práctica comercial; (7) Otros (incluyendo compensación, voto *proxy*, propiedad en otras empresas, etc.).

⁵ Ver <https://www.msci.com/www/fact-sheet/msci-kld-400-social-index/05954138>.

⁶ Director ejecutivo de *Sustainalytics*, filial de *Morningstar* especializada en investigación y calificaciones ASG. Ha sido miembro de la Junta Directiva de la *Value Reporting Foundation* y de los Principios para la Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés). En junio de 2022 se incorporó al Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB, por sus siglas en inglés).

Estos siete pilares se fueron estableciendo como la base fundamental para la medición cualitativa de las prácticas de sustentabilidad dentro de las corporaciones, así como para el desarrollo de métricas cuantitativas que fuesen útiles en la construcción de carteras. El modelo desarrollado por Michael Jantzi puede ser tomado como el primer antecedente del sistema de calificación ASG. El desarrollo de este ecosistema de calificaciones e indicadores cuantitativos sustentables fue el comienzo de un largo camino para que las empresas y los inversores privados integran criterios ambientales y sociales en su política de inversión, proveyendo una mayor comprensión de los riesgos previamente ignorados en estos procesos de asignación de capital (Sharewood & Pollard, 2016).

Si bien los orígenes conceptuales de la integración de factores ASG en el sistema financiero se pueden encontrar en la evolución de la ISR, su consolidación y formalización se da sin lugar a dudas con la asociación global entre la UNEP y el sector financiero.

2.2. De la ISR a la integración de factores ASG

La UNEP FI se originó en 1991, cuando un reducido grupo de bancos comerciales⁷ unieron fuerzas con la UNEP para promover la agenda ambiental en la industria bancaria. En mayo de 1992, previo a la Cumbre de Río de ese año, se lanzó en Nueva York la Declaración de Bancos sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo Sostenible de la UNEP y se formó la Iniciativa Bancaria.

El programa se fue extendiendo a partir de la inclusión de otros sectores relevantes de la industria financiera, como las aseguradoras y los fondos de pensión. Esto derivó en el Compromiso Medioambiental de la Industria Aseguradora y la posterior creación de la Iniciativa de la Industria

⁷ Entre ellos, el Deutsche Bank, HSBC Holdings, Natwest, Royal Bank of Canada y Westpac.

de Seguros (III, por sus siglas en inglés) de la UNEP para financiar actividades de investigación, y patrocinar reuniones y talleres de concientización.

En 1997 la Declaración de Bancos sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo Sostenible se reformuló para convertirse en la “Declaración de Instituciones Financieras acerca del Medio Ambiente y el Desarrollo Sostenible”, con el objetivo de ampliar su alcance para el sector de servicios financieros en general. En dicha declaración, las instituciones financieras reconocen la necesidad de articular la dimensión económica, social y ambiental, pero también consideran que “la identificación y cuantificación de los riesgos ambientales debe formar parte del proceso normal de evaluación y gestión del riesgo, tanto en operaciones domésticas como internacionales” (UNEP FI, 1997: 1). La Iniciativa Bancaria pasó a llamarse “Iniciativa de Instituciones Financieras” (FII, por sus siglas en inglés).

A partir de 1999, la FII y la III comenzaron a trabajar de forma conjunta en temas de interés mutuo, y en la Reunión General Anual de 2003 (en Ginebra) ambas iniciativas se fusionaron formando la UNEP FI, como se la conoce hoy en día. En 2010, para reflejar debidamente la base de gobernanza común de esta Iniciativa, la Declaración de la UNEP de las Instituciones Financieras sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo Sostenible, y la Declaración de la UNEP sobre el Compromiso Ambiental de la Industria de Seguros se fusionaron en una sola: la “Declaración de Compromiso de las Instituciones Financieras sobre el Desarrollo Sostenible”, donde los signatarios se comprometen a divulgar sobre: (1) su compromiso con el desarrollo sostenible, (2) la manera en que van a incorporar y gestionar dicho compromiso, y (3) cómo se dejará constancia de ello a nivel externo. Es así como el sector de servicios financieros reconoce públicamente que el desarrollo económico necesita ser compatible con el bienestar humano y un medio ambiente sano, y que ignorar esto implicaría correr el riesgo de aumentar costos sociales, ambientales y financieros.

En este contexto, un número cada vez mayor de inversores institucionales se comenzaron a interesar en enfoques de gestión de activos que incluyeran explícitamente criterios o métricas de sostenibilidad, ya sea por razones éticas o porque podían llegar a ser relevantes para el rendimiento de la inversión. En abril de 2003, y en respuesta a la demanda de los inversionistas, se constituyó un Grupo de Trabajo de Gestión de Activos (AMWG, por sus siglas en inglés) en el marco de la UNEP FI para investigar sobre la materialidad financiera de la sostenibilidad para la gestión de fondos mutuos y otros fondos institucionales. Se solicitó entonces a diversas instituciones financieras que identificaran criterios ambientales y sociales específicos que pudieran ser importantes para la competitividad y reputación de las empresas. El objetivo primordial era identificar aquellas dimensiones de la sostenibilidad que tuviesen un impacto material desde el punto de vista financiero.

Así, el estudio *“The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing”* se presentó en la Cumbre de Líderes del Pacto Global de las Naciones Unidas el 24 de junio de 2004 (en Nueva York). Esta Cumbre fue organizada por el Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, para conmemorar el cuarto aniversario de la creación del Pacto, un conjunto de principios voluntarios para las empresas que abarca cuestiones ambientales, laborales y de derechos humanos⁸. Probablemente el documento derivado de dicha Cumbre sea el más importante hasta la fecha dentro del ámbito de la inversión responsable, ya que se acuñó por primera vez el término “ASG” y su importancia para el valor de las empresas. El documento, desarrollado a pedido de los 12 administradores de fondos del AMWG⁹, recopila 11 informes sobre

⁸ Esta Cumbre fue organizada por el Secretario General de las Naciones Unidas, Kofi Annan, para conmemorar el cuarto aniversario de la creación del Pacto, un conjunto de principios voluntarios para las empresas que abarca cuestiones ambientales, laborales y de derechos humanos. En la Cumbre de 2004 en Nueva York se agregó un décimo principio sobre corrupción.

⁹ Acuity Investment Management, Canadá; BNP Paribas Asset Management, Francia; Calvert Group Ltd., EE. UU.; Citigroup Asset Management, EE. UU.; Groupama Asset Management, Francia; Morley Fund Management, Reino

la materialidad de los asuntos sociales, ambientales y de gobierno corporativo para la valuación de acciones, y llama a inversores, gobiernos y líderes empresariales a situar los criterios ASG en el corazón del mercado de capitales y las consideraciones de inversión. Esto marcó el comienzo de algo mucho más importante que un cambio de vocabulario. Sus autores llegaron a la conclusión de que el análisis ASG, depurado de valores y connotaciones éticas, es material para el desempeño de las empresas y el valor accionario de corto y largo plazos, contribuyendo a promover la idea de que la integración de factores ASG podría ser en sí misma una fuente de rendimientos. Es por ello que dicho documento fue fundamental en la creciente institucionalización e integración de la sostenibilidad del sistema financiero (Gilbert, 2010).

Cuando se analiza la composición geográfica del AMWG de la UNEP FI se pueden identificar representantes de casi todos los continentes (a excepción de Oceanía). Sin embargo, al hacer un análisis comparativo de los 11 informes que terminaron integrando el documento, el 46% se focaliza en la Unión Europea (UE), solo un 27% tiene un foco global y también resalta la falta de participación de América del Norte, probablemente debida a la baja tasa de respuesta para participar del estudio (20%) y que quienes respondieron negativamente lo hicieron fundamentalmente sobre la base de una dificultad percibida en el análisis debida a la falta de información, inadecuada divulgación de estos criterios, reestructuración interna, o falta de capacidad de investigación sobre estos temas. Justamente uno de los hallazgos más importantes del proyecto, además de la materialidad financiera de los factores ASG, está relacionado a la necesidad de que los gobiernos exijan y estandaricen la inclusión de estos criterios en normas nacionales y marcos internacionales de divulgación de información financiera para reducir las

Unido; Nikko Asset Management, Japón; Old Mutual Asset Managers, Sudáfrica; San Paolo IMI Asset Management, Italia; Storebrand Investments, Noruega; ABN AMRO Asset Management, Brasil; HSBC Asset Management, Europa.

barreras para el análisis ASG. En este contexto, es significativa la relevancia de los reguladores financieros, quienes no solo deben desarrollar nuevas normas y estándares de divulgación, sino también revisar las definiciones de deber fiduciario y materialidad financiera¹⁰ dentro de estos marcos para incorporar la consideración de criterios ASG (UNEP FI, 2004).

La transición de la ISR basada en valores a la inversión ASG proactiva hizo crecer significativamente todo el ecosistema de financiamiento sostenible. El Foro de Inversión Social (SIF, por sus siglas en inglés) informó que en los EE. UU. los activos denominados ISR en 2005 alcanzaron los 2,29 billones de dólares desde los 639 millones de la década anterior¹¹. Dos años después, esa cifra aumentó un 18%, a 2,71 billones de dólares, frente a un aumento del 3% en el universo más amplio de activos administrados profesionalmente (Gilbert, 2010). El último informe de tendencias del SIF, que incluye datos hasta fines de 2019, encontró que los inversores estaban considerando factores ASG en 17 billones de dólares en activos administrados profesionalmente, un aumento del 42% desde 2018. Esto muestra un continuado y significativo crecimiento en los montos gestionados por la cantidad de los administradores de dinero e inversores institucionales que consideran los factores ASG (SIF, 2020).

La consolidación de la integración de factores ASG en el sistema financiero se formaliza con los Principios para la Inversión Responsable (PRI, por sus siglas en inglés) que surgen en el marco de una asociación entre la UNEP FI y el Pacto Global de las Naciones Unidas. Estos Principios se han convertido en el punto de referencia para inversores institucionales comprometidos con

¹⁰ Actualmente en el ámbito de la sostenibilidad existe un amplio consenso respecto de la necesidad de ir hacia una lógica de doble materialidad, donde no solo se consideren los factores ASG que afectan el valor de una empresa (materialidad financiera) sino también sobre el impacto de ésta sobre el ambiente y la sociedad (materialidad de impacto).

¹¹ Para llegar a estos totales, el SIF envía encuestas a inversores institucionales y administradores de dinero para que informen la proporción de sus activos que está sujeta a criterios, políticas o filtros ambientales o sociales.

acciones responsables y de largo plazo para incorporar temas ambientales, sociales y de gobernanza en las prácticas de inversión.

2.3. Los Principios para la Inversión Responsable

Los PRI son una iniciativa conjunta de la UNEP FI y el Pacto Global de las Naciones Unidas con el objetivo de integrar factores ASG en las prácticas de inversión. Se basan en la premisa de que los inversores institucionales y los administradores de activos tienen el deber de actuar en el mejor interés a largo plazo de sus clientes y, por lo tanto, deben considerar adecuadamente los efectos de los asuntos ASG sobre el rendimiento de las carteras de inversión.

A principios de 2005, el Secretario General de las Naciones Unidas invitó a los principales inversores institucionales del mundo a unirse a un proceso para desarrollar estos Principios. Así, representantes de 20 inversores institucionales de 12 países acordaron participar en el Grupo de Inversores, el cual aceptó la propiedad de los Principios y tuvo la libertad de desarrollarlos con el apoyo de un grupo de expertos de múltiples partes interesadas (70 personas de la industria de la inversión, organizaciones gubernamentales e intergubernamentales, la sociedad civil y el mundo académico). Los PRI surgieron como resultado de estas reuniones y se lanzaron formalmente en 2006.

Los Principios tienen asociado un conjunto de 35 acciones que los inversores institucionales y los administradores de activos pueden tomar para integrar las consideraciones ASG en sus actividades de inversión. Estas acciones se relacionan con una variedad de temas, incluidas la toma de decisiones de inversión, la propiedad activa, la transparencia, la colaboración y el logro de un apoyo más amplio para estas prácticas de toda la industria de servicios financieros. Los seis principios del PRI requieren que los inversores institucionales: (i) incorporen asuntos ASG en sus análisis de inversión y procesos de toma de decisiones; (ii) sean propietarios activos e incorporen

asuntos ASG en las prácticas y políticas de propiedad; (iii) procuren una divulgación adecuada sobre asuntos ASG por parte de las entidades en las que invierten; (iv) promuevan la aceptación e implementación de los Principios en el sector de las inversiones; (v) trabajen de manera colaborativa para incrementar la efectividad en la aplicación de los Principios; e (vi) informen sobre sus actividades y progreso con respecto a la aplicación de los Principios.

Por su parte, los PRI reflejan la filosofía de inversión y los valores fundamentales de un grupo de grandes inversores cuyo horizonte de inversión suele ser largo y cuyas carteras suelen estar muy diversificadas. Esta filosofía general se refleja en la afirmación que debe hacer cada signatario del PRI¹²:

“Como inversores institucionales tenemos el deber de actuar en el mejor interés de nuestros beneficiarios a largo plazo. Como base de este papel fiduciario, estamos convencidos de que los asuntos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) pueden afectar el rendimiento de los portafolios de inversión (en diferente medida entre distintas empresas, sectores, regiones, clases de activos y a lo largo del tiempo). Además, reconocemos que la aplicación de estos Principios puede alinear de mejor manera a los inversores con objetivos más amplios de la sociedad”.

Las 35 acciones que las entidades pueden tomar para integrar las consideraciones ASG en sus actividades de inversión los hacen accesibles para todo tipo de inversores institucionales (propietarios de activos, administradores de inversiones y socios de servicios profesionales), independientemente del tamaño, la ubicación o el nivel de experiencia corporativa. Además, para lograr los objetivos planteados que van desde incorporar los Principios en la política de inversión

¹² Ver <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

hasta medir y comunicar el progreso (*reporting*), el PRI ofrece una serie de servicios y herramientas como asistencias técnicas y capacitaciones, o más específicas, como la Plataforma de Colaboración (para un ejercicio activo de la propiedad) y el Marco para la Presentación de Informes (*Reporting Framework*), reconocidos a nivel mundial.

La Plataforma de Colaboración es un espacio que permite a los signatarios del PRI cooperar, agrupar recursos, compartir información y mejorar su influencia en cuestiones ASG. Permite que los signatarios puedan publicar y coordinar sus iniciativas relacionadas con asuntos de sostenibilidad y acceder a servicios proporcionados por los PRI (como los compromisos colaborativos coordinados¹³). Las publicaciones incluyen oportunidades para unirse a compromisos con inversiones actuales o potenciales, invitaciones para firmar cartas o declaraciones conjuntas de inversores, propuestas de investigación y guías de inversión, llamados a involucrarse con los responsables de la formulación de políticas, o solicitudes de apoyo en próximas resoluciones de accionistas¹⁴. El Sistema de Declaración de Voto del PRI, integrado en la Plataforma de Colaboración, es una de las herramientas que facilita la coordinación entre los signatarios para ejercer presión sobre asuntos ASG. Su objetivo principal es promover lo que se conoce como “activismo accionario” (*shareholder activism*), que consiste en el uso de la posición de propiedad para influir activamente en la política y práctica de las empresas (Sjöström, 2008).

Asimismo, estos Principios están diseñados para ser voluntarios y aspiracionales, no hay sanciones legales o reglamentarias asociadas. Si bien puede haber riesgos reputacionales asociados con firmarlos y luego no adoptarlos, los PRI están más asociados a una cierta dirección a seguir. Por

¹³ Lanzado en 2015, 35 inversores con 2 billones de dólares de activos bajo gestión (AUM, por sus siglas en inglés) se unieron al compromiso colaborativo del PRI sobre prácticas de lobby climático, dirigido a 21 empresas en los sectores de petróleo y gas, tecnología de la información, automotores, bienes de consumo, materias primas y servicios públicos (PRI, 2018a).

¹⁴ Ver <https://www.unpri.org/collaborative-engagements/pri-collaboration-platform/4808.article>.

esta razón, para incentivar cierto nivel de compromiso, se solicita a sus signatarios que informen sobre las actividades y el progreso hacia la implementación de los Principios.

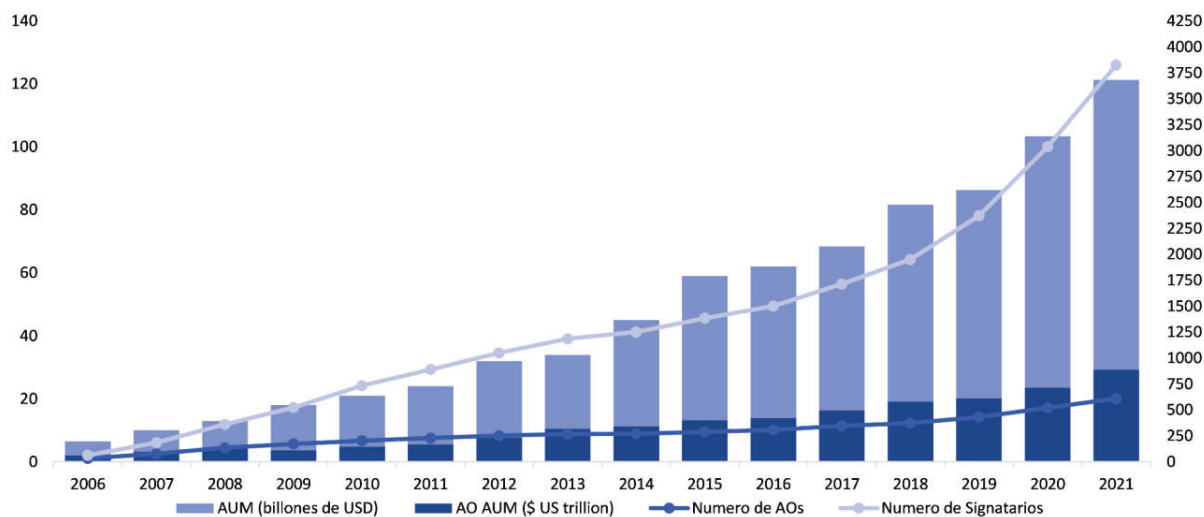
En este sentido, el Marco para la Presentación de Informes (*Reporting Framework*) de los PRI es una herramienta fundamental tanto para la implementación real de los Principios como para la construcción de un lenguaje común y estándar de la industria financiera para informar las actividades de inversión responsable. Su objetivo principal es promover la transparencia en las actividades de inversión y facilitar el diálogo entre los inversores, sus clientes, beneficiarios y otras partes interesadas. El marco se compone de 12 módulos, algunos generales para todos los signatarios y otros específicos para ciertas clases de activos. Si bien solo es obligatorio completar un módulo si se tiene el 10% o más de sus activos bajo gestión (en adelante AUM, por sus siglas en inglés) en ese activo, también es posible informar sobre cualquier otro módulo voluntariamente. Se espera que un signatario promedio complete por lo menos cinco módulos, incluyendo la Descripción general de la Organización, la Estrategia y la Gobernanza y los Módulos de Cierre. Cada módulo también contiene indicadores obligatorios y voluntarios para informar. Finalmente, el marco requiere la divulgación pública obligatoria de la mayoría de los indicadores relacionados con las principales prácticas o actividades de los signatarios (PRI, 2018b).

El PRI distingue tres tipos diferentes de signatarios: (i) Propietarios de activos (AO, por sus siglas en inglés): organizaciones que representan a los propietarios finales de activos que tienen ahorros para la jubilación a largo plazo, seguros y otros activos); (ii) Administradores de inversiones (IM, por sus siglas en inglés): empresas que atienden un mercado institucional y/o minorista y administran activos como proveedores externos; (iii) Proveedores de Servicios: organizaciones que ofrecen productos o servicios a AO y/o IM.

Los signatarios seleccionan por sí mismos la categoría en la que se encuentran, pero la Junta Directiva del PRI se reserva el derecho de hacer ajustes de categoría si corresponde. Desde su lanzamiento (en abril de 2006), el PRI ha pasado de sus 20 signatarios institucionales originales (que representaban aproximadamente 2 billones de dólares de AUM), a más de 3.800 signatarios institucionales a fines de 2022, que representan más de 121 billones de dólares de AUM (PRI, 2022: 35).

En el Gráfico 1 se puede observar esta tendencia creciente, con una particular aceleración a partir del 2015 que se explica por los compromisos asumidos a nivel global tanto en la Agenda 2030 (ODS) como en el Acuerdo de París, y la difusión del concepto de “desarrollo sostenible”.

Gráfico 1: Crecimiento del PRI 2006 - 2021

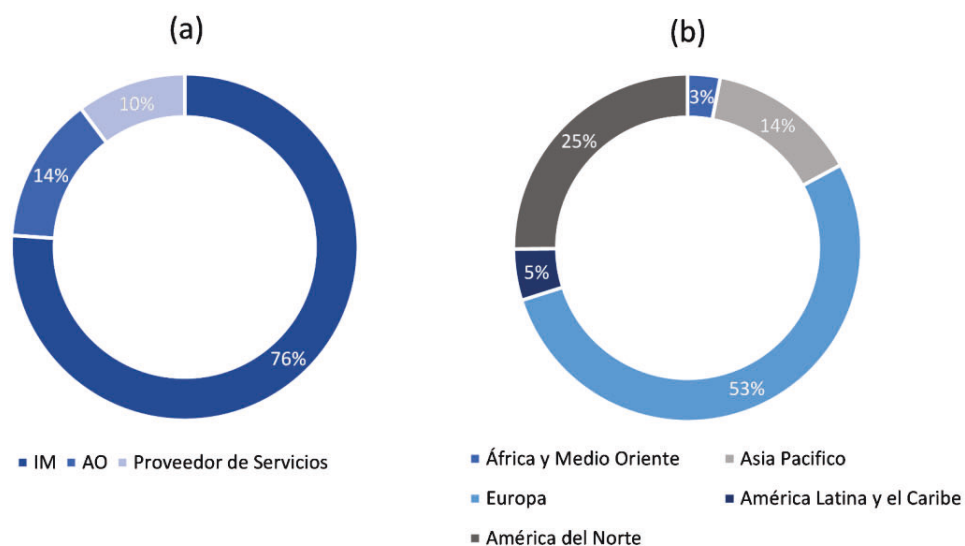


Fuente: PRI (<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>).

Al analizar la composición por tipo de signatarios, se observa que el 76% son IM, 14% AO y un 10% son proveedores de servicios (ver Gráfico 2). Al segmentar por región, si bien un 4,8% de los

signatarios son de América Latina, la mayor parte de ellos están en Brasil (2,4%). Lo mismo sucede con la región de Asia Pacífico, que en total llega a un 14% pero cuando se excluyen China, Japón y Australasia dicha proporción cae al 4,5%. Por su parte, África y Medio Oriente alcanzan apenas a un 3%, mientras que Europa y América del Norte representan más del 75% de los signatarios (ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Composición del PRI por tipo de signatario (a) y región (b) - 2022



Fuente: propia en base a datos PRI. Nota: Datos actualizados al 11/09/2022

(<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>).

El PRI está dirigido por una Junta de 10 directores representantes de organizaciones signatarias (siete elegidos por propietarios de activos, dos por administradores de inversiones y uno por proveedores de servicios), dos asesores permanentes de las Naciones Unidas (uno por el Pacto Global y otro de la UNEP FI) y una silla independiente confirmada por el voto de los signatarios. El presidente y todos los directores son los miembros estatutarios de la organización. De los 13

que componen la Junta Directiva del PRI solo dos son de PED¹⁵. Si bien el PRI tiene una Política de Diversidad¹⁶ donde se aborda la cuestión geográfica y de género, no se habla explícitamente de la necesidad de lograr una composición más equilibrada en términos de desarrollo. Sin embargo, también se puede argumentar que esta composición de la Junta refleja la de los signatarios (más del 85% del Norte Global).

En resumen, el PRI es el primer estándar global que buscó promover la responsabilidad corporativa en el sector financiero inspirando la acción voluntaria de los inversores institucionales para apoyar la integración de factores ASG en sus estrategias de inversión y la toma de decisiones. La asociación entre el Pacto Global de las Naciones Unidas y la UNEP FI fue lo que permitió consolidar una filosofía de inversión que, si bien encuentra sus orígenes en el concepto de inversión socialmente responsable, se comienza a formalizar, integrar y concretizar en el sistema financiero a partir de la identificación de factores ASG que son materiales para las empresas.

2.4. Los Principios de Banca Responsable

Continuando con la tendencia de regulación voluntaria que existe en el ámbito de la gobernanza ambiental global, y si bien el sector bancario ya venía integrando consideraciones ambientales y sociales particularmente en los marcos de gestión de riesgos para proyectos de inversión a través de los Principios del Ecuador¹⁷, todavía no contaba con un espacio similar al de los propietarios y administradores de activos como el PRI. Ante una necesidad creciente de integrar la sostenibilidad

¹⁵ Ver <https://www.unpri.org/about-us/governance/board-members>.

¹⁶ Ver <https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/z/p/i/pri-association-board-diversity-policy.pdf>.

¹⁷ Lanzados formalmente en 2003, constituyen un marco de gestión de riesgos adoptado por las instituciones financieras para determinar, evaluar y gestionar el riesgo ambiental y social en la financiación de proyectos, basado en los marcos de políticas ambientales y sociales existentes establecidos por la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés) y el Banco Mundial. A septiembre de 2022, 135 instituciones financieras en 38 países habían adoptado oficialmente los Principios.

en todas las dimensiones del negocio bancario, la UNEP FI convocó entidades financieras para desarrollar un marco para la integración de factores ASG en el sector bancario.

Esta coalición de bancos convocada por la UNEP FI desarrolló el primer marco global de sostenibilidad para la industria bancaria. El 22 de septiembre de 2019, durante la Asamblea General de las Naciones Unidas en Nueva York, se firmaron formalmente los Principios de Banca Responsable (PRB, por sus siglas en inglés). Estos Principios tienen como objetivo proporcionar a los bancos un modelo sobre cómo ayudar a abordar los desafíos de la emergencia climática y crear un futuro sostenible. Los seis principios rectores ayudan a los bancos signatarios a garantizar la alineación de su estrategia y práctica con la visión de la Agenda 2030 (ODS) y el Acuerdo Climático de París, y aportan propósito, visión y ambición a las finanzas sostenibles. Los signatarios se comprometen a integrar los principios en todas las áreas comerciales, a nivel estratégico, de cartera y transaccional.

Los seis PRB son: (1) Alineación: las entidades se comprometen a alinear su estrategia comercial para que sea coherente y contribuya a las necesidades de las personas y los objetivos de la sociedad, como se expresa en los ODS, el Acuerdo Climático de París y los marcos nacionales y regionales pertinentes; (2) Impacto y fijación de objetivos: se procura aumentar continuamente los impactos positivos mientras se reducen los impactos negativos y gestionar los riesgos para las personas y el medio ambiente que resulten de las actividades, productos y servicios. Se solicita establecer y publicar aquellos objetivos donde se tenga impactos más significativos; (3) Clientes: trabajar de manera responsable con los clientes para desarrollar prácticas sostenibles y generar una prosperidad compartida para las generaciones actuales y futuras; (4) Partes interesadas: consultar, involucrar y colaborar de modo proactivo con los grupos de interés relevantes para alcanzar los objetivos de la sociedad; (5) Gobernanza y cultura: implementar los principios a través de una

gobernanza eficaz y una cultura de banca responsable; (6) Transparencia y rendición de cuentas: se revisarán de manera periódica la implementación individual y colectiva de estos principios, apostando por la transparencia y asumiendo plena responsabilidad ante los impactos positivos y negativos.

Los PRB buscan tener un alcance global, y por lo tanto se diseñaron para garantizar su adopción por cualquier entidad bancaria, independientemente de su contexto específico o de su grado de progreso en la integración de la sostenibilidad. Son el resultado de un único y extenso proceso de consulta. Sus 30 bancos signatarios fundadores desarrollaron los Principios en nombre y en consulta con los bancos miembros de la UNEP FI. Al mismo tiempo, fueron asesorados por un grupo de 12 instituciones de la sociedad civil y una consulta pública global que involucró a 250 bancos y más de 500 partes interesadas (como la sociedad civil, reguladores e inversores de todo el mundo)¹⁸. Los mecanismos de transparencia y responsabilidad buscan que los bancos identifiquen primero sus áreas de impacto más relevantes, para luego poder establecer metas e informar de forma periódica. En este sentido, la UNEP FI desarrolló una guía para apoyar la implementación de los PRB, proporcionando orientación no vinculante a los bancos sobre las medidas que pueden tomar para implementar cada uno de los seis Principios. Por otro lado, el documento también ofrece diversas herramientas que pueden ayudar a los bancos en el análisis de impacto de su cartera, la priorización de áreas de impacto y la fijación de objetivos (UNEP FI, 2019).

En el proceso de implementación de los principios se identifican tres etapas fundamentales que deben realizar los bancos signatarios (UNEP FI, 2022): (1) Análisis de impacto: identificar las

¹⁸ Ver <https://www.unepfi.org/banking/more-about-the-principles/progress/>.

áreas de impacto (tanto positivo como negativo) más significativo de la cartera, considerando el contexto de las regiones en las cuales opera la entidad. La UNEP FI pone a disposición de los signatarios no solo guías sino también una Herramienta de Análisis de Impacto de Cartera para Bancos¹⁹ (*Portfolio Impact Analysis Tool for Banks*), diseñada para promover el cumplimiento de los requisitos del Principio 2 (impacto y fijación de objetivos); (2) Fijación de objetivos e implementación: los bancos signatarios deben establecer al menos dos objetivos que aborden los impactos más significativos que hayan identificado en la etapa 1, que deben ser lo suficientemente ambiciosos para alinear objetivamente el negocio y la cartera del banco con los respectivos ODS y el Acuerdo Climático de París; (3) Informes: se debe reportar públicamente sobre el progreso en la implementación de los Principios, siendo transparente sobre los impactos y las contribuciones. Los bancos signatarios deben informar regularmente (en inglés) sobre cómo están implementando los PRB, los objetivos que han establecido y el progreso realizado, utilizando el modelo de informes y autoevaluación que ofrece la UNEP FI²⁰.

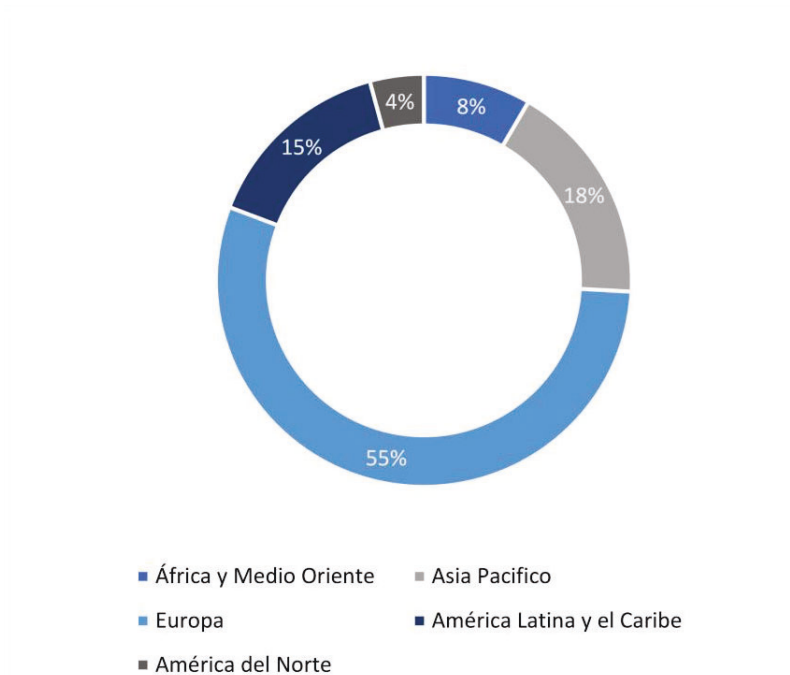
Desde su lanzamiento (en 2019) los PRB han pasado de sus 132 signatarios fundadores a 290 en la actualidad, los cuales representan 84 billones de dólares en activos bancarios (más del 40% del total global). Al analizar la composición por región (ver Gráfico 3) se observa una situación mucho más equilibrada que en el caso de los PRI: un 41% de los signatarios son entidades financieras que pertenecen a las regiones Asia Pacífico (18% pero cuando se excluye China, Japón y Australia dicha proporción cae al 5%), América Latina y el Caribe (15% y cuando se excluye Brasil dicha proporción cae al 13,6%) o África y Medio Oriente (8%), mientras que solo un 4% de los signatarios son de América del Norte. Esta situación se puede explicar en parte por la mayor

¹⁹ Ver <https://www.unepfi.org/impact/unep-fi-impact-analysis-tools/portfolio-tool/>.

²⁰ Ver <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/07/PRB-Reporting-and-Self-Assessment-Template.docx>.

relevancia que tiene el sector bancario en la estructura financiera de los PED y Europa (con un 55%), a diferencia de por ejemplo Estados Unidos, donde el mercado de capitales es mucho más relevante que el sector bancario (Gambacorta *et al.*, 2014).

Gráfico 3: Composición PRB por región



Fuente: propia en base a datos PRB (<https://www.unepfi.org/banking/prbsignatories/>).

En resumen, el desarrollo de los PRB, PRI y de los principios para el sector de seguros (no abordado en este trabajo), enfocados en el mercado de capitales, hacen que la industria financiera cuente con marcos de sostenibilidad para todos los sectores que la componen. De esta manera, la UNEP FI se ha posicionado como uno de los principales impulsores de la integración de factores ASG en el sistema financiero, y los estándares y principios desarrollados en este ámbito son referencia para las nuevas tendencias regulatorias.

3. Instituciones y normas internacionales de regulación financiera relacionadas con el clima

El presente capítulo analiza y caracteriza las instituciones y normas internacionales que componen la AFI, dentro del marco del Acuerdo de París y los ODS. Primero se hará un breve repaso histórico de cómo fue evolucionando la AFI a partir de las diversas crisis financieras para poder comprender su estado actual. Dado que el objetivo del presente trabajo es abordar las iniciativas regulatorias en el ámbito de las finanzas sostenibles, se hará especial énfasis en los procesos de estandarización y cómo éstos se vinculan con los recursos financieros disponibles.

Para comenzar, se hace necesario definir a qué nos referimos cuando hablamos de “arquitectura financiera internacional”. Según Carrera (2009), la AFI es el conjunto de instituciones, normas y comportamientos sobre las que se basan las relaciones monetarias y financieras internacionales. Es un concepto relativamente reciente que surge a partir de las crisis financieras a finales del siglo XX, principalmente la asiática ocurrida en 1997, en relación a la gobernanza financiera internacional²¹. Aunque ahora se utiliza ampliamente, la palabra “arquitectura” proporciona una impresión un tanto engañosa de la naturaleza del proceso por el cual surgieron las instituciones y políticas que dan forma al sistema financiero internacional. Son menos la consecuencia de un plan general coherente y uniforme que el resultado de la interacción de una variedad de fuerzas económicas y políticas (Eichengreen, 2011).

Una interpretación acotada de la AFI se centraría en el papel del FMI y los países prestamistas antes, durante y después de una crisis financiera. Interpretaciones más amplias, del tipo que utilizamos en esta tesis, incluyen también otros aspectos del sistema financiero internacional en el ámbito de la AFI. Andrew Crockett, el primer presidente del Foro de Estabilidad Financiera (en

²¹ El 14 de abril de 1998, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Robert Rubin, explicó la necesidad de fortalecer la AFI. *Ngram Viewer* de Google muestra que las referencias comienzan a dispararse en esta época (Eichengreen, 2011).

adelante FSF, por sus siglas en inglés; antecesor del Consejo de Estabilidad Financiera, FSB en inglés) y exgerente general del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), definió la AFI a partir de tres elementos interrelacionados: (a) el modelo económico básico que gobierna las relaciones monetarias y financieras transfronterizas; (b) la estructura institucional que existe para gestionar y adaptar estas relaciones; y (c) la distribución de la autoridad para la toma de decisiones en las instituciones internacionales, su “gobernanza” (Crockett, 2010). La naturaleza de la AFI y los acuerdos de gobernanza subyacentes han evolucionado con el tiempo, desde el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods (desde 1944), basado en tratados internacionales y dirigido por el Estado (Padoa-Schioppa & Saccomanni, 1994), hasta un sistema de “gobernanza de múltiples niveles”, basado fundamentalmente en la estandarización de las actividades financieras internacionales (Weber, 2010).

Los estándares representan, según algunos autores, el elemento más crucial de la AFI o, en otras palabras, del orden económico-jurídico internacional (Giovanoli & Devos, 2010). El FSB define a los estándares como aquellos que “establecen lo que se acepta ampliamente como buenos principios, prácticas o guías en un área determinada”²². Estas normas o estándares pretenden proporcionar igualdad de condiciones en los servicios financieros tal que las actividades financieras alcancen niveles ampliamente reconocidos de rendimiento, seguridad y transparencia (Weber, 2009).

Antes de las crisis financieras de la década de 1990, no existía una coordinación regulatoria global de los mercados financieros significativa, y hasta el año 1999, la capacidad de regulación prudencial a nivel internacional estaba fragmentada (Porter, 2001). La regulación se enfocaba entonces principalmente en el sector bancario de los países desarrollados.

²² Ver <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/about-the-compendium-of-standards/>.

Los esfuerzos para avanzar en la regulación de la banca internacional estuvieron liderados esencialmente por el Grupo de los Diez (G10²³) y, tanto Basilea I como el Concordato (ver en la próxima sección), eran estándares que no estaban destinados a afectar a los PED. De hecho, los esfuerzos por ampliar la coordinación regulatoria a áreas tales como los mercados de valores o el lavado de dinero fueron ineficaces (Padoa-Schioppa & Saccomanni, 1994; Kahler, 1995; Braithwaite & Drahos, 2000). En este sentido, ninguno de los estándares financieros que ahora las instituciones financieras internacionales (IFIs) consideran importantes existía antes de 1996, debido, en gran parte, a la falta de demanda. Se pensaba entonces que la alta segmentación de los mercados financieros tornaba innecesaria la coordinación regulatoria global.

No obstante, las crisis financieras que golpearon a América Latina (en 1994-1995) y a Asia Oriental (1997-1998) alteraron dramáticamente estas percepciones. Las enseñanzas derivadas fueron que la mala regulación financiera en los PED fue lo que contribuyó a la profundidad y amplitud de ambas crisis. A partir de la cumbre de Halifax en 1995, el Grupo de los Siete (G7²⁴) comenzó a involucrarse cada vez más en la gobernanza de las finanzas internacionales, y los ministros de finanzas del G7 desarrollaron planes cada vez más específicos con respecto a la AFI. Un año más tarde, en la cumbre de Lyon de 1996, la declaración del G7 se centró más en el papel que deberían desempeñar los códigos y estándares financieros comunes. La intención del G7 era elevar los estándares regulatorios de los PED a niveles del primer mundo (Drezner, 2007). Desde entonces se ha consolidado una compleja red de organismos, coordinados por el FSB, encargados

²³ El G10 se refiere al grupo de países que participaron en los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (GAB, por sus siglas en inglés). Dichos Acuerdos fueron establecidos en 1962, cuando los gobiernos de ocho países miembro del FMI (Bélgica, Canadá, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos), junto a los bancos centrales de otros dos (Alemania y Suecia) accedieron a aportar más recursos para aumentar la liquidez del Fondo, complementando sus recursos ordinarios provenientes de las cuotas (Ainley, 1984).

²⁴ El G7 es un foro político y económico intergubernamental conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

de emitir estándares financieros. Al respecto, cabe destacar el rol del G20 que, si bien fue creado en 1999 luego de la crisis asiática, toma mayor relevancia con la crisis financiera global del 2007-2008 (crisis *subprime*²⁵). El G20 fue el foro que promovió la creación del FSB y quien le dio mayor legitimidad al régimen de normas internacionales de regulación financiera dado su carácter fundamentalmente político. Luego de la crisis, el G20 combinó a diversos reguladores independientes, redes regulatorias y entidades privadas que habían dominado la elaboración de normas y estándares durante los treinta años previos en un solo consejo, el FSB, bajo el escrutinio de los ministros de economía y finanzas nacionales de los países que componen el Grupo. Desde entonces, el FSB ha canalizado con éxito las preferencias del G20 sobre la regulación financiera internacional (Gadinis, 2012).

La mayoría de los estándares califican como “*soft law*” debido a su carácter de recomendación no vinculante. Sin embargo, incluso si carecen de un régimen de ejecución, las normas tienen el potencial de ejercer una influencia sustancial mediante la definición de puntos de referencia y buenas prácticas que luego adoptan los mercados y reguladores. Los estándares buscan identificar el denominador común respecto a un campo regulatorio particular, dejando espacio para su adaptación al entorno específico y las circunstancias en las subcapas de la gobernanza. Al no estar basada en tratados internacionales, que suelen ser procesos muchos más largos, burocráticos y con mayores costos políticos para los gobiernos, esta forma de regulación permite una simplificación y una reacción más rápida a las innovaciones y los nuevos desafíos que afronta el sistema financiero (Weber, 2010; Brummer, 2010a).

²⁵ La crisis subprime se originó en Estados Unidos en 2007, producto de la securitización de las carteras de créditos hipotecarios de baja calidad (hipotecas subprime) de las instituciones financieras, lo cual desencadenó una crisis financiera global por la proliferación de derivados financieros que tenían como activo subyacente dichas carteras de alto riesgo (por ejemplo, valores respaldados por hipotecas, seguros de default, entre otros).

Por su parte, y más allá de su naturaleza jurídica, como fuera dicho más arriba, la regulación financiera internacional está respaldada por una serie de disciplinas reputacionales, institucionales y de mercado que plantea nuevas preocupaciones normativas y prácticas respecto al diseño institucional de los organismos internacionales de estandarización, porque los déficits democráticos y la baja representación de los PED en las estructura organizativas de estas instituciones pueden tener un nuevo significado desde el punto de vista de la legitimidad.

En la siguiente sección se analiza el surgimiento del régimen de normas internacionales desde el establecimiento del BCBS hasta la creación del FSB, y el lugar que se le dio a los PED en todo este proceso. Se estudiarán las estructuras de gobernanza y los procesos de los distintos órganos de emisión de estándares y normas de regulación prudencial en el marco de la crisis climática, los ODS y la integración de factores ASG.

3.1. El régimen de normas internacionales de regulación financiera

La arquitectura institucional que se encarga de la gobernanza financiera internacional se fue construyendo a partir de las distintas crisis económicas y financieras que se atravesaron a finales del siglo XX. Si bien los orígenes de la AFI contemporánea se encuentran en los acuerdos de Bretton Woods de 1944 con la creación del FMI y el Banco Mundial, su complejización y sofisticación se generó a partir de los nuevos desafíos que generó la globalización y la mayor integración de los mercados financieros. Así, los esfuerzos regulatorios de finales del siglo XX estuvieron dirigidos a identificar y reducir el riesgo sistémico de todo el sistema financiero a través de espacios de coordinación a nivel internacional que trabajan con las autoridades financieras nacionales para establecer normas con el fin de desarrollar y promover la implementación de políticas efectivas de regulación y supervisión.

La evolución de la regulación financiera internacional previa a la crisis *subprime* de 2007 se puede dividir en tres grandes etapas. La primera, entre 1974 y la crisis financiera asiática de 1997-1998, donde se vio la creación de los principales espacios de coordinación financiera internacional como el BCBS, la IOSCO y la IAIS, y el desarrollo de la primera generación de estándares internacionales. La segunda etapa comienza con la crisis financiera asiática y sus derivaciones políticas, particularmente el proyecto de estándares financieros internacionales liderado por el G7. La tercera etapa va desde 2001 hasta la crisis *subprime*. Durante ese período, el trabajo de las IFIs en la implementación de estándares financieros continuó, pero los reguladores y espacios de coordinación internacional pusieron su atención en otro tipo de problemas, como el lavado de activos y la armonización de información financiera (Verdier, 2013).

Kapstein (1989) identifica tres tendencias que hicieron necesaria una mayor coordinación en el ámbito de la regulación financiera: primero, la globalización de las finanzas significó que las empresas aumentarían su participación en actividades bancarias internacionales como acreedoras y como deudoras para protegerse contra cambios repentinos en las economías nacionales. Esto permitió el desarrollo de una densa red de relaciones interbancarias que desdibujaba la distinción entre las finanzas nacionales e internacionales. La segunda tendencia, la innovación o “ingeniería financiera”, fue evidente con la introducción casi diaria de nuevas prácticas financieras durante las décadas de 1970 y 1980. Una innovación importante fue la titulización o securitización, mediante la cual los bancos transforman activos como las hipotecas y los préstamos en valores que pueden ser negociados en el mercado y no permanecer en el balance de los bancos. Este tipo de prácticas erosionó la distinción entre la banca comercial y la de inversión. Al mismo tiempo, esto también complejizó la atribución de la responsabilidad última del riesgo de crédito inherente al préstamo. La tercera tendencia fue la especulación dentro de la alta inestabilidad macroeconómica.

El resultado de estas nuevas tendencias fue la creación de un sistema bancario global cada vez más difícil de monitorear. Al mismo tiempo, una acción regulatoria unilateral sin su correlato en las instituciones financieras de otros países podría derivar en situaciones de pérdida de competitividad internacional del país en cuestión. En este contexto no sorprende que los esfuerzos de coordinación internacional en el ámbito de la regulación financiera hayan estado focalizados primero en el sector bancario.

El primer antecedente que funcionó como espacio de coordinación internacional fue el establecimiento del BCBS, inicialmente denominado Comité de Regulaciones Bancarias y Prácticas de Supervisión, establecido por los gobernadores de los bancos centrales de los países del G10 y Suiza a finales de 1974, tras graves perturbaciones en los mercados monetarios y bancarios internacionales. En particular, las quiebras del *Herstatt Bank* en Alemania y el *Franklin National Bank* en Nueva York, fueron cruciales para lograr un cambio en las actitudes de los reguladores. Los eventos de ese año demostraron claramente que una crisis bancaria doméstica podía tomar rápidamente dimensiones internacionales. Por esta razón, el primer producto importante del Comité fue el Concordato de Basilea de 1975, el cual estableció principios para compartir la responsabilidad de supervisión de las sucursales, subsidiarias y empresas conjuntas de bancos en el extranjero entre las autoridades de supervisión anfitriona y matriz o de origen (BCBS, 1975). Al identificar las responsabilidades respectivas de los supervisores del país anfitrión y de la matriz en cuestiones como la liquidez, solvencia y posición en moneda extranjera, se podría interpretar como un intento inicial de establecer un régimen de gestión de crisis (Goodhart, 2011). Sin embargo, este sistema aún no llegaba a ser un régimen porque los principios fueron expresados con un alto nivel de generalidad, y, de hecho, había incluso desacuerdos sobre su significado. El principal aporte del Concordato es que destacó la necesidad de colaboración

entre los supervisores nacionales para garantizar una vigilancia eficaz (Thomson, 1992). A medida que los mercados bancarios se integraban cada vez más a nivel mundial, la colaboración fue adquiriendo una mayor importancia. La formación del régimen se encontraba todavía en una etapa temprana de desarrollo.

A partir de la década de 1980, cuando el énfasis regulatorio se desplazó hacia la prevención de crisis, empezó a haber avances más concretos. Existen diferencias importantes en varios aspectos entre la prevención y la gestión de una crisis. La prevención no requiere que un Estado actúe como garante del sistema financiero, sino que exige una evaluación multilateral de los riesgos y recomendaciones para el mantenimiento del sistema. Por otro lado, la propia gestión de una crisis muchas veces implica una transferencia de los costos de la toma excesiva de riesgos del sector privado al sector público, mientras que, en cambio, en un sistema de prevención de crisis se pone especial énfasis en monitorear las instituciones financieras y asegurar que tengan suficiente capital y controles internos para evitar dificultades en momentos de estrés financiero. Por último, la prevención de crisis exige que los Estados se abstengan de implementar una desregulación competitiva (Kapstein, 1989).

Si las crisis bancarias de la década de 1970 manifestaron la necesidad de mayor coordinación internacional en la supervisión bancaria, la crisis de la deuda de la década de 1980 generó que los reguladores se comenzaran a focalizar en los niveles de capital. Las negociaciones que llevaron al Acuerdo de Basilea de 1988 (en adelante “Basilea I”) implicaron ponerse de acuerdo tanto sobre el nivel adecuado de capital y en su medición. El objetivo principal era garantizar que los bancos internacionales dispusieran de capital suficiente para cubrir el riesgo de sus operaciones. Basilea I estableció requisitos mínimos de capital para los bancos en función de los tipos de activos que poseyeran (como préstamos, bonos y otros instrumentos financieros). El acuerdo también introdujo

un sistema de ponderación de riesgos para determinar el capital requerido para diferentes tipos de activos, requiriendo más capital para aquellos de mayor riesgo. Basilea I constituyó un importante hito en la regulación de la industria bancaria mundial y sigue siendo un importante punto de referencia en los debates sobre la materia. Con el tiempo, los Acuerdos de Basilea posteriores (Basilea II –en 2004– y Basilea III –en 2010–) se han desarrollado para actualizar y fortalecer el acuerdo original, reflejando los cambios en la industria bancaria y la economía global. En este sentido, el Concordato de Basilea y el trabajo del BCBS han jugado un papel clave en la configuración del panorama regulatorio financiero mundial y en la promoción de la estabilidad financiera, dado que su desarrollo sería replicado en el resto del sistema financiero. Al respecto, es fundamental entender que los estándares son recomendaciones, pero que no son legalmente vinculantes. Cada uno de los países signatarios, así como cualquier otro país, es libre de incorporarlos en su marco regulatorio con las consideraciones que considere oportunas. Sin embargo, en el transcurso de la década de 1990, el Acuerdo de Basilea fue adoptado por muchos países fuera del G10, convirtiéndose en un estándar global *de facto* (Singer, 2007).

Esta experiencia en el sector bancario se extrapoló luego al resto del sistema financiero, y así se fue configurando el *ethos* de la regulación financiera internacional. En contraste con otros regímenes internacionales, como el de comercio o el de derecho ambiental, la regulación financiera internacional no se basa en tratados y organizaciones internacionales formales sino en estándares de “*soft law*” diseñados por redes informales de reguladores nacionales, mediante las llamadas “redes regulatorias transnacionales” (TRNs, por sus siglas en inglés). El BCBS fue la primera TRN importante en regulación financiera. Las TRNs suelen compartir varias características: sus miembros no son Estados sino agencias reguladoras especializadas; no son creadas por un tratado y no tienen personalidad jurídica internacional; y carecen de asambleas formales o procedimientos

de votación y los instrumentos que promulgan no son internacionalmente vinculantes. Durante las décadas siguientes, las TRNs se convirtieron en la columna vertebral de la regulación financiera internacional, con organizaciones formales como el FMI, el Banco Mundial y el BIS adoptando un rol complementario (Verdier, 2013).

Por el contrario, la IOSCO se desarrolló de una manera algo diferente al BCBS. Su membresía era más numerosa y su estructura más cercana a la de una organización internacional tradicional (con una asamblea, un comité ejecutivo y un secretario general). Su formación no fue impulsada por una crisis identificable, sino más bien por la sensación de que los reguladores de valores se enfrentaban cada vez más frecuentemente a problemas comunes, en particular con respecto a las transacciones transfronterizas. La IOSCO también inició esfuerzos para armonizar la regulación en algunas áreas como la divulgación de información en ofertas de valores. En este sentido, la última TRN importante, la IAIS, se formó recién en 1994 y sus actividades fueron mucho más limitadas, al menos hasta la creación del FSF en 1999, dado que los mercados de seguros se mantuvieron dentro del espectro nacional por mucho más tiempo que los de valores (Davies & Green, 2013).

Bajo este contexto institucional, las crisis financieras que golpearon a América Latina (en 1994-1995 y 1998-1999) y Asia oriental (en 1997-1998) cristalizaron las preocupaciones sobre si el sistema regulatorio sería capaz de abordar los desafíos de la globalización. Algunos abogaron entonces por la creación de una autoridad financiera mundial con amplios poderes para gestionar asuntos regulatorios transfronterizos. Sin embargo, esta idea fue rechazada por los ministros de finanzas del G7, en favor de efectuar cambios más modestos, en particular el establecimiento del FSF como un mecanismo de coordinación entre las estructuras existentes y una mayor atención por parte del FMI y el Banco Mundial en la calidad de la regulación financiera en los países

miembros (Davies & Green, 2013). El proyecto liderado por el G7 buscaba promover la adopción global de estándares internacionales de buenas prácticas en todo el sistema financiero, alcanzando temas de contabilidad, auditoría, sistemas de pagos y gobierno corporativo. El G7 también alentó el cumplimiento de las normas del FMI relacionadas con la política macroeconómica y transparencia de datos, un estándar del Banco Mundial sobre insolvencia y derechos de los acreedores, y recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) relativo a la normativa para combatir el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo (Helleiner & Pagliari, 2011).

En abril de 2000, el FSF identificó los doce códigos y estándares financieros clave para el sistema internacional. La mitad de los estándares vienen de organizaciones intergubernamentales con membresía limitada u organizaciones privadas. Solo uno de los estándares proporcionaba alguna diferenciación en función de la etapa de desarrollo económico del país²⁶. La composición del FSF, así como los estándares destacados para la implementación global, se diseñaron para garantizar el control del G7 sobre el proceso de establecimiento de estándares. En la mayoría de los foros u organismos que elaboran estándares, las economías de mercados emergentes (EMEs) y PED no están incluidos o, en el mejor de los casos, se encuentran subrepresentados (Porter, 2001; Park & Wang, 2002). Las recomendaciones derivadas de esta configuración institucional eran estructurales y buscaban promover la creación de sistemas regulatorios basados en modelos occidentales. Por ejemplo, requerían que se establecieran entes reguladores independientes y que se les otorguen facultades y recursos adecuados para hacer cumplir la ley.

Dado el carácter no vinculante de los estándares, el G7 promovió que éstos fueran integrados en las actividades y programas del FMI y el Banco Mundial, particularmente en las condicionalidades

²⁶ El FMI creó dos estándares para la difusión de datos: el estándar general para países menos desarrollados y la norma especial para economías desarrolladas.

de las líneas de crédito, para fomentar su implementación. Inicialmente, los países menos desarrollados y el propio *staff* del Fondo se resistieron, ya que los costos de implementación podían llegar a ser muy altos. Sin embargo, estas objeciones solo lograron retrasar, aunque no impedir, que el FMI ampliara sus actividades de vigilancia para que coincidieran con los códigos y estándares destacados por el FSF. Finalmente, el FMI vinculó dichos estándares a sus programas de préstamos y auditorías de la regulación nacional bajo dos programas: el Informe sobre la Observancia de Códigos y Normas (IOCN) y el Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF). El IOCN es un programa conjunto entre el FMI y el Banco Mundial que busca promover la adopción global de los estándares. Cada evaluación de un estándar genera un “módulo” IOCN, donde se incluyen recomendaciones específicas de mejora, y los propios países pueden utilizarlos como base para la actualización de sus sistemas regulatorios.

Si bien es cierto que cada módulo es optativo y no mandatorio, la no publicación de algún módulo relacionado a los estándares y códigos clave identificados por el FSF podría generar una mala señal en los mercados financieros. Incluso si no existiera un vínculo explícito entre cumplimiento y condicionalidad, los PED percibieron con esto una amenaza implícita de coerción. En definitiva, cabe preguntarse entonces qué tan “voluntario” es el cumplimiento de los estándares si existe un vínculo implícito con los programas de préstamo del FMI (Drezner, 2007).

El FSF no fue la única respuesta institucional a la crisis asiática, como se mencionó anteriormente también se creó en 1999 el G20, que incluye a todos los miembros del G7 y suma algunos otros países desarrollados y los principales mercados emergentes (incluidos Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México y Rusia), y en cuyas reuniones también participan los organismos multilaterales de crédito (entre otros). Si bien es cierto que inicialmente el G20 tendría una influencia limitada, sobre todo porque fue creado como un mecanismo legitimador de la

gobernanza financiera internacional, pero con poca influencia real en las actividades del FSF (Drezner, 2007), luego se convertiría en un foro políticamente relevante dado su liderazgo en la respuesta a la crisis *subprime*.

La crisis financiera de 2008 derivó en el desplazamiento del G7 como principal foro de discusión de la economía mundial, consolidando al G20 como el foro político nuclear para abordar la crisis financiera internacional. La principal innovación institucional que se propuso en este contexto desde el G20 fue revisar las membresías del FSF y de los organismos de establecimiento de estándares (SSBs, por sus siglas en inglés)²⁷. El cambio más importante en la gobernanza financiera internacional se produjo con la transformación del FSF en el FSB. El nuevo FSB tendría una membresía más amplia que incluía a todos los países del G20, España y la Comisión Europea (junto con todos los miembros originales del FSF). Siguiendo la tradición del FSF, no todos los miembros estarían igualmente representados, ya que esto depende del tamaño de la economía y la actividad del mercado financiero. En consecuencia, mientras que los países del G7 y los BRICS recibieron tres representantes cada uno, otros países tuvieron solo dos (Australia, México, los Países Bajos, España, Corea del Sur y Suiza) o uno (Argentina, Hong Kong, Indonesia, Singapur, Arabia Saudita, Sudáfrica y Turquía). Asimismo, el nuevo mandato del FSB era más amplio, ya que no solo incluiría tareas de asesoramiento y monitoreo sobre los desarrollos del mercado y sus implicancias para la política regulatoria sino también tareas de monitoreo y supervisión del sistema financiero internacional (conjuntamente con el FMI) y un papel de coordinación más fuerte frente a los SSBs. En particular, el FSB debía realizar “revisiones estratégicas conjuntas” del trabajo de

²⁷ Antes de la cumbre de líderes del G20 en abril de 2009, China, Brasil e India se convirtieron en miembros del Comité Técnico de la IOSCO. Para junio de 2009, el BCBS había invitado a todos los países del G20 a convertirse en miembros. En julio, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, por sus siglas en inglés) también se expandió para incluir a Australia, Brasil, China, India, México, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica y Corea del Sur. Asimismo, la gobernanza del IASB también se reformó para proporcionar una mejor garantía para la representación de los PED (Helleiner y Pagliari, 2009).

los SSBs para garantizar que fuera “oportuno, coordinado, centrado en las prioridades y abordando brechas” (FSB, 2009).

El amplio consenso que se logró en el marco del G20 buscó darle una base institucional más sólida a la dimensión regulatoria de la AFI. El objetivo era fortalecer su eficacia como mecanismo para que las autoridades nacionales, los SSBs y las instituciones financieras internacionales abordaran las vulnerabilidades y desarrollaran e implementaran políticas regulatorias y de supervisión sólidas en pos de la estabilidad financiera. En este sentido, dado que una de las funciones esenciales de los mercados financieros es fijar el precio del riesgo para respaldar decisiones de asignación de capital, la divulgación precisa y oportuna de los resultados operativos y financieros actuales y pasados es fundamental para ejercer dicha función. No obstante, resulta cada vez más importante comprender el contexto de gobernanza y gestión de riesgos dentro del cual se logran los resultados financieros. La crisis financiera de 2007-2008 (*subprime*) demostró las posibles repercusiones de las prácticas deficientes de gobierno corporativo y gestión de riesgos sobre los valores de los activos (Kirkpatrick, 2009). Esto ha resultado en una mayor demanda de transparencia de las organizaciones en sus estructuras de gobierno, estrategias y prácticas de gestión de riesgos. Sin la información correcta, los inversores y otras partes interesadas pueden valorar incorrectamente los activos, lo cual deriva en una mala asignación de capital.

Dentro de un contexto internacional con creciente interés en las causas y consecuencias del cambio climático, particularmente luego de la firma del Acuerdo de París en 2015, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G20 solicitaron al FSB que convocara a participantes de los sectores público y privado para revisar cómo el sector financiero podía integrar cuestiones relacionadas con el clima (G20, 2015). Como parte de esta revisión, el FSB identificó la necesidad de contar con mejor información relacionada con el clima para mejorar los marcos de

gestión de riesgo y la asignación de capital global. Durante el proceso de consulta realizado en 2015, se estimó que ya existían más de 400 marcos de divulgación climática o sustentable, por lo que la necesidad del sector financiero estaba asociada particularmente a la armonización de dichos criterios (FSB, 2015). Como lo venía haciendo en otras áreas de regulación financiera, el FSB tenía como objetivo identificar las mejores prácticas respecto a la divulgación de información relacionada con el clima para consensuar un marco que potencialmente utilizara todo el sistema financiero y así garantizar la consistencia y comparabilidad de la información y mejorar las decisiones de inversión. El enfoque adoptado fue el mismo que el del Grupo de Trabajo para la Mejora de la Divulgación (EDTF, por sus siglas en inglés), que consistió en un grupo conformado por instituciones financieras privadas que desarrolló un informe en 2012. Dicho informe incluyó siete principios fundamentales para mejorar la divulgación de riesgos de los bancos.

La creciente implementación por parte de los principales bancos de las recomendaciones del EDTF demostró la eficacia de este enfoque liderado por la industria, más basado en el sector privado que en el público. Basándose en este antecedente, el FSB recomendó seguir la misma metodología de trabajo aun reconociendo que el punto de partida fuera diferente, ya que en este caso había menos consenso respecto a los tipos de riesgo relacionados con el clima relevantes para el sector financiero, fundamentalmente porque los factores que afectan a la materialidad pueden variar entre empresas e industrias (FSB, 2015).

3.1.1. El Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras relacionadas con el Clima

Los patrones climáticos cambiantes y el aumento de los eventos climáticos extremos (como sequías, inundaciones, incendios forestales y huracanes derivados del cambio climático) no solo afectan a las comunidades y su gente, sino también a las empresas que operan en esas comunidades (IPCC, 2014). Para mitigar los riesgos del cambio climático en sus operaciones, las empresas

deben estar preparadas y contar con las estrategias y procedimientos respectivos. Los inversores también necesitan saber cómo se están preparando las empresas para los impactos potenciales del cambio climático. Los riesgos relacionados con el cambio climático se encuentran dentro de los más significativos, y quizás los más incomprensidos, a los que se enfrentan las organizaciones en la actualidad. Si bien se reconoce ampliamente que la emisión continua de gases de efecto invernadero causará un mayor calentamiento del planeta y que el calentamiento global podría tener consecuencias económicas y sociales negativas, el momento exacto y la gravedad de los efectos físicos son difíciles de estimar. La naturaleza a gran escala y a largo plazo del problema lo convierte en un desafío único, especialmente en el contexto de la toma de decisiones económicas. En consecuencia, muchas organizaciones perciben incorrectamente que los impactos del cambio climático son a largo plazo y, por lo tanto, no necesariamente relevantes para las decisiones presentes. En 2015 Mark Carney, en aquel entonces gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del FSB, definía este problema como “la tragedia del horizonte”, considerando que se trata de un problema colectivo que supera los horizontes tradicionales del ciclo económico y político (Carney, 2015).

A partir de estas preocupaciones, a pedido del G20 un grupo de expertos se reunió bajo el FSB como el Grupo de Trabajo sobre Divulgaciones Financieras Relacionadas con el Clima (TCFD, por sus siglas en inglés) para desarrollar un marco para la identificación y gestión de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima. El TCFD tiene 31 miembros que fueron seleccionados por el FSB y provienen de varias organizaciones, incluidos grandes bancos, compañías de seguros, administradores de activos, fondos de pensiones, grandes empresas no financieras, firmas contables, y consultoras y agencias de calificación crediticia. Los miembros representan tanto a preparadores de información (corporaciones, asesores) como a los usuarios de la misma

(inversores). Cuantas más empresas utilicen este marco para una divulgación consistente y comparable, más fácil será para los inversores incorporar información relacionada con el clima en su toma de decisiones.

En 2017, el TCFD emitió sus recomendaciones, que fueron diseñadas para adaptarse a todo tipo de organización y ser incluidas en los informes financieros anuales. Dado su amplio alcance, las recomendaciones se desarrollaron en la forma de principios de alto nivel y se focalizaron en la materialidad financiera de los riesgos (y oportunidades) relacionadas con el clima²⁸. Por lo tanto, el TCFD no propone un enfoque de doble materialidad para la divulgación de riesgos relacionados con el clima²⁹ y el objeto de sus recomendaciones no está dirigido directamente a identificar los riesgos climáticos a los que están expuestas las empresas, sino más bien a apoyar la divulgación de esos riesgos y los procesos relacionados adoptados por las empresas (de Arriba-Sellier, 2023). El TCFD divide los riesgos climáticos en dos grandes categorías: los riesgos de transición y los físicos. La transición hacia una economía baja en carbono implica cambios políticos, legales, tecnológicos y de mercado. Dependiendo de su naturaleza, velocidad y enfoque de estos cambios, los riesgos de transición pueden plantear diferentes niveles de riesgo financiero y de reputación para las organizaciones. En cambio, los riesgos físicos están asociados a eventos climáticos extremos (agudos) o cambios de largo plazo (crónicos) en los patrones climáticos. Pueden tener un impacto financiero directo a través del deterioro de los activos o la interrupción de la cadena de suministro. Por otro lado, los esfuerzos de mitigación y adaptación al cambio climático también generan oportunidades, por ejemplo, a través de la eficiencia de los recursos y el ahorro de costos, la adopción de fuentes de energía bajas en emisiones, el desarrollo de nuevos productos y servicios,

²⁸ El TCFD ha identificado cuatro categorías principales a través de las cuales los riesgos y oportunidades relacionados con el clima pueden afectar las posiciones financieras actuales y futuras de una organización (TCFD, 2017: 9).

²⁹ La recomendación de reportar las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) de alcance 3 está justificada por posibles riesgos de transición (es decir, riesgos regulatorios).

el acceso a nuevos mercados y la construcción de resiliencia a lo largo de la cadena de suministro. Los riesgos y oportunidades relacionados con el clima variarán según la región, mercado e industria donde opera una organización (TCFD, 2017).

El TCFD estructuró sus recomendaciones en torno a cuatro áreas temáticas que representan elementos centrales de cómo operan las organizaciones: (i) la gobernanza de la organización en torno a los riesgos y oportunidades relacionados con el clima; (ii) los impactos reales y potenciales de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima en los negocios, la estrategia y la planificación financiera de la organización³⁰; los procesos utilizados por la organización para identificar, evaluar y gestionar los riesgos relacionados con el clima; y (iv) las métricas y los objetivos utilizados para evaluar y gestionar riesgos y oportunidades relevantes relacionados con el clima.

Es importante destacar que las recomendaciones del TCFD aplican también a las organizaciones del sector financiero, incluidos bancos y compañías de seguros, junto con administradores y propietarios de activos. Los grandes propietarios y administradores de activos se encuentran en la parte superior de la cadena de inversión³¹ y, por lo tanto, tienen un papel importante de influencia sobre las organizaciones donde invierten para promover mejores divulgaciones financieras relacionadas con el clima (Braun, 2021; Baines & Hager, 2022). Dada su importancia, el TCFD incluye una orientación complementaria que cubre específicamente al sector financiero, así como a las industrias no financieras potencialmente más afectadas por el cambio climático y la transición hacia la descarbonización (denominados grupos no financieros: energía, transporte, materiales y

³⁰ El TCFD promueve los análisis prospectivos, ya que los esfuerzos para mitigar y adaptarse al cambio climático no tienen precedentes históricos. En este sentido se integran recomendaciones para el análisis de escenarios ya que se considera una herramienta importante y útil para comprender las implicaciones estratégicas de los riesgos y oportunidades relacionados con el clima (TCFD, 2017, Sección D).

³¹ La cadena de inversión se puede definir como la secuencia de intermediarios en el proceso de inversión. Para profundizar sobre este concepto ver Arjaliès *et al.* (2017).

construcción, y agricultura, alimentos y productos forestales). Esta guía complementaria pretende proporcionar contexto adicional y sugerencias para implementar las divulgaciones recomendadas y debe utilizarse junto con la guía para todos los sectores (TCFD, 2021).

El TCFD es el primer marco de divulgación internacional que analiza específicamente cómo los riesgos y las oportunidades que resultan del cambio climático impactan en una empresa. Sin embargo, existen muchos otros marcos de informes que solicitan diferentes niveles de divulgación de datos ASG. Para minimizar la carga administrativa de los esfuerzos de divulgación, el TCFD consideró los marcos existentes de informes voluntarios y obligatorios relacionados con el clima al desarrollar sus recomendaciones³². Este marco contribuyó a que los regímenes de divulgación existentes se fueran alineando a lo largo del tiempo. Y esto es importante porque tanto los preparadores como los usuarios y otras partes interesadas suelen tener un interés común en fomentar dicha alineación, ya que alivia la carga de las entidades informantes, reduce la divulgación fragmentada y brinda una mayor comparabilidad. Desde la publicación del TCFD, se ha trabajado en una mayor alineación de los marcos de informes de sostenibilidad, así como en aquellos que promuevan una mayor integración de la información financiera y no financiera (CRD, 2019).

En paralelo, el TCFD ha estado trabajando para animar a las empresas a implementar las recomendaciones y ayudar a los inversores a utilizar las nuevas divulgaciones en sus procesos de inversión y toma de decisiones. Si bien no es obligatorio a nivel mundial, más de 120 reguladores y gobiernos que apoyan al TCFD han comenzado a adoptar voluntariamente estas recomendaciones y están considerando incluirlas en su legislación. En octubre de 2021, el Reino

³² El TCFD publicó un anexo donde describe su alineación respecto de los marcos existentes, incluidos aquellos desarrollados por *Carbon Disclosure Project* (CDP), *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), la GRI, el *International Integrated Reporting Council* (IIRC) y el *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB). Ver Apéndice 4 de las Recomendaciones del TCFD (TCFD, 2017).

Unido se convirtió en el primer país del G20 en integrar por ley requisitos obligatorios alineados con TCFD para divulgaciones financieras relacionadas con el clima para grandes propietarios de activos, incluidos los fondos de pensión (DWP, 2021). Desde el 6 de abril de 2022, las empresas más grandes del país están obligadas a divulgar esta información de acuerdo con dichas recomendaciones (BEIS, 2022). Por su parte, en marzo de 2022, la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) propuso modificaciones que requerirían que los emisores de valores incluyan información relacionada con el clima, alineada con las recomendaciones del TCFD en sus declaraciones de registro e informes anuales (SEC, 2022). En un cambio importante a la propuesta original de la norma, luego del período de consulta pública por el cuál suelen pasar este tipo de normas, en marzo de 2024 la SEC finalmente aprobó esta nueva regulación, pero eliminando el requisito de divulgación de emisiones GEI de alcance 3 y exigiendo solo aquellas de alcances 1 y 2 de forma gradual por parte de grandes empresas cuando dichas emisiones sean materiales (SEC, 2024). Por último, si bien el alcance de la regulación de finanzas sostenibles de la UE es mayor al del TCFD, ya que no solo abarca los riesgos relacionados con el clima sino también aquellos ASG en su sentido más amplio, tanto los estándares propuestos en el marco de la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD, por sus siglas en inglés) como los de la Autoridad Bancaria Europea también integran como referencia las recomendaciones del TCFD (TCFD, 2022).

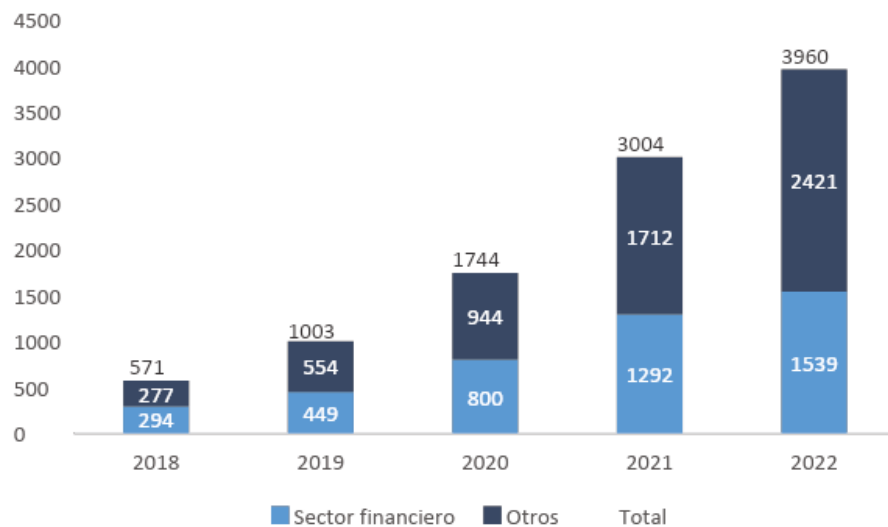
En este sentido, el hecho de que una organización integre el (o sea partidaria del) TCFD implica que considera que sus recomendaciones brindan un marco útil para aumentar la transparencia sobre los riesgos y oportunidades relacionados con el clima dentro de los mercados financieros. Debido a las diferentes organizaciones que apoyan el TCFD, no existen requisitos específicos para cada tipo de patrocinador, aunque se espera que aquellas que apoyan también fomenten su

implementación. Para las empresas, dicho apoyo implica el compromiso de trabajar para lograr su propia implementación de las recomendaciones del TCFD (pero no necesariamente todos los integrantes o adherentes deben reportar en línea con las recomendaciones). Las agencias de calificación de riesgo crediticio, las bolsas de valores, las agencias gubernamentales y otros tipos de organizaciones tienen roles diferentes, pero también son relevantes a la hora de fomentar la implementación de los estándares³³.

Por su parte, el número de partidarios del TCFD muestra una tendencia creciente y continua, alcanzando un número total en 2022 de 3.960 (lo cual incluye tanto empresas como asociaciones industriales o gobiernos; ver Gráfico 4). Las empresas que apoyan el TCFD representan una amplia gama de sectores con una capitalización de mercado de 26 billones de dólares. Esto incluye más 1.500 instituciones financieras, responsables de activos por valor de 220 billones de dólares. Además, 92 de las 100 mayores empresas públicas apoyan el TCFD, informan de acuerdo con las recomendaciones del TCFD, o ambas cosas (TCFD, 2022).

³³ Ver <https://www.fsb-tcfd.org/support-tcfd/#faqs>.

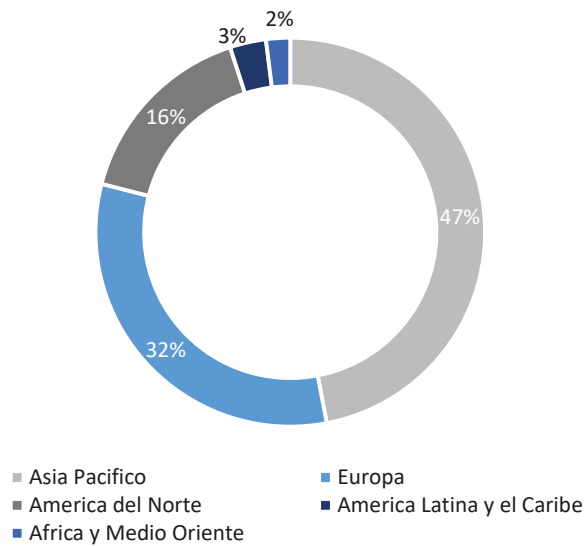
Gráfico 4: Crecimiento del TCFD 2018 – 2022



Fuente: TCFD (2022: 98).

Al analizar la composición de los partidarios del TCFD por región se observa que Asia Pacífico tiene la mayor participación con un 47%, pero que cuando se excluyen China, Japón y Australia dicha proporción cae al 21%; le siguen Europa (32%) y América del Norte (16%), mientras que las regiones de América Latina y el Caribe (ALC) y África y Medio Oriente en conjunto llegan apenas al 5% (ver Gráfico 5). En este sentido, suena razonable que los entes reguladores de los mercados financieros de las regiones de América del Norte y Europa (UK y UE) integren el TCFD en su normativa.

Gráfico 5: Composición del TCFD por región 2022



Fuente: Elaboración propia en base a datos TCFD (2022: 98).

Respecto a su impacto, si bien las recomendaciones del TCFD fueron generalmente aceptadas, particularmente en el sector financiero, su laxitud no logró aumentar significativamente la coherencia y la comparabilidad en las divulgaciones de las empresas, probablemente porque siguieron siendo totalmente voluntarias y libres de requisitos de verificación. En este sentido, el TCFD simplemente proporcionó un marco para la divulgación de riesgos relacionados con el clima y significó uno de los primeros esfuerzos en materia de regulación internacional en esta área. El mayor escrutinio regulatorio impulsó la creación del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB, por sus siglas en inglés), presentado en la COP 26 (2021), que actualmente lidera la coordinación internacional de la divulgación de finanzas sostenibles (de Arriba-Sellier, 2023).

3.1.2. El Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad

En noviembre de 2021, la Fundación IFRS anunció el establecimiento del ISSB, con el objetivo de desarrollar una base global integral de estándares de divulgación de sostenibilidad para satisfacer las necesidades de información de los inversores.

Antes de analizar el ISSB es fundamental comprender el marco institucional dentro del cual opera. La Fundación IFRS es el resultado de la consolidación final de todos los esfuerzos que se han venido realizando en materia de armonización de información financiera y contabilidad. Sus orígenes se encuentran en el Comité de Normas Internacionales de Contabilidad³⁴ (IASC, por sus siglas en inglés), una organización del sector privado con sede en Londres que había surgido a finales de la década de 1980 como el punto focal para el establecimiento de normas de información financiera a nivel global. Si bien emerge del sector privado, el IASC fue ganando prestigio y reconocimiento público a partir del establecimiento de normas internacionales de contabilidad (NIC) que buscaban converger hacia los requisitos nacionales identificando puntos en común, eliminando opciones y reduciendo brechas. La estrategia funcionó y el IASC fue respaldado públicamente por organizaciones gubernamentales clave como la IOSCO, la Organización Mundial del Comercio (OMC), el G7, el Banco Mundial, el FMI y el BCBS. Estas declaraciones proporcionaron al IASC y sus posteriores derivaciones institucionales (IASB) un mandato para producir estándares globales de información financiera (Buthe & Mattli, 2011).

La Fundación IFRS se crea en 2010 a partir de un proceso de revisión de los pilares institucionales del régimen de información financiera global que se centró en la rendición de cuentas (*accountability*) pública y la composición y tamaño del IASB (IFRS, 2021). Para abordar el primer punto y proporcionar un vínculo formal entre la gobernanza de la Fundación IFRS (los

³⁴ Fundada en junio de 1973 por 16 organismos contables de nueve países: Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Australia, Países Bajos, Alemania, Francia, Japón y México.

Fideicomisarios) y las autoridades públicas, se creó un nuevo organismo, la Junta de Monitoreo. Dicha Junta está conformada por un representante de la SEC, la UE y la Agencia de Servicios Financieros de Japón, dos representantes de la IOSCO (uno del Comité de Mercados Emergentes y otro del Comité Técnico) y el presidente del BCBS (quien actúa en calidad de observador). Tiene la facultad de solicitar reuniones con los Fideicomisarios y participar en su nombramiento, pero no tiene autoridad directa frente al IASB. En este sentido, el efecto de este nuevo organismo sobre la política de fijación de normas internacionales todavía no está claro, pero existen autores que plantean que el cambio es principalmente cosmético o superficial y no resuelve los problemas de legitimidad democrática que tienen estas organizaciones, que emergieron del sector privado y se basan esencialmente en su competencia técnica (Richardson & Eberlein, 2011). Cabe destacar que los estándares de la Fundación IFRS se han convertido en el lenguaje global de los estados financieros de las organizaciones, en el cual confían los inversores de todo el mundo y su uso es obligatorio en más 140 jurisdicciones³⁵.

La estructura de gobernanza de la Fundación IFRS recae principalmente en los Fideicomisarios que según su Constitución deben estar compuestos por 22 miembros y deben reflejar “los mercados de capitales del mundo y la diversidad de orígenes geográficos y profesionales para garantizar un amplio conjunto de habilidades, experiencia y perspectivas” (IFRS, 2021: 7). En este sentido, para garantizar el equilibrio internacional se estipulan: seis representantes de la región de Asia y Oceanía; seis de Europa; seis de las Américas; uno de África; y tres de cualquier área, sujetos al mantenimiento del equilibrio geográfico general. Si bien el proceso de nombramiento surge de los mismos Fideicomisarios, se requiere la aprobación por parte de la Junta de Monitoreo que, como se mencionó anteriormente, está compuesta por autoridades públicas. Por otra parte, aunque los

³⁵ Ver <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>.

Fideicomisarios no participan directamente en ningún asunto técnico relacionado con el desarrollo de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), sí influyen de forma indirecta mediante el nombramiento de los miembros de los organismos técnicos, así como en la elaboración de sus contratos de servicios y criterios de desempeño (IFRS, 2021: 9).

Como se puede observar en la Tabla 1 del Apéndice, de los 21 fideicomisarios actuales, seis son del Sur Global (28,6%), incluyendo representantes de China, India, México, Sudáfrica, Panamá y Arabia Saudita. El país con más representación es Estados Unidos seguido por Japón.

Bajo este marco institucional y de gobernanza, el 3 de noviembre de 2021 los fideicomisarios de la Fundación IFRS anunciaron la formación del Consejo de Normas Internacionales de Sostenibilidad (ISSB) en la COP 26 en Glasgow³⁶, respondiendo a una fuerte demanda del mercado. El ISSB se creó entonces como un organismo hermano del IASB, pero particularmente para las NIIF relacionadas a la sostenibilidad. En junio de 2023, el ISSB publicó las dos primeras normas: una establece requisitos generales de divulgación relacionados con la sostenibilidad (NIIF S1) y la otra especifica estándares de divulgación relacionados con el clima (NIIF S2). El ISSB desarrolló las NIIF S1 y S2 a partir de un proceso de consulta pública que permitió recibir una extensa cantidad de comentarios del mercado, y como respuesta a los llamados del G20, el FSB y la IOSCO. Este apoyo para el establecimiento de una base global para divulgar información financiera sobre sostenibilidad demuestra la necesidad del sistema financiero respecto a la estandarización de información de factores ASG.

En este sentido, para satisfacer las necesidades del sistema financiero sin sobrecargar con requisitos de divulgación a las empresas, las normas del ISSB están diseñadas para garantizar que las empresas proporcionen información relacionada con la sostenibilidad junto con sus estados

³⁶ Ver <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/11/ifrs-foundation-announces-issb-consolidation-with-cdsb-vrf-publication-of-prototypes/>.

financieros dentro del mismo paquete de divulgación. Las mismas se crearon sobre los conceptos que respaldan las normas de contabilidad NIIF, las cuales son obligatorias en más de 140 jurisdicciones. El ISSB debe entonces trabajar con las jurisdicciones para su implementación y el desarrollo de capacidades.

El proceso de desarrollo y emisión de las primeras NIIF de sostenibilidad continuó con la lógica del *ethos* de la regulación financiera internacional, es decir, no se basa en tratados ni en organizaciones internacionales formales sino en estándares de “*soft law*” diseñados por TRNs. En este sentido, es importante analizar la estructura de gobernanza del ISSB y el proceso de consulta pública sobre las NIIF S1 y S2.

Respecto de la gobernanza, según la Constitución de la Fundación IFRS (IFRS, 2021), la junta directiva del ISSB debería tener hasta 14 miembros (y nunca menos de 8), entre quienes se encuentran el presidente y el vicepresidente, todos nombrados por un mandato inicial de cinco años. Los términos se pueden renovar una sola vez por un período adicional de tres o cinco años, pero cada término no puede exceder los 10 años de antigüedad en total. Para garantizar una amplia diversidad internacional, la Constitución requiere que haya cuatro miembros de la región de Asia/Oceanía; cuatro de Europa; cuatro de las Américas; uno de África; y uno designado de cualquier área, sujeto a mantener el equilibrio geográfico general. La principal cualificación para ser miembro es la competencia profesional y la experiencia práctica. Se requiere que el grupo represente la mejor combinación disponible de experiencia técnica, diversidad de negocios internacionales y experiencia en el mercado. Al analizar la composición actual de los miembros del ISSB (ver Tabla 2 del Apéndice) se observa que solo tres son de países del Sur Global (21,42%), y excluyendo a China hay uno solo (de Nigeria, 7%). Al analizar el cupo de las Américas

se observa que los cuatro son de América del Norte (Estados Unidos y Canadá) y no hay ningún representante de ALC.

El desarrollo de las NIIF S1 y S2 del ISSB siguió los lineamientos del Manual del Procedimiento a seguir de la Fundación IFRS (IFRS, 2020), y el proceso de elaboración fue análogo al utilizado para los estándares de contabilidad del IASB. Según la Fundación IFRS, el proceso de desarrollo de estándares de contabilidad y sostenibilidad para la economía global debe ser un ejercicio colaborativo basado en la transparencia, la consulta razonable y completa y la rendición de cuentas³⁷. El proceso funciona sobre el principio de que la consulta pública mejora la calidad de las NIIF. Para realizar consultas amplias, la Fundación IFRS trabaja en colaboración con una amplia red de comités y órganos asesores, que representan a diferentes grupos de partes interesadas que se ven afectados por los estándares de información financiera. El ISSB trabaja con tres órganos consultivos: (i) el Foro Asesor sobre Estándares de Sostenibilidad (SSAF) está integrado por autoridades jurisdiccionales y regionales involucradas en la presentación de informes relacionados con la sostenibilidad; (ii) el Grupo Asesor de Inversores (IIAG) está integrado por propietarios y administradores de activos comprometidos a mejorar la calidad y comparabilidad de las divulgaciones financieras relacionadas con la sostenibilidad; y (iii) el Comité Consultivo de Sostenibilidad (SCC), que asesora al ISSB sobre los asuntos de sostenibilidad prioritarios a trabajar³⁸.

Asimismo, y en línea con el principio de rendición de cuentas, el ISSB analiza los efectos potenciales de sus propuestas sobre las partes afectadas y explica las decisiones alcanzadas en el desarrollo o modificación de una Norma NIIF. Cuando se emite una Norma importante, el ISSB

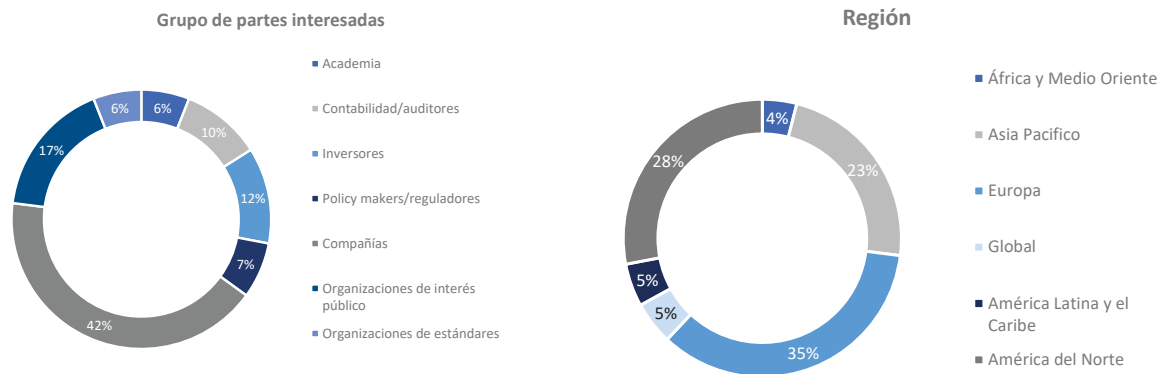
³⁷ Ver <https://www.ifrs.org/about-us/our-consultative-bodies/#ifrs-sustainability-groups>.

³⁸ Entre sus miembros permanentes se encuentran el FMI, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés), el Banco Mundial y el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas.

debe publicar por separado un informe con el análisis de los efectos , costos y beneficios (IFRS, 2023). Por otro lado, en el documento Fundamentos de las Conclusiones se explican las razones que justifican las decisiones alcanzadas en el desarrollo o modificación de una Norma NIIF³⁹.

En 2022, el ISSB recibió 1.425 cartas de comentarios y respuestas a encuestas sobre los proyectos de NIIF de Sostenibilidad (735 para NIIF S1 y 690 para NIIF S2). Los participantes del proceso de consulta pública representaron una variedad de grupos de partes interesadas y geografías. El mayor número de respuestas provino de los preparadores de información (compañías), ocupando también un gran número los usuarios de informes financieros de propósito general (inversores), incluidos tanto asociaciones de inversores como usuarios individuales (ISSB, 2023a; ISSB, 2023b; ver Gráfico 6).

Gráfico 6: Consulta pública por grupo de partes interesadas y región



Fuente: Elaboración propia en base ISSB.

La norma NIIF S1 establece los requerimientos generales para elaborar informes con un conjunto completo de divulgaciones financieras relacionadas con la sostenibilidad. Esta norma se aplica a todos los riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad que esperarían afectar los flujos

³⁹ Este documento incluye también las respuestas del ISSB a los comentarios recibidos en la consulta pública a las propuestas de normas NIIF S1 y S2.

de fondos de una entidad, su acceso a financiación o el costo de capital en el corto, mediano o largo plazos. El propósito de la NIIF S1 es similar al del Marco Conceptual del IASB, NIC 1 y NIC 8, que son aplicables a los estados financieros preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Contabilidad de la IFRS. Como resultado, la NIIF S1 establece la base para un mayor desarrollo de las NIIF de Sostenibilidad en el futuro. Por su parte, la NIIF S2 establece requisitos complementarios que se relacionan más específicamente con los riesgos y oportunidades relacionados con el clima.

Aunque la mayoría de quienes participaron de la consulta sobre los proyectos de las NIIF S1 y S2 estuvieron de acuerdo en términos generales con los requisitos propuestos, se identificaron temas relevantes durante el proceso que fueron considerados por el ISSB para las versiones finales de estas normas. Entre ellos se destacan comentarios vinculados a la proporcionalidad, interoperabilidad y algunos conceptos fundamentales que requirieron mayor explicación o reformulación, como los de materialidad, divulgación emisiones GEI de alcance 3, la utilización de análisis de escenarios y los criterios de los requerimientos por industria. Respecto de la proporcionalidad, muchos sugirieron que el ISSB debería tomar en consideración los diversos estadios de desarrollo de los países en cuanto a las capacidades y nivel de preparación de las entidades de todo el mundo para aplicar las NIIF de Sostenibilidad.

En este sentido, las razones por las cuales algunas organizaciones podrían no poder cumplir plenamente con las propuestas incluyen (ISSB, 2023a): (a) los costos de invertir y operar los sistemas y los procesos necesarios para permitir la divulgación pueden ser proporcionalmente mayores para algunas entidades; (b) los datos externos de alta calidad pueden estar menos disponibles en algunos mercados, industrias y partes de la cadena de valor; y (c) las habilidades o la experiencia pueden estar menos disponibles para algunas entidades y en algunos mercados.

Para abordar estos desafíos, el ISSB tomó varias decisiones relacionadas con la proporcionalidad destinadas a aliviar la carga de la divulgación y ayudar a las entidades a aplicar las NIIF de Sostenibilidad. En este sentido, el ISSB incorporó el concepto de “toda información razonable y verificable que esté disponible para la entidad en la fecha de presentación de los informes sin costo o esfuerzo desproporcionado” (ISSB, 2023a: 8) para que los requerimientos de información en relación a la identificación de riesgos y oportunidades relacionados con la sostenibilidad o el clima, o sus efectos financieros, sea en base a información accesible. Es decir, las NIIF S1 y S2 no requieren que las entidades hagan una investigación exhaustiva de la información para su divulgación. Si bien no se utiliza en las Normas de Contabilidad del IFRS como principio general, el IASB ha utilizado este concepto en circunstancias específicas para guiar a ciertas entidades en la aplicación de requerimientos de información que implican un alto nivel de incertidumbre en la medición (por ejemplo, en la NIIF 9 sobre instrumentos financieros, para el caso de las pérdidas esperadas de créditos).

Otro de los temas relevantes que emergieron durante la consulta pública estuvo vinculado a la interoperabilidad de los Estándares de Sostenibilidad del IFRS, con iniciativas regulatorias jurisdiccionales y otros estándares relacionados con la sostenibilidad. Al respecto, la mayoría de los países europeos destacaron la importancia de la interoperabilidad presentando diversas propuestas de informes de sostenibilidad del Grupo Asesor Europeo en Información Financiera (EFRAG, por sus siglas en inglés) para minimizar la carga y la complejidad de los informes. En este sentido, se destaca el documento desarrollado de forma conjunta entre el EFRAG y la Fundación IFRS sobre la interoperabilidad entre las Normas Europeas de Información sobre Sostenibilidad (ESRS, por sus siglas en inglés) y los estándares del ISSB (EFRAG & IFRS, 2024). Por su parte, los preparadores de información estadounidenses destacaron la importancia de la

interoperabilidad con la propuesta climática de la SEC en *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors*⁴⁰. Adicionalmente, muchos preparadores de jurisdicciones fuera de dichas regiones también expresaron preocupaciones sobre la posible duplicación de requisitos en el futuro. Se enfatizó sobre la importancia de la interoperabilidad con otros estándares de múltiples partes interesadas muy difundidos a nivel global, particularmente los estándares de la Iniciativa de Reporte Global (GRI, por sus siglas en inglés).

Para abordar estas cuestiones, la Fundación IFRS inició varias iniciativas, incluida la formación de un Grupo de Trabajo Jurisdiccional⁴¹ (JWG, por sus siglas en inglés) para mejorar la compatibilidad entre el trabajo del ISSB y aquel de las iniciativas jurisdiccionales en curso sobre divulgaciones vinculadas a la sostenibilidad. Cuando se estableció⁴², el JWG estaba conformado por (ISSB, 2023a): (a) el Ministerio de Finanzas de China, (b) la Comisión Europea y el EFRAG, (c) la Agencia Japonesa de Servicios Financieros y la Junta de Normas de Sostenibilidad de Japón, (d) la Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por sus siglas en inglés) del Reino Unido, (e) la SEC de Estados Unidos, y (f) la IOSCO (en calidad de observador).

Otra de las iniciativas a destacar para abordar la cuestión de la interoperabilidad es el Memorándum de Entendimiento firmado entre la Fundación IFRS y la GRI. Dicho acuerdo representa el último avance en los esfuerzos para consolidar o alinear múltiples iniciativas internacionales que cubren informes de sostenibilidad en beneficio de las empresas, los inversores y la sociedad en general.

Para entender el carácter complementario de ambos estándares es fundamental entender el concepto de “materialidad”. El objetivo del ISSB es satisfacer las necesidades de información de

⁴⁰ Ver <https://www.sec.gov/rules/2022/03/enhancement-and-standardization-climate-related-disclosures-investors>.

⁴¹ Ver <https://www.ifrs.org/groups/jurisdictional-working-group/#about>.

⁴² A marzo de 2024, se habían integrado al grupo la Autoridad Monetaria de Singapur y la Comisión para el Mercado Financiero de Chile. Ver <https://www.ifrs.org/groups/jurisdictional-working-group/#members>.

los inversores, considerando como información “material” a aquella que pueda tener un impacto en el desempeño financiero de una empresa (este es el enfoque de materialidad tomado por la SEC). Históricamente, la toma de decisiones corporativa tradicional se ha centrado exclusivamente en los resultados financieros (materialidad financiera), pero la materialidad también puede significar el impacto de las decisiones corporativas en la sociedad y el ambiente (materialidad del impacto). Acá es donde aparece la GRI, quien asume una visión de la materialidad basada en el impacto, centrándose en los impactos externos de las organizaciones sobre la sociedad y el ambiente en lugar de en los efectos internos de los factores ASG en el valor empresarial. La materialidad financiera y de impacto no son mutuamente excluyentes, y algunos estándares de divulgación requieren que ambas sean consideradas (doble materialidad), como el marco de los ESRS⁴³. De Arriba-Sellier (2023) plantea que el enfoque de materialidad financiera adoptado por el ISSB refleja las prioridades del sector privado, lo cual no debería sorprender dada su gobernanza. En este sentido, se puede agregar que estos estándares tampoco incluyen temas de desarrollo económico, por lo que será función de cada jurisdicción adaptar las NIIF S1 y S2 a las diferentes circunstancias y capacidades nacionales.

Ante la necesidad de establecer una base global de información vinculada a la sostenibilidad, el ISSB basó su trabajo en iniciativas de informes ya existentes e impulsadas por el mercado, como el *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), el TCFD, el Marco de Reporte Integrado de la *Value Reporting Foundation* y los Estándares SASB, así como las Métricas de Capitalismo de las Partes Interesadas del Foro Económico Mundial (WEF, por sus siglas en inglés). El contenido principal de las NIIF de sostenibilidad se basa en las recomendaciones del TCFD, donde se solicita que la entidad divulgue sobre gobernanza, estrategia, gestión de riesgo y métricas, y objetivos

⁴³ Ver <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32023R2772>.

(ISSB, 2023a: 30-31). A partir de esta integración del TCFD en las Normas de Sostenibilidad de la Fundación IFRS, el FSB anunció (en julio de 2023) la finalización del trabajo del TCFD y solicitó que la Fundación continúe con las funciones de monitoreo sobre el progreso de las compañías en las divulgaciones relacionadas con el clima⁴⁴. Por último, en julio de 2023 la IOSCO respaldó las NIIF S1 y S2. Esto incluyó un llamado “a sus 130 jurisdicciones miembros, que regulan más del 95% de los mercados financieros del mundo, a considerar formas en las que podrían adoptar, aplicar o de otro modo ser informados por las Normas ISSB dentro del contexto de sus acuerdos jurisdiccionales” (IOSCO, 2023: 1). De esta manera, el ISSB se consolida como el que lidera la coordinación internacional de la divulgación de finanzas sostenibles. Asimismo, además de trabajar en la implementación de las NIIF S1 y S2, el ISSB ya se encuentra trabajando en sus próximas normas. A partir de un nuevo relevamiento de las necesidades de información de los inversores, el ISSB ha identificado cuatro proyectos potenciales de investigación, tres de ellos relacionados con la sostenibilidad: (1) biodiversidad, ecosistemas y servicios ecosistémicos; (2) capital humano; y (3) derechos humanos, mientras que un cuarto proyecto investiga la integración en la presentación de informes financieros⁴⁵.

3.1.3. Red para Enverdecer el Sistema Financiero

A diferencia de lo que sucedió con la regulación internacional de las finanzas sostenibles en el ámbito de los mercados de capitales, las iniciativas relacionadas con la gestión de riesgos ambientales y climáticos de las instituciones financieras han sido lideradas principalmente por las propias autoridades supervisoras. Si bien el proceso de coordinación internacional comenzó fuera del BCBS, este último recientemente se ha ido poniendo al día a medida que fue surgiendo un

⁴⁴ Ver <https://www.fsb.org/2023/07/fsb-plenary-meets-in-frankfurt/>.

⁴⁵ Ver <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/05/issb-seeks-feedback-on-its-priorities-for-the-next-two-years/>.

consenso entre las autoridades supervisoras sobre la traducción de los riesgos ambientales en riesgos financieros para los bancos y el sistema financiero en general. En la formación de este consenso ha sido fundamental la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés), un foro presentado a fines de 2017 en la Cumbre *One Planet* de París, que desde entonces ha liderado los crecientes esfuerzos para incorporar los riesgos ambientales y climáticos dentro de los marcos prudenciales y de estabilidad financiera de las autoridades monetarias a nivel global. Si bien comenzó como un grupo de unas pocas autoridades, a saber, los bancos centrales y las autoridades de China, México, Francia, Suecia, Alemania, el Reino Unido y Países Bajos⁴⁶, su membresía creció exponencialmente hasta llegar a 138 miembros y 21 observadores de los cinco continentes⁴⁷, con todos los principales bancos centrales y autoridades de supervisión representados.

Desde su creación, el NGFS ha permitido a sus miembros evaluar e intercambiar sobre el rol de los bancos centrales y las autoridades de supervisión a la hora de afrontar la crisis ecológica, identificando prioridades de investigación sobre los impactos del cambio climático y la pérdida de biodiversidad en la estabilidad macroeconómica y financiera, y examinando la dinámica del mercado o las mejores prácticas de los miembros. Adicionalmente, este organismo trabaja en el establecimiento de políticas, mediante la emisión de guías sobre supervisión y política monetaria, así como sobre cuestiones más internas de divulgación y gestión de carteras.

Los trabajos del NGFS fueron fundamentales para consolidar la idea de la necesidad de considerar a los riesgos relacionados con el clima como una fuente de riesgo financiero y, por lo tanto, que corresponde directamente a los bancos centrales y los supervisores garantizar que el sistema

⁴⁶ Ver

https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2019/09/17/members_of_central_bank_and_supervisors_network_for_green_finance_20171212.pdf.

⁴⁷ Ver <https://www.ngfs.net/en/about-us/membership> (abril de 2024).

financiero sea resiliente a dichos riesgos (Thiemann et al., 2023). A partir de esta idea, el NGFS emitió seis recomendaciones. Las primeras cuatro se aplican particularmente al trabajo de los bancos centrales y supervisores, mientras que las dos últimas están vinculadas a los responsables de las políticas (NGFS, 2019): (1) integrar los riesgos relacionados con el clima en el seguimiento de la estabilidad financiera y micro supervisión; (2) integrar factores de sostenibilidad en la gestión de la cartera propia; (3) reducir las brechas de datos; concientización y desarrollo de capacidades; (4) lograr una divulgación sólida e internacionalmente consistente sobre el clima y el ambiente; y (6) apoyar el desarrollo de taxonomías de finanzas sostenibles.

El NGFS plantea que, si bien las primeras cuatro recomendaciones requieren la implementación de las recomendaciones (5) y (6), ello no debería impedir que los bancos centrales y las autoridades monetarias comiencen a trabajar en estos temas lo antes posible. Este nuevo consenso respecto de los riesgos climáticos llegó al BCBS⁴⁸, el cual estableció un grupo de trabajo sobre riesgos financieros relacionados con el clima⁴⁹ (TFCR, por sus siglas en inglés). El trabajo de este grupo incluye balances de iniciativas existentes, informes analíticos y prácticas de supervisión efectivas para mitigar los riesgos financieros relacionados con el clima. En la primera fase de trabajo, el TFCR realizó una serie de informes donde se abordaron entre otras cosas los *drivers* y canales de transmisión de los riesgos climáticos (BCBS, 2021a) y las metodologías de medición (BCBS, 2021b). En conjunto, dichos informes concluyeron que los factores del riesgo climático se pueden capturar en categorías tradicionales de riesgo financiero. Esto llevó al BCBS a desarrollar un conjunto de principios para la gestión y supervisión efectivas de los riesgos financieros relacionados con el clima.

⁴⁸ Como fuera mencionado, este organismo lideró históricamente el desarrollo y la armonización de las regulaciones bancarias.

⁴⁹ Ver <https://www.bis.org/bcbs/mesc.htm?m=82>.

En este sentido, el BCBS exige que los riesgos relacionados con el clima se incorporen en los procesos internos de evaluación de la adecuación del capital y la liquidez. También exige que los bancos tengan, entre otras cosas, "políticas y procesos crediticios claramente articulados para abordar los riesgos crediticios materiales relacionados con el clima" (BCBS, 2022: 6).

Sobre la base de estos trabajos, el BCBS se encuentra actualmente investigando hasta qué punto los riesgos financieros relacionados con el clima se pueden abordar dentro del Marco de Basilea existente (Basilea III), identificando posibles brechas en el marco actual y considerando posibles medidas para abordarlas. Como fuera mencionado, los requisitos de divulgación son un componente fundamental de un sistema bancario sólido, ya que proporcionan a los participantes del mercado información significativa (como métricas de riesgo clave), reducen la asimetría de información y promueven la comparabilidad de los perfiles de riesgo de los bancos dentro y entre jurisdicciones. En este sentido, el BCBS ha estado monitoreando de cerca el desarrollo de marcos globales para mejorar la consistencia, comparabilidad y confiabilidad de las divulgaciones climáticas. También ha estado coordinando con otros organismos internacionales y emisores de estándares, incluido el ISSB, mientras explora el uso del Pilar 3 del Marco de Basilea⁵⁰ para promover una base de divulgación común para los riesgos financieros relacionados con el clima para el sector bancario que complementaria los estándares del ISSB (BCBS, 2023). En este sentido, se destaca que en abril de 2024 el Comité de Basilea publicó su versión final de los "Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz" revisados, el conjunto más importante de estándares globales de supervisión para bancos. Estos Principios ahora incluyen explícitamente los riesgos financieros relacionados con el clima, un paso importante en la evolución del Marco de

⁵⁰ Basilea III se compone de tres pilares: (1) capital, cobertura de riesgos y restricciones de apalancamiento; (2) descripción de los estándares de supervisión y gestión de riesgos; y (3) promoción de la disciplina de mercado a través de requisitos de divulgación.

Basilea. Los elementos más notables de esta revisión son: (i) la inclusión explícita del riesgo climático como driver de categorías de riesgo tradicionales (como riesgos de crédito, de mercado, operativos, de liquidez, estratégicos y de reputación); (ii) el reconocimiento de la relevancia del riesgo climático para la solvencia de los bancos y la estabilidad del sistema financiero; (iii) un mayor énfasis en la lógica prospectiva de la supervisión y gestión de riesgos; (iv) la extensión de los horizontes temporales más allá del tradicional de planificación de capital de un banco; (v) el derecho de los supervisores a solicitar información sobre riesgo climático que permita evaluar su materialidad; y (vi) la inclusión del riesgo climático en los programas de pruebas de estrés de los bancos (BCBS, 2024).

Por último, cabe destacar que si bien el BCBS ya es un organismo muy bien establecido como referencia a nivel global en todo lo que tiene que ver con la armonización regulatoria del sector bancario a nivel internacional su membresía es acotada. El Comité está integrado por 45 miembros (instituciones) de 28 jurisdicciones (países), entre ellos bancos centrales y autoridades con responsabilidad formal en la supervisión del negocio bancario. Al analizar la composición actual de los miembros del BCBS (ver Tabla 3 del Apéndice) se observa que solo nueve son países del Sur Global (32,1%), y al analizarlo por institución tan solo un 26,7%.

3.2. Taxonomías y otros estándares de finanzas sostenibles

El cumplimiento de los ODS y las metas propuestas en el Acuerdo de París requieren aumentar los flujos de capital hacia inversiones que contribuyan al desarrollo económico sostenible y bajo en carbono. En este sentido, las taxonomías de finanzas sostenibles representan una herramienta valiosa para canalizar recursos hacia proyectos sustentables, ya que proporcionan definiciones y un lenguaje común para identificar activos, actividades, proyectos o inversiones alineados con los ODS. En los últimos años, un crecimiento importante (aunque también desordenado) de las

finanzas sostenibles ha motivado que tanto inversores como reguladores consideren necesario tomar en cuenta algún tipo de clasificación para los instrumentos financieros temáticos (como climáticos, verdes, sociales, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad) que permita dilucidar cuáles instrumentos realmente contribuyen a mitigar los riesgos ambientales y sociales. De ese modo, una taxonomía verde o de finanzas sostenibles puede acotar los riesgos de *greenwashing*. Una taxonomía de finanzas sostenibles es “un sistema de clasificación que identifica actividades, activos y/o categorías de proyectos que contribuyen a objetivos climáticos, verdes, sociales o sostenibles clave con referencia a umbrales y/o metas identificadas” (ICMA, 2020: 5). El desarrollo de taxonomías en el mundo ha sido cada vez más frecuente y se ha dado por diferentes actores y motivaciones. Existen por un lado taxonomías sectoriales voluntarias desarrolladas por el sector privado, como los principios de bonos temáticos de la Asociación Internacional de Mercado de Capitales⁵¹ (ICMA, por sus siglas en inglés) o la taxonomía de la *Climate Bonds Initiative*⁵² (CBI), entre otras, que generalmente satisfacen demandas específicas del mercado y/o se centran en una clase de activo o modalidad de inversión específica. Por otro lado, existen taxonomías multisectoriales obligatorias desarrolladas por entidades gubernamentales que consideran las necesidades y objetivos particulares del país y, por tanto, su uso se encuentra dirigido a los sectores o actores de la jurisdicción donde se crean. Este es el caso de la taxonomía de la UE, o de países como Bangladesh, China, México y Colombia, por nombrar algunos. La taxonomía de la UE se basa en una clasificación regional de actividades económicas, mientras que las de China y los Países Bajos, por ejemplo, abordan diferentes productos financieros sostenibles como préstamos o fondos de inversión verdes (OECD, 2020). Estos casos sirven principalmente para cumplir o controlar objetivos regulatorios gubernamentales.

⁵¹ Ver <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>.

⁵² Ver <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>.

Si bien no es objeto de la presente tesis abordar las iniciativas regulatorias del sector privado o particulares de cada jurisdicción, dada la importancia de las taxonomías como herramientas de regulación de las finanzas sostenibles se torna necesario estudiar aquellas que se han consolidado como referencia en el mercado y que muchas veces son adoptadas por organismos multilaterales o fondos de inversión climáticos. A pesar de que no se haya establecido una definición universal de bonos verdes, la ICMA desarrolló un conjunto de principios voluntarios para promover la integridad en el mercado de bonos verdes. Los Principios de Bonos Verdes (GBP, por sus siglas en inglés) fueron los primeros en obtener una amplia aceptación en el mercado. Diseñados por participantes del mercado (bancos suscriptores, emisores, inversores y otros intermediarios), los GBP originales se publicaron en 2014 y se han actualizado anualmente desde entonces. Los cuatro componentes fundamentales de los principios (uso de los fondos, proceso de evaluación y selección de proyectos, gestión de los fondos e informes) se relacionan principalmente con el proceso de emisión, divulgación y presentación de informes, mientras que la cuestión de "qué es verde" es abordada por terceros (generalmente calificadoras de riesgo o certificadoras).

Por su parte, la CBI estableció en 2013 el Sistema de Certificación y Estándares Internacionales de Bonos Climáticos, que comprende un proceso de certificación y requisitos previos y posteriores a una emisión. Los criterios para sectores específicos son diseñados por grupos de trabajo de expertos técnicos y de la industria, coordinados por un consejo asesor de inversores institucionales y organizaciones no gubernamentales ambientales. Si bien estos estándares están alineados a los GBP desarrollados por la ICMA, los trascienden al proporcionar criterios de elegibilidad detallados para sectores específicos.

Para avanzar con la estructuración de un bono de este tipo, los bancos necesitan definir cuál sería específicamente la cartera del banco a fondear con la emisión. Esta clase de bonos se conoce como

“de uso específico de fondos”, y por ello se requiere que los fondos se apliquen exclusivamente a financiar o refinanciar (en forma total o parcial) una combinación de proyectos o activos verdes o sustentables que sean susceptibles de ser previamente así etiquetados (calificados) por una calificadora externa bajo estándares internacionales. A su vez, dicha cartera etiquetada debe ser claramente identificable para poder confeccionar posteriormente los informes anuales de uso específicos de fondos a los inversores. Para esto, los bancos suelen desarrollar marcos de financiamiento verde o sostenible para definir cómo se seleccionan los activos financiados a través de bonos verdes y cómo se gestionarán los fondos. Estos marcos detallan los procesos y criterios que sigue un banco para identificar y/o desarrollar una cartera de este tipo. En este sentido, tanto los marcos de los bancos multilaterales de desarrollo (BMDs) como los de los bancos privados globales integran los principios de bonos temáticos desarrollados por la ICMA.

Una excepción relevante a esta tendencia es la Taxonomía Verde de China, publicada por primera vez en 2015, que básicamente consiste en un conjunto de directrices propias que deben seguir todos los emisores locales de bonos verdes. No obstante, las diferencias fundamentales entre este marco y el de la ICMA se fueron reduciendo significativamente en los últimos años. En su primera versión (2015), la gama de proyectos permitidos por el Banco Popular de China (PBoC, por sus siglas en inglés) fue más amplia e incluía proyectos no incluidos explícitamente en los GBP de la ICMA (como mejoras de centrales eléctricas de combustibles fósiles y carbón limpio). En la actualización, realizada en 2021, estos proyectos fueron excluidos del catálogo de proyectos elegibles por China, generando una mayor alineación con los estándares internacionales. En 2022, continuando con el proceso de armonización y trabajando en consulta con la ICMA, se abordaron algunas diferencias respecto a los requerimientos porcentuales de los fondos que se deben asignar a proyectos verdes para ciertos instrumentos financieros de emisores corporativos (ICMA, 2022).

Por último, es importante aclarar que los GBP son un marco voluntario basado en principios y buenas prácticas del mercado, mientras que las normas del PBoC son obligatorias y están integradas en la regulación, pero que no existen diferencias críticas entre ambos regímenes en los requisitos para la gestión y presentación de informes sobre el uso de los fondos.

Más allá de estas taxonomías, que surgieron de iniciativas del sector privado o que están más focalizadas en productos financieros específicos, de Arriba-Sellier (2023) plantea que la UE es quien instaló este novedoso instrumento de regulación bajo el foco de atención mundial, adoptando su propia y amplia taxonomía, que se convirtió en la de referencia a nivel global. Para determinar aquellas actividades que son ambientalmente sostenibles, la taxonomía de la UE hace referencia a seis objetivos ambientales: (i) la mitigación del cambio climático, (ii) la adaptación al cambio climático, (iii) el uso sostenible y la protección del agua y los recursos marinos, (iv) la transición a una economía circular, (v) la prevención y control de la contaminación, y (vi) la protección y restauración de la biodiversidad y los ecosistemas. Para calificar como “elegible”, una actividad económica debe contribuir sustancialmente a uno o más de dichos objetivos, no dañar significativamente ninguno de ellos, llevarse a cabo cumpliendo con requisitos mínimos de salvaguardas sociales, y cumplir con los criterios técnicos de selección. Es importante mencionar que la Taxonomía de la UE no es solo una clasificación de actividades, ya que integra una serie de requisitos de divulgación bastante exigentes (ver artículos 5 a 8⁵³). Por último, cabe destacar que esta Taxonomía ha sido la base de regulaciones posteriores propuestas por la UE, como el Estándar de Bonos Verdes Europeo⁵⁴ (EuGB, por sus siglas en inglés) y la CSRD (de Arriba-Sellier, 2023). Por último, es importante mencionar el rol fundamental que han tenido los bancos multilaterales de desarrollo (BMDs) en la adopción de estándares de finanzas sostenibles en el sistema financiero.

⁵³ Ver <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>.

⁵⁴ Ver <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32023R2631>.

Los BMDs han sido pioneros en la integración de criterios de sostenibilidad en las decisiones crediticias. Por ejemplo, el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (EBRD, por sus siglas en inglés) introdujo por primera vez factores ASG en sus términos de referencia en 1990 (Langer, 2013). En el mismo sentido, los BMDs se adelantaron a los desarrollos privados en lo relacionado con la integración del riesgo ambiental y social en los procesos de análisis de riesgos tradicionales. Por ejemplo, los Principios del Ecuador (emitidos en 2003), fueron desarrollados en base a las Normas de Desempeño del brazo privado del Grupo Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés; Vives, 2004). Los Principios del Ecuador son un marco voluntario de gestión de riesgos ambientales y sociales para el financiamiento de grandes proyectos de inversión. A diciembre de 2023, 128 instituciones financieras en todo el mundo eran signatarias⁵⁵. Por su parte, el primer bono verde del mundo (que fue llamado “Bono de Conciencia Climática”) fue emitido por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) en 2007 y los fondos fueron destinados a financiar proyectos de mitigación del cambio climático⁵⁶. Es decir, hasta el año 2012 los BMDs y otros organismos supranacionales fueron los únicos emisores de este tipo de instrumentos. También fueron fundamentales a la hora de promover prácticas muy utilizadas en el ámbito de la banca sostenible, como las asociaciones público-privadas (PPPs, por sus siglas en inglés) y lo que se suele llamar “*de-risking*” (eliminación del riesgo) para que el capital privado pueda financiar ciertos proyectos sostenibles. Al respecto, Mendez & Houghton (2020) argumentan que, vistos a través de la lente del “constructivismo aplicado”, los BMDs se revelan como emprendedores normativos, por lo menos desde la década de 1970, en la construcción social de la mayoría de las normas y prácticas básicas de finanzas sostenibles de las cuales depende (o que actualmente se esfuerza por adoptar) el sector privado.

⁵⁵ Ver <https://equator-principles.com/signatories-epfis-reporting/> (mayo de 2024).

⁵⁶ Ver <https://www.eib.org/en/investor-relations/cab/index.htm>.

Asimismo, se destacan los “Principios Comunes para el Seguimiento del Financiamiento para Actividades de Adaptación y Mitigación al Cambio Climático” (Joint Climate Finance Tracking Group of MDBs & IDFC, 2023a y 2023b), desarrollados por los principales BMDs⁵⁷ y representantes del Club de Bancos para el Desarrollo⁵⁸ (IDFC, por sus siglas en inglés), que buscan armonizar los criterios de divulgación del financiamiento climático para la banca de desarrollo. Se trata de principios voluntarios que establecen definiciones y directrices comunes respecto a las actividades que cabe considerar como financiamiento para iniciativas relativas al cambio climático. Los cometidos de aplicarlos, informar sobre su desempeño y someterlos a controles de calidad están a cargo de cada institución. Los BMDs y los miembros del IDFC se comprometen a aplicar dichos Principios Comunes en su seguimiento y presentación de informes sobre financiamiento climático, e invitar a otras instituciones a adoptar la metodología y fomentar una mayor transparencia, coherencia y credibilidad al informar sobre los flujos financieros que contribuyen a la mitigación y adaptación del cambio climático.

Al analizar los Principios Comunes de los BMDs se destaca que, a diferencia de otros estándares y taxonomías, toman en cuenta el nivel de desarrollo de los países y mencionan explícitamente que la transición hacia una economía baja en carbono depende de diferentes circunstancias y capacidades nacionales. En este sentido, la banca de desarrollo plantea que los criterios de elegibilidad de las actividades de mitigación y adaptación al cambio climático deben considerar, cuando corresponda y en la medida de lo posible, puntos de referencia tecnológicos apropiados para cada país (incluidos puntos de referencia regionales) para facilitar el progreso hacia los

⁵⁷ Los BMDs involucrados son: el Banco Africano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo, Banco Asiático de Inversión en Infraestructura, Banco de Desarrollo del Consejo de Europa, EBRD; Banco Europeo de Inversiones, Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Islámico de Desarrollo, Nuevo Banco de Desarrollo; y Grupo Banco Mundial.

⁵⁸ Las 26 entidades miembros del IDFC comparten antecedentes y visiones similares con respecto a la promoción de sendas de desarrollo con bajas emisiones de carbono (<https://www.idfc.org/mission-vision/>).

objetivos nacionales e internacionales en línea con el Acuerdo de París. Al respecto, se destaca por ejemplo la inclusión de la lógica de las “finanzas de transición”⁵⁹ en los criterios de elegibilidad de las actividades de mitigación, donde los Principios Comunes reconocen que una contribución sustancial a la mitigación del cambio climático puede involucrar “actividades de transición, que todavía forman parte de los sistemas emisores de GEI, pero que son importantes para contribuir a la transición hacia una economía climáticamente neutra, por ejemplo, la mejora de la eficiencia energética en la industria manufacturera que utiliza directa o indirectamente combustibles fósiles” (Joint Climate Finance Tracking Group of MDBs & IDFC, 2023b: 4).

4. Conclusiones

Dentro del contexto de la Agenda 2030 y el Acuerdo de París, y particularmente motivadas por el mal estado de la divulgación de información ASG, la crisis climática y los crecientes riesgos que se derivan de ella, las nuevas demandas de intervención regulatoria en el sistema financiero global están llevando a una revisión de la regulación financiera que integra nuevas preocupaciones. Esto se materializa tanto adaptando instrumentos existentes (como los requisitos de divulgación de información para las empresas o la supervisión prudencial para las instituciones financieras) como creando otros nuevos (como las taxonomías verdes o de finanzas sostenibles).

Si bien el régimen de normas internacionales de regulación financiera tiene un carácter no vinculante, ya que no se encuentra amparado por un tratado internacional (como el régimen multilateral de comercio), sí cuenta con mecanismos reputacionales, institucionales y de mercado

⁵⁹ Las finanzas de transición es un nuevo enfoque que está teniendo cada vez más relevancia en el ámbito de las finanzas sostenibles que plantea que para cumplir con el Acuerdo de París y los ODS se requiere una pluralidad de instrumentos, así como una financiación suficiente y asequible. Mirando la descarbonización en particular, requiere no solo aumentar las industrias y actividades que son casi nulas o bajas en carbono, sino también apoyar los esfuerzos de reducción de emisiones en sectores de alta emisión y difíciles de reducir. Bajo esta lógica están surgiendo múltiples definiciones y enfoques para la financiación de la transición a nivel nacional, regional e industrial, pasando de un enfoque binario "verde/no verde" a incluir una gama más amplia de sectores y actores.

que lo hacen más coercitivo de lo que predicen las teorías tradicionales del derecho internacional. En este sentido, los déficits democráticos en la estructura organizativa de los organismos e instituciones que conforman el régimen de normas internacionales de regulación financiera tienen un nuevo significado desde el punto de vista de la legitimidad.

En este contexto, la hipótesis planteada en la presente tesis es que los países del Sur Global se encuentran subrepresentados en el emergente régimen de normas internacionales de regulación de las finanzas sostenibles, tanto en lo que se refiere a su diseño, como a su imposición e implementación. Con el fin de contrastar la hipótesis planteada, en este trabajo se consideró preciso mapear las tendencias regulatorias de las finanzas sostenibles a nivel internacional para identificar aquellas estructuras institucionales que se encargan de diseñar e imponer estas normas y analizar el lugar que se le está otorgando (o dejando) a los países del Sur Global, en las estructuras de gobernanza y los procesos de diseño de los estándares de finanzas sostenibles.

Respecto al mercado de capitales, se destacan las iniciativas de la UNEP FI que, en un primer momento (y fundamentalmente a través del PRI), permitieron comenzar a generar un consenso en relación a la necesidad de integrar los factores ASG a los servicios financieros. A partir del año 2015, el FSB, a pedido del G20 (a través del TCFD), desarrolló un marco para la armonización de información financiera relacionada con el clima. Ello finalmente derivó en la creación del ISSB, como organismo hermano del IASB, que actualmente es el que lidera la coordinación internacional de la divulgación de información financiera relacionada con la sostenibilidad. Al analizar las estructuras de gobernanza de estos organismos, se verifica en primer lugar una baja participación de los países del Sur Global.

Para el sector bancario, se destaca fundamentalmente el trabajo del NGFS, que en una primera etapa sirvió para generar un consenso sobre la importancia de integrar el riesgo climático en la

supervisión prudencial de las entidades financieras. Si bien este organismo no participa directamente en la armonización de la regulación bancaria vinculada con la sostenibilidad, sus trabajos contribuyeron al inicio del trabajo del BCBS para desarrollar principios y guías con el fin de integrar los riesgos financieros relacionados con el clima. En este sentido, un paso importante en la evolución del Marco de Basilea ha sido la reciente inclusión explícita de los riesgos financieros relacionados con el clima en la versión final de los “Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz” revisados.

Al respecto, en un primer momento el auge de las finanzas sostenibles puso en duda la organización tradicional de la coordinación y armonización internacional de la regulación financiera relacionada con la sostenibilidad, al crearse nuevos órganos *ad hoc* para llevar a cabo dichos esfuerzos. Lo más notable con respecto a las divulgaciones es que las autoridades reguladoras delegaron la responsabilidad de armonizar los informes de sostenibilidad al TCFD y al ISSB, dos grupos que, si bien articulan su trabajo con autoridades públicas y reguladores, son liderados por el sector privado. Así, en ausencia de una participación regulatoria directa, estos organismos, según de Arriba-Sellier (2023), se han centrado en cuestiones que se encuentran más cercanas a los intereses del sector privado. Es decir, se prioriza la divulgación de riesgos y oportunidades relacionados con el clima que son financieramente significativos para el valor de las empresas (materialidad financiera), dejando de lado, al menos en esta primera etapa, la materialidad de impacto (impacto de las organizaciones en la sociedad y el ambiente). En el mismo sentido, es probable que las NIIF S1 y S2 no incluyan (al menos por el momento) temas de desarrollo económico debido a la baja representación de los PED en la estructura de gobernanza del ISSB, y se han centrado en cuestiones más cercanas a los intereses del Norte Global. Cabe

destacar que este tipo de estándares deja cierto espacio para que cada jurisdicción adapte las normas a las diferentes circunstancias y capacidades nacionales.

Asimismo, es fundamental que los marcos de divulgación relacionados con la sostenibilidad sean flexibles en cuanto a las capacidades existentes de las empresas en diferentes regiones. Esto se debe a que la divulgación de información sobre sostenibilidad representa un costo para las empresas, que puede no depender de su tamaño. Por lo tanto, en el caso de las empresas más pequeñas, los costos de estos nuevos requisitos de información sobre sostenibilidad pueden no ser compensados por los beneficios que tendrá la empresa en cuestión al atraer más financiación de inversores centrados en la misma (OECD, 2024).

Por el contrario, el NGFS reúne a autoridades públicas, reguladores y bancos centrales con ideas afines que no separan la necesidad de acción climática de las cuestiones de transparencia y los riesgos financieros relacionados con el clima. Sin embargo, estos organismos no participan directamente en la armonización de la regulación de las finanzas sostenibles en el ámbito internacional, dado que operan como redes que comparten experiencias e información, colaboran y explotan intereses comunes. En este sentido, organismos históricos como el BCBS (donde, de nuevo, el Sur Global tiene baja participación) han conservado la capacidad de garantizar un cierto nivel de armonización regulatoria relacionada con el clima. Si bien la inclusión explícita de los riesgos financieros relacionados con el clima en los Principios Básicos de Basilea establece un hito en el marco regulatorio de las finanzas sostenibles, será preciso analizar cómo dichos riesgos se terminan de incorporar bajo el Pilar 3 del Marco de Basilea, ya que el BCBS ha estado monitoreando de cerca el desarrollo de marcos globales para mejorar la consistencia, comparabilidad y confiabilidad de las divulgaciones climáticas, coordinando a su vez con otros organismos internacionales y emisores de estándares, incluido el ISSB.

En definitiva, este tipo de estándares o normativas buscan identificar el denominador común respecto a un campo regulatorio particular, dejando espacio para su adaptación al entorno específico y las circunstancias de cada jurisdicción. Sin embargo, incluso si carecen de un régimen de ejecución, las normas tienen el potencial de ejercer una influencia sustancial mediante la definición de puntos de referencia y buenas prácticas que luego adoptan los mercados. En este sentido, los países del Sur Global tienen características propias en cuanto al nivel de desarrollo financiero, económico y regulatorio que no están siendo contempladas a la hora de diseñar estas normativas internacionales. De este modo, las inversiones requeridas para cumplir con la Agenda 2030 y las metas climáticas del Acuerdo de París tienden a estar condicionadas por normas globales que en la actualidad no se condicen con las condiciones económico-financieras de los PED.

Respecto a las líneas de investigación futuras sobre la temática se identificaron tres, a saber: (i) analizar cómo cada jurisdicción termina de adaptar las NIIF S1 y S2 a las diferentes circunstancias y capacidades nacionales, particularmente en los países del Sur Global; (ii) analizar cómo los riesgos climáticos se terminan de incorporar bajo el Pilar 3 del Marco de Basilea y qué estándares se tomaron de referencia; y (iii) analizar cómo los PED participan de los procesos de consulta pública a los que suelen convocar los organismos pertinentes a través este tipo de estándares o normativas y qué impactó termina teniendo dicha participación en las versiones finales de las normas de regulación vinculadas a la sostenibilidad.

Bibliografia

- Ainley, M. (1984). The general arrangements to borrow. *In The General Arrangements to Borrow*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Arjaliès, D. L., Grant, P., Hardie, I., MacKenzie, D., & Svetlova, E. (2017). *Chains of finance: How investment management is shaped*. Nueva York: Oxford University Press.
- de Arriba-Sellier, N. (2023). The International Regulation and Coordination of Sustainable Finance. En: Dam-de Jong, D., Amtenbrink, F. (eds) *Netherlands Yearbook of International Law 2021*. Netherlands Yearbook of International Law, vol 52. La Haya: LT.M.C. Asser Press.
- Baines, J., & Hager, S. B. (2022). From passive owners to planet savers? Asset Managers, Carbon Majors and the Limits of Sustainable Finance, *Competition and Change*, 27 (3-4), 449-471.
- BCBS (1975). Report on the supervision of banks' foreign establishments - Concordat, Basilea.
- BCBS (2021a). Climate-related risk drivers and their transmission channels, Basilea.
- BCB2 (2021b). Climate-related financial risks - measurement methodologies, Basilea.
- BCBS (2022). Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks, Basilea.
- BCBS (2023). Disclosure of climate-related financial risks. Consultative Document, Basilea.
- BCBS (2024). Core Principles for effective banking supervision, Basilea.
- BEIS (2022). Explanatory Memorandum on The Companies (Strategic Report) (Climate-related Financial Disclosure) Regulations 2022. Disponible en: https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2022/31/pdfs/ukxiem_20220031_en.pdf
- Braithwaite, J., & Drahos, P. (2000). *Global Business Regulation*. Nueva York: Cambridge University Press.

- Berry, T. C., & Junkus, J. C. (2013). Socially responsible investing: An investor perspective. *Journal of Business Ethics*, 112(4), 707-720.
- Braun, B. (2021). Asset manager capitalism as a corporate governance regime. In J. Hacker, A., Hertel-Fernandez, P. Pierson y K. Thelen (eds): *The American political economy: Politics, markets, and power*, Nueva York: Cambridge University Press.
- Brummer, C. (2010a). Why soft law dominates international finance—and not trade. *Journal of International Economic Law*, 13(3), 623-643.
- Brummer, C. (2010b). How international financial law works (and how it doesn't). *The Georgetown Law Journal*, 99, 257.
- Büthe, T., & Mattli, W. (2011). *The new global rulers: The privatization of regulation in the world economy*. Princeton NJ: Princeton University Press.
- Carney, M. (2015). Breaking the tragedy of the horizon—climate change and financial stability. Speech given at Lloyd's of London, 29-9-2015. Disponible en: <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>.
- CBI (2016). Bonds and climate change – the state of the market in 2016. Londres: Climate Bonds Initiative en asociación con HSBC Climate Change Centre of Excellence.
- CRD (2019). Driving Alignment in Climate-related Reporting.
- Crockett, A. (2010). What Have We Learned in the Past 50 Years about the International Financial Architecture? *Reserve Bank of Australia 50th Anniversary Symposium*.
- Davies, H., & Green, D. (2013). *Global financial regulation: The essential guide (Now with a Revised Introduction)*. John Wiley & Sons.
- Drezner, D. W. (2007). *All Politics Is Global: Explaining International Regulatory Regimes*. Princeton NJ: Princeton University Press.

DWP (2021). Explanatory Memorandum on The Occupational Pension Schemes (Climate Change Governance and Reporting) Regulations 2021. Disponible en: https://www.legislation.gov.uk/uksi/2021/857/pdfs/uksiem_20210857_en.pdf

EFRAG & IFRS (2024): ESRS-ISSB Standards. Interoperability Guidance.

Eichengreen, B. (2011). Reforming the International Financial Architecture, 2011 Edition. In *Keynote address delivered to the annual research conference of the Bank of Korea*, Seoul.

Epstein, E. (1987). The Corporate Social Policy Process and the Process of Corporate Governance. *American Business Law Journal* 25, no. 3: 361.

FSB (2009). Re-establishment of the FSF as the Financial Stability Board. Prepared remarks by Mario Draghi. At conclusion of London Summit, 2 April 2009.

FSB (2015). Proposal for a disclosure task force on climate-related risks, Basilea.

G20 (2015). Communiqué G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting: 16-17 April 2015, Washington DC.

G20 (2018). Sustainable Finance Synthesis Report, Washington DC.

Gadinis, S. (2012). The Financial Stability Board: The new politics of international financial regulation. *Tex. Int'l LJ*, 48, 157.

Gambacorta, L., Yang, J., & Tsatsaronis, K. (2014). Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review March*.

Gilbert, K. (2010). The Managers: Money from Trees Asset Managers Are Finding an Unlikely New Source of Alpha: Responsible Investing. *Institutional investor* 44 no. 9 (2010): 42.

Giovanoli, M., & Devos, D. (2010). *International Monetary and Financial Law*. Oxford: Oxford University Press.

- Goodhart, C. (2011). *The Basel Committee on Banking Supervision: A history of the early years 1974–1997*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Helleiner, E., & Pagliari, S. (2011). The end of an era in international financial regulation? A postcrisis research agenda. *International Organization*, 65(1), 169-200.
- Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., & Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: A global perspective. *Journal of business ethics*, 70(2), 165-174.
- ICMA (2020). Sustainable Finance – High Level Definitions, Zurich.
- ICMA (2022). Analysis of China’s Green Bond Principles, Zurich.
- IFRS (2020). Due Process Handbook, Londres.
- IFRS (2021). Constitution, Londres.
- IFRS (2023). Effects Analysis: IFRS Sustainability Disclosure Standards, Londres.
- IOSCO (2023). IOSCO endorses the ISSB’s Sustainability-related Financial Disclosures Standards. Disponible en: <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS703.pdf>
- IPCC, (2014). Climate Change 2014: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, R.K. Pachauri and L.A. Meyer (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, 151 pp.
- ISSB (2023a). Basis for Conclusions on General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, Londres.
- ISSB (2023b). Basis for Conclusions on Climate-related Disclosures, Londres.
- Joint Climate Finance Tracking Group of MDBs & IDFC (2023a). Common Principles for Climate Change Adaptation Finance Tracking. <https://www.idfc.org/wp-content/uploads/2023/11/idfc-2023-common-principles-adaptation.pdf>

Joint Climate Finance Tracking Group of MDBs & IDFC (2023b). Common Principles for Climate Mitigation Finance Tracking.

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/514141645722484314/pdf/Common-Principles-for-Climate-Mitigation-Finance-Tracking.pdf>

Kahler, M. (1995). *International institutions and the political economy of integration*. Washington DC: Brookings Institution Press.

Kapstein, E. B. (1989). Resolving the regulator's dilemma: international coordination of banking regulations. *International Organization*, 43(2), 323-347.

Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial market trends*, 2009(1), 61-87.

Langer, M. J. (2013). Key instruments of private environmental finance: funds, project finance and market mechanisms. In *Harnessing Foreign Investment to Promote Environmental Protection: Incentives and Safeguards*; Dupuy, P.-M., Viñuales, J.E., Eds.; Cambridge: Cambridge University Press.

Mendez, A., & Houghton, D. P. (2020). Sustainable banking: The role of multilateral development banks as norm entrepreneurs. *Sustainability*, 12(3), 972.

NGFS (2019). *A call for action: Climate change as a source of financial risk*. Paris: Network for Greening the Financial System.

OECD (2020). *Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies*, Green Finance and Investment, OECD Publishing, Paris.

OECD (2024). *Global Corporate Sustainability Report 2024*, OECD Publishing, Paris.

Padoa-Schioppa, T., & Saccomanni, F. (1994). Managing a market-led global financial system. *Managing the world economy: Fifty years after Bretton Woods*, 235-68.

- Park, Y. C., & Wang, Y. (2002). What kind of international financial architecture for an integrated world economy? *Asian Economic Papers*, 1(1), 91-128.
- Porter, T. (2001). The democratic deficit in the institutional arrangements for regulating global finance. *Global Governance*, 7(4), 427-439.
- PRI (2018a). Converging on Climate Lobbying: Aligning Corporate Practice with Investors Expectations, Londres.
- PRI (2018b). PRI Reporting Framework: Overview and Guidance, Londres.
- PRI (2022). Annual Report 2021, Londres.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of banking & finance*, 32(9), 1723-1742.
- Revelli, C. (2016). Re-embedding financial stakes within ethical and social values in socially responsible investing (SRI). *Research in International Business and Finance*, 38, 1-5.
- Richardson, A. J., & Eberlein, B. (2011). Legitimizing transnational standard-setting: The case of the International Accounting Standards Board. *Journal of business ethics*, 98, 217-245.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43(3), 189-194.
- SEC (2022). Proposed rule: The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, Washington DC.
- SEC (2024). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. Washington DC.

Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2018). *Responsible investing: An introduction to environmental, social, and governance investments*. Nueva York: Routledge.

SIF (2020). Report on US Sustainable and Impact Investing Trends, Washington DC.

Singer, D. A. (2007). *Regulating capital: setting standards for the international financial system*. Nueva York: Cornell University Press.

Slaughter, A. M. (2000). Governing the global economy through government networks. *The role of law in international politics: essays in international relations and international law*, 177, 181-204.

Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know? *Sustainable Development*, 16(3), 141-154.

TCFD (2017). Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures. Final Report.

TCFD (2021). Implementing the Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

TCFD (2022). 2022 Status Report.

Thiemann, M., Büttner, T., & Kessler, O. (2023). Beyond market neutrality? Central banks and the problem of climate change. *Finance and Society*, 9(1), 14-34.

Thompson, C. J. (1992). The Basel concordat: International collaboration in banking supervision. In *Current Legal Issues Affecting Central Banks, Volume I*. International Monetary Fund.

UNEP FI (1997). UNEP Statement by Financial Institutions on the Environment & Sustainable Development, Ginebra.

UNEP FI (2004). The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing. Asset Management Working Group, Ginebra.

UNEP FI (2019). Principles for Responsible Banking: Guidance Document, Ginebra.

UNEP FI (2022). Principles for Responsible Banking: Key Steps to be Implemented by Signatories, Ginebra.

Verdier, P. H. (2013). The political economy of international financial regulation. *Indiana Law Journal*, 88, 1405.

Vives, A. (2004). The role of multilateral development institutions in fostering corporate social responsibility. *Development*, 47(3), 45-52.

Waring, P., & Lewer, J. (2004). The impact of socially responsible investment on human resource management: A conceptual framework. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 99-108.

Weber, R. H. (2009). Mapping and Structuring International Financial Regulation-A Theoretical Approach. *Eur. Bus. L. Rev.*, 20, 651.

Weber, R. H. (2010). Multilayered governance in international financial regulation and supervision. *Journal of International Economic Law*, 13(3), 683-704.

Apéndice

Tabla 1: Fideicomisarios de la Fundación IFRS (a marzo de 2024)

Fideicomisario	Título	Nacionalidad
Erkki Liikanen	Presidente	Finlandia
Teresa Ko	Vice	Hong Kong
Maria Theofilaktidis	Vice	Canada
Bertrand Badré	Fideicomisario	Francia
Rudolf Bless	Fideicomisario	EEUU
Koushik Chatterjee	Fideicomisario	India
Morgan Després	Fideicomisario	Francia
Jorge Familiar	Fideicomisario	Mexico
Suresh P. Kana	Fideicomisario	Sudafrica
Masamichi Kono	Fideicomisario	Japon
Sukjoon Lee	Fideicomisario	Corea del Sur
Steven Maijoor	Fideicomisario	Países Bajos
Robert Pozen	Fideicomisario	EEUU
Kenneth Robinson	Fideicomisario	EEUU
Isabel Saint Malo	Fideicomisaria	Panamá
Chong-Tee Ong	Fideicomisario	Singapur
Erhard Schipcoreit	Fideicomisario	Alemania
Richard Sexton	Fideicomisario	Reino Unido
Sarah J. Al Suhaimi	Fideicomisaria	Arabia Saudita
Keiko Tashiro	Fideicomisaria	Japon
Wencai Zhang	Fideicomisario	China

Fuente: propia en base a Fundación IFRS.

Tabla 2: Miembros del ISSB (a marzo de 2024)

Miembro	Título	Nacionalidad
Emmanuel Faber	Presidente	Francia
Jingdong Hua	Vice	China
Sue Lloyd	Vice	Reino Unido
Richard Barker	Miembro	Reino Unido
Jenny Bofinger-Schuster	Miembro	Alemania
Verity Chegar	Miembro	EEUU
Jeffrey Hales	Miembro	EEUU
Michael Jantzi	Miembro	Canada
Hiroshi Komori	Miembro	Japon
Bing Leng	Miembro	China
Ndidi Nnoli-Edozien	Miembro	Nigeria
Tae-Young Paik	Miembro	Corea del Sur
Veronika Pountcheva	Miembro	Bulgaria
Elizabeth Seeger	Miembro	EEUU

Fuente: Elaboración propia en base a Fundación IFRS.

Tabla 3: Países e instituciones representadas en el BCBS (a mayo 2024)

País	Representante institucional
Argentina	Central Bank of Argentina
Australia	Reserve Bank of Australia Australian Prudential Regulation Authority
Belgium	National Bank of Belgium
Brazil	Central Bank of Brazil
Canada	Bank of Canada Office of the Superintendent of Financial Institutions
China	People's Bank of China National Financial Regulatory Administration
European Union	European Central Bank European Central Bank Single Supervisory Mechanism
France	Bank of France Prudential Supervision and Resolution Authority
Germany	Deutsche Bundesbank Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)
Hong Kong SAR	Hong Kong Monetary Authority
India	Reserve Bank of India
Indonesia	Bank Indonesia Indonesia Financial Services Authority
Italy	Bank of Italy
Japan	Bank of Japan Financial Services Agency
Korea	Bank of Korea Financial Supervisory Service
Luxembourg	Surveillance Commission for the Financial Sector
Mexico	Bank of Mexico Comisión Nacional Bancaria y de Valores
Netherlands	Netherlands Bank
Russia	Central Bank of the Russian Federation
Saudi Arabia	Saudi Central Bank
Singapore	Monetary Authority of Singapore
South Africa	South African Reserve Bank
Spain	Bank of Spain
Sweden	Sveriges Riksbank Finansinspektionen
Switzerland	Swiss National Bank Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA
Türkiye	Central Bank of the Republic of Türkiye Banking Regulation and Supervision Agency
United Kingdom	Bank of England Prudential Regulation Authority
United States	Board of Governors of the Federal Reserve System Federal Reserve Bank of New York Office of the Comptroller of the Currency Federal Deposit Insurance Corporation

Fuente: Elaboración propia en base a BIS.