
Finanzas sostenibles: Factores clave en la financiación bancaria de Eroski

Sustainable Finance: Key Factors in Eroski's Bank Financing

Este artículo adapta la Nueva Narrativa de Empresa a la Nueva Narrativa Financiera utilizando el caso de Eroski. El objetivo es identificar los mecanismos en los procesos de financiación sostenible por entidades financieras tradicionales y analizar los factores que permiten comportamientos diferenciados en proyectos socioeconómicos del País Vasco. Se evalúa el impacto de Eroski en la economía y el empleo, así como las diferencias entre entidades financieras sociales y mercantiles. Los resultados muestran que las entidades sociales adoptan un enfoque más sostenible, favoreciendo el entorno local, mientras que las mercantiles priorizan estrategias financieras convencionales. La sostenibilidad financiera se define como el mantenimiento a largo plazo de las entidades locales, sin perjudicar el medioambiente y promoviendo el desarrollo del entorno.

Artikulu honek Enpresaren Narratiba Berria Finantza Narratiba Berrira egokitzen du, Eroskiren kasua erabiliz. Helburua da finantzaketa iraunkorreko prozesuetan finantza-erakunde tradizionalak erabiltzen dituzten mekanismoak identifikatzea eta Euskal Autonomia Erkidegoko proiektu sozioekonomikoetan portaera desberdinak izatea ahalbidetzen duten faktoreak aztertzea. Emaiztekin erakusten dute gizarte-erakundeek ikuspegi iraunkorragoa hartzen dutela, eta tokiko ingurunea bultzatzen dutela; merkataritza-erakundeek, berriz, finantza-estrategia konbentzionalak lehenesten dituzte. Finantza-jasangarritasuna toki-erakundeak epe luzera mantentzea da, ingurumenari kalterik egin gabe eta ingurunearen garapena sustatuz.

This article adapts the New Business Narrative to the New Financial Narrative using the case of Eroski. The objective is to identify the mechanisms in sustainable financing processes by traditional financial entities and analyze the factors that allow differentiated behavior in socioeconomic projects in the Basque Country. The impact of Eroski on the economy and employment is evaluated, as well as the differences between social and commercial financial entities. The results show that social entities adopt a more sustainable approach, favoring the local environment, while commercial entities prioritize conventional financial strategies. Financial sustainability is defined as the long-term maintenance of local entities, without harming the environment and promoting the development of the environment.

Índice

1. Introducción
2. Marco conceptual y evolución de las finanzas sostenibles
3. Metodología y muestra del caso objeto de estudio
4. Análisis del caso de Eroski S. Coop
5. Lecciones aprendidas y resultados
6. Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación

Referencias bibliográficas

Anexo

Palabras clave: gestión financiera, sostenibilidad a largo plazo, entidades financieras, entorno local.

Keywords: financial management, long-term sustainability, financial institutions, local environment.

Nº de clasificación JEL: G21, M14

DOI: <https://doi.org/10.69810/ekz.1486>

Fecha de entrada: 6/09/2024

Fecha de aceptación: 5/11/2024

1. INTRODUCCIÓN

La sostenibilidad en las finanzas ha adquirido una importancia creciente en las últimas décadas, especialmente en un contexto donde las organizaciones buscan alinear sus objetivos financieros con criterios sociales y medioambientales. Este artículo adapta la Nueva Narrativa de Empresa a la Nueva Narrativa Financiera (NNF), utilizando el caso de Eroski, una de las cooperativas más relevantes del País Vasco. El objetivo es analizar cómo diferentes tipos de entidades financieras —sociales y mercantiles— pueden ser consideradas sostenibles en sus enfoques, y qué factores permiten un comportamiento diferencial en la financiación de proyectos socioeconómicos.

Eroski, como cooperativa del grupo Mondragón, desempeña un papel crucial en la economía y el empleo del País Vasco. Sin embargo, ha enfrentado importantes desafíos financieros, en parte debido a la crisis económica y a la necesidad de refinanciar su deuda. En este proceso, las entidades financieras han adoptado enfoques dispares: algunas

Agradecimientos: Queremos dar las gracias a todas las personas que han participado de forma altruista dedicándonos su tiempo a exponer la perspectiva tanto de las entidades bancarias como de la empresa objeto de análisis de caso. También agradecer la confianza depositada en los autores por parte de los editores de este número especial, así como de todas las personas expertas que han sugerido mejoras al trabajo. Cualquier error que se encuentre, sin duda, es de los propios autores de la obra.

han priorizado la sostenibilidad a largo plazo, mientras que otras han optado por estrategias más tradicionales, enfocadas casi exclusivamente en la rentabilidad inmediata.

A pesar de los avances en finanzas sostenibles, existe una brecha en la comprensión de cómo las entidades financieras aplican estos principios. En particular, no está claro por qué algunas, como las entidades de carácter social, adoptan enfoques más sostenibles, mientras que las mercantiles tienden a aplicar estrategias convencionales. Este artículo aborda este vacío, analizando el caso de Eroski, para desentrañar los factores que influyen en estos comportamientos diferenciales.

El estudio utiliza una metodología de caso, centrada en la financiación de Eroski por parte de entidades financieras tanto sociales como mercantiles. Se emplearon métodos cualitativos, como entrevistas semiestructuradas y análisis documental, para investigar los mecanismos que determinan las decisiones financieras. El análisis se basa en el marco de la Nueva Narrativa Financiera, que destaca aspectos como el propósito, la cooperación y la creación de valor compartido, permitiendo entender cómo estas decisiones afectan la sostenibilidad de Eroski y su entorno.

Con el nuevo paradigma hacia la sostenibilidad, los aspectos sostenibles en las finanzas han adquirido especial importancia. Podemos enmarcar los primeros trabajos en la década de los ochenta, pero sin duda es a partir de la implantación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) en 2015 cuando adquieren relevancia.

El artículo se estructura en varias secciones. Primero, se presenta un marco conceptual con una revisión de la literatura sobre finanzas sostenibles. Así, en esta sección, expondremos una clasificación de los diferentes conceptos de finanzas sostenibles utilizadas en la literatura académica. Posteriormente, en esta misma sección realizaremos una reflexión sobre los factores significativos que se deben considerar al realizar una integración de los aspectos de sostenibilidad al área de las finanzas corporativas. Se utiliza la perspectiva de la Nueva Narrativa de Empresa desarrollada por Edward Freeman, sin que los productos, tales como bonos verdes o sociales, préstamos verdes o inversiones sostenibles sean la centralidad de la sostenibilidad, y lo sea más el comportamiento de las organizaciones en su globalidad en vez del propósito de un producto en sí. Luego, se detalla la metodología del estudio de caso y se ofrece un análisis exhaustivo del caso de Eroski, resaltando las diferencias en los comportamientos financieros. Finalmente, se discuten las lecciones aprendidas, se identifican los factores clave que promueven la sostenibilidad en la financiación, y se plantean futuras líneas de investigación.

2. MARCO CONCEPTUAL Y EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES

2.1. Enfoque tradicional de las finanzas sostenibles: una revisión de las definiciones

Las finanzas sostenibles han sido objeto de estudio desde diversas perspectivas en la literatura académica. Los principales conceptos que las definen permiten establecer una clasificación sistemática. De esta manera, las clasificaciones más habituales se estructuran en torno a criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), así como en función de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS). A continuación, presentamos una tipología de las finanzas sostenibles, acompañada de una explicación detallada, con el fin de ofrecer una visión comprensiva de este ámbito a partir de sus características distintivas y los conceptos subyacentes a cada enfoque.

- **Economía Circular y Externalidades:** en esta categoría, las finanzas sostenibles reconocen una amplia gama de valores potenciales, como la aversión al riesgo medioambiental, el altruismo intergeneracional y la resiliencia ecológica. También se destacan factores sociales y ambientales en los procesos financieros, buscando internalizar externalidades y considerar su impacto más amplio en la sociedad y el medioambiente (Fullwiler, 2015; Lagoarde-Segot, 2019).
- **ESG (Environmental, Social, and Governance, pero en castellano Medioambiente, Social y Gobernanza):** esta categoría integra consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones financieras. Las definiciones enfatizan cómo los criterios ESG contribuyen a inversiones sostenibles a largo plazo y ayudan a mitigar riesgos sociales y ambientales (European Commission 2024; Filippini *et al.*, 2024; Schoenmaker y Schramade, 2019).
- **Financiación Medioambiental:** se enfoca en la financiación verde y la descarbonización económica. Resalta la importancia de financiar proyectos que contribuyan eficientemente al medioambiente, así como el impacto del cambio climático en los mercados financieros y el comportamiento de los inversores sensibilizados con el medioambiente (Liang y Renneboog, 2020; Strauß, 2021). Precisamente en esta línea se puede explicitar una tipología de finanzas sostenibles, denominada finanzas verdes y finanzas azules, que son enfoques financieros que buscan promover inversiones responsables con el medioambiente. En concreto, las finanzas verdes se centran en proyectos que mitigan el cambio climático y fomentan la sostenibilidad ambiental, mientras que las finanzas azules se enfocan en la conservación y uso sostenible de los recursos marinos y costeros. Si se quiere abordar estos enfoques, podría revisarse la información de la organización Climate Policy Initiative (CPI) que ayuda a gobiernos, empresas e instituciones financieras a impulsar el crecimiento económico mientras abordan el cambio climático.

- **Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS):** las finanzas sostenibles juegan un papel crucial en la financiación de los ODS, resaltando la necesidad de recursos para implementar estos objetivos. Se destaca la intersección entre las finanzas y los ODS, proponiendo que las finanzas deben abarcar todas las actividades que contribuyan a la sostenibilidad desde esta perspectiva de objetivos (Fatemi y Fooladi, 2013; Ziolo *et al.*, 2020).
- **Taxonomía:** destaca la importancia de las taxonomías para clasificar activos financieros según su alineación con los objetivos de sostenibilidad. Proporcionan criterios claros que guían a los inversores en la evaluación de activos sostenibles (Ehlers *et al.*, 2021).
- **Triple Bottom Line:** esta categoría mide el desempeño financiero, social y ambiental, enfocándose en maximizar las funciones de preferencia de los actores económicos, pero integrando a un mismo nivel las consecuencias sociales y las medioambientales (Elkington, 1997).
- **Otros:** incluye definiciones que integran múltiples dimensiones de las finanzas sostenibles como la identidad empresarial, el paradigma de propiedad y los enfoques éticos en las finanzas (Soppe, 2004; Singhania *et al.*, 2023).

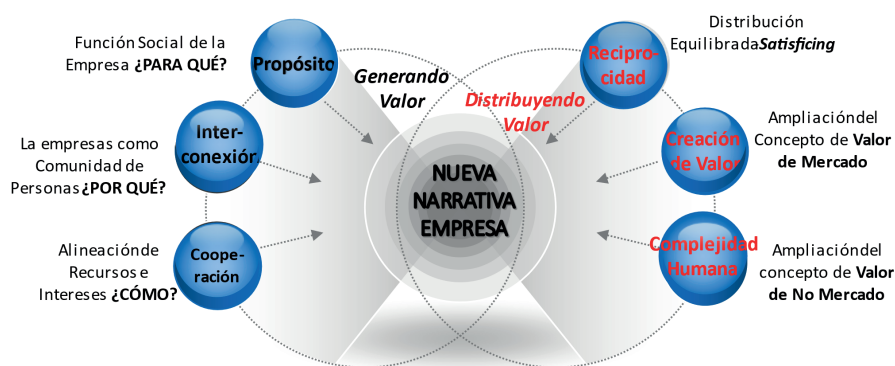
En resumen, si bien todas las perspectivas están alineadas tienen puntos de diferenciación. No obstante, el concepto de finanzas sostenibles se centra fundamentalmente en la última década en dos conceptos, que son los ESG y los ODS, existiendo otras perspectivas que hacen un mayor énfasis en otros aspectos, como son las externalidades, la taxonomía, los riesgos y los aspectos medioambientales. Para realizar un análisis con mayor detalle, pueden verse las definiciones exactas de los autores académicos en el Anexo 1.

2.2. Enfoque organizacional de las finanzas sostenibles: integración y prácticas empresariales

Como se ha expuesto en la contextualización del concepto de finanzas sostenibles, éstas están enfocadas en la integración de criterios ambientales, sociales y de gobernanza, es decir, son finanzas que no solo buscan generar retornos económicos, sino también promover un impacto positivo en la sociedad sin perjudicar el medioambiente, contribuyendo a un desarrollo sostenible y a la mitigación de riesgos asociados con prácticas no responsables. Siendo críticos, podemos señalar que el concepto de finanzas sostenibles se fundamenta en general en los productos desarrollados con tal finalidad, la sostenibilidad, pero estos productos sin el logro completo de la sostenibilidad en las organizaciones parece que carecen de sentido, ya que la compensación de los resultados no es una opción viable. Así, en nuestro caso, y como exponremos a continuación, exploramos un concepto de finanzas sostenibles que se fundamenta en la propia naturaleza de la organización en vez de en la tipología de los productos financieros que comercializa.

Esta perspectiva de las finanzas sostenibles no ha sido abordada en la literatura en profundidad, por eso vamos a utilizar el concepto de Nueva Narrativa de Empresa (NEE) desarrollada por Freeman et al. (2007) y aplicada, entre otros, por San-Jose et al. (2017) y Freeman et al. (2020) y así darle un carácter académico y riguroso. En concreto, vamos a focalizarnos en describir las finanzas sostenibles desde la perspectiva empresarial y utilizando la teoría de stakeholder como base. Bajo este prisma (Figura nº 1), la comprensión de las organizaciones se articula en torno a seis conceptos clave que son los que definen la NNE: priorización del propósito sobre las ganancias, creación de valor tanto para las partes interesadas como para los accionistas, percepción de los negocios integrados en la sociedad y en los mercados, utilización de recursos generados para satisfacer las necesidades de forma íntegra y coherente, reconocimiento de la perspectiva humana de las personas junto con sus intereses económicos, e integración de los negocios y la ética en un modelo más holístico (Freeman *et al.*, 2020).

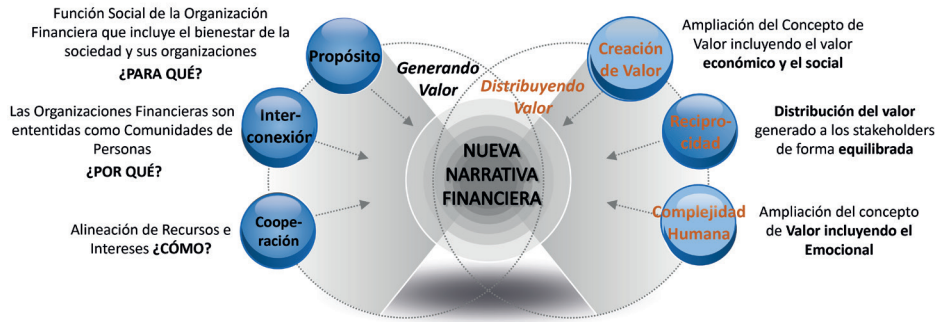
Figura nº 1. NUEVA NARRATIVA DE EMPRESA



Fuente: Freeman, Retolaza y San-Jose (2000): p. 95.

Siguiendo las ideas generales de algunos autores (Sachs y Ruhli, 2011; Waddock, 2018; Alcañiz *et al.*, 2020) este enfoque adaptado a las finanzas se puede denominar Nueva Narrativa Financiera (NNF). Como se ve en la Figura nº 2, es una adaptación al concepto de la NEE, por ello también agrupa seis conceptos clave que son agrupados en torno a la forma de generar valor en las finanzas y la forma de distribuir dicho valor, incluyendo no solamente aspectos económicos sino también los aspectos sociales, intereses de los stakeholders y el entorno. Así, será posible describir el concepto de finanzas sostenibles fundamentado en las organizaciones en vez de en la tipología de los productos ofrecidos, lo que evidenciará un cambio de paradigma en las finanzas hacia la plena sostenibilidad hacia su vertiente más holística.

Figura nº 2. NUEVA NARRATIVA FINANCIERA



Fuente: adaptado de Freeman, Retolaza y San-Jose (2000): p. 95 para las Finanzas Sostenibles basada en organizaciones.

En esta línea, la optimización de las finanzas sostenibles se alcanzará plenamente cuando la entidad financiera en su totalidad adopte un comportamiento sostenible, tal como lo sugiere el Criterio de Demarcación definido por Edery (2006). Este criterio evidencia que la sostenibilidad no debe limitarse a un porcentaje de productos financieros, sino que debe permear todas las operaciones y prácticas de la entidad. Para lograr esto, es crucial aplicar los seis principios de la NNF, adaptados de la narrativa empresarial. Esta narrativa aplicada a las finanzas permitirá la integración y salvaguarda de los intereses en el largo plazo a las partes implicadas.

Primero, el concepto de Propósito implica que la entidad financiera debe trascender su rol de intermediario financiero, cuyo objetivo es casar operaciones monetarias y obtener un margen. En cambio, debe perseguir un propósito orientado a generar valor para la sociedad en su conjunto, incorporando externalidades medioambientales sin compensar impactos negativos.

El segundo principio, la Interconexión, redefine la organización de la entidad financiera, que pasa de ser una comunidad de agentes económicos a una comunidad de personas. Esto requiere una reorganización que considere las contribuciones y necesidades individuales, eliminando la visión de meros ejecutores.

La Cooperación, el tercer principio, se centra en cómo la entidad se organiza para alinear las necesidades de su comunidad con el propósito de lograr el bienestar común. Esto implica que el valor generado debe ser distribuido no solo en términos económicos, sino también en términos de contribuciones no monetarias valoradas por las partes interesadas.

El principio de la Reciprocidad es esencial para asegurar un reparto equilibrado y justo del valor, abarcando tanto las dimensiones económicas como sociales. Este equilibrio debe ser neutral entre todas las partes integrantes de la entidad. La creación de valor, en este contexto, implica generar beneficios sostenibles que no solo fortalezcan la viabilidad económica de la entidad, sino que también impulsen el bienestar social. En esta línea la creación de valor implica promover beneficios que trasciendan lo monetario y aborden las necesidades específicas de los diferentes grupos de stakeholders. Esto incluye mejorar la calidad de vida de los empleados, fortalecer las comunidades en las que opera la entidad, fomentar prácticas sostenibles que beneficien al medio ambiente y construir relaciones de confianza con los clientes y socios. De este modo, el valor generado no solo impulsa el desarrollo económico, sino también el bienestar colectivo y la cohesión social.

Por último, la Complejidad Humana reconoce que las organizaciones financieras no solo operan en el ámbito monetario, sino que también deben considerar las transferencias relacionales y emocionales. La distribución de valor incluye aspectos emocionales y relacionales, añadiendo una dimensión humana a las transacciones financieras.

En resumen, para que una entidad financiera logre una sostenibilidad integral y a largo plazo, es necesario que adopte un enfoque holístico que abarque tanto las dimensiones transaccionales como relacionales, aplicando los principios de propósito, interconexión, cooperación, reciprocidad y complejidad humana. A continuación, se presenta la Tabla 1, que muestra la transición entre la NNE y la NNF.

Estos principios NNE/NNF pueden ser resumidos en dos: por un lado, una organización debe crear valor integral en términos económicos, sociales, medioambientales, relacionales y emocionales; y por otro, lo distribuirá de forma equilibrada.

3. METODOLOGÍA Y MUESTRA DEL CASO OBJETO DE ESTUDIO

Una vez revisado el concepto de finanzas sostenibles, así como la perspectiva diferencial que hemos desarrollado a partir del concepto de NNE, en esta sección se exponen en el primer subapartado los argumentos para la utilización de la metodología de caso y en el segundo subapartado, se presenta el caso y se describen los factores de este.

3.1. Análisis de caso como metodología científica

Un estudio de caso único es metodológicamente valioso en el ámbito académico, ya que permite una exploración profunda de una entidad específica, proporcionando una comprensión detallada del fenómeno (Yin, 1993). Este enfoque facilita el uso de técnicas de recolección de datos, como entrevistas y observaciones, lo que aumenta la validez y fiabilidad de los hallazgos. Además, permite revelar dinámicas internas complejas, y es útil para generar hipótesis, especialmente en fenómenos emergentes. Thomas (2011) clasifica los casos en tres tipos: selección por conocimiento cercano, casos clave y casos ex-

cepcionales. En este estudio se han seleccionado casos clave debido a la singularidad del fenómeno a analizar (Stake, 1994).

Tabla nº 1. ASPECTOS DE LA NUEVA NARRATIVA APLICADOS A LAS FINANZAS SOSTENIBLES: NUEVA NARRATIVA FINANCIERA

NUEVA NARRATIVA DE EMPRESA (NNE) [Freeman et al. (2007); Freeman (2017); Freeman et al., (2020; Retolaza et al. (2021)]	NUEVA NARRATIVA FINANCIERA (NNF) Adaptación de la NNE a las finanzas sostenibles
Propósito: las empresas deben tener un propósito claro que va más allá de la maximización de beneficios, centrándose en la creación de valor para la sociedad. Este propósito guía las acciones y decisiones empresariales, alineando las actividades con objetivos sociales y éticos.	Propósito: las finanzas sostenibles con su intermediación financiera entre organizaciones deben tener como propósito la creación de valor no solo económico, sino también social y ambiental en línea con la triple botton line. Las organizaciones financieras deben generar valor para el conjunto de la sociedad, incorporando externalidades medioambientales en un marco de no compensación de impactos.
Interconexión: las empresas deben ser vistas como integradas en la sociedad y en los mercados, reconociendo su interdependencia con el entorno. Esta interconexión implica que las acciones empresariales tienen impactos amplios y deben ser gestionadas con una perspectiva de largo plazo y de responsabilidad social.	Interconexión: la organización financiera debe comportarse como una comunidad de personas.
Cooperación: la cooperación entre stakeholders es esencial para la generación de valor. En lugar de fomentar la competencia, se promueve la colaboración entre diversas partes interesadas para alcanzar objetivos comunes y sostenibles.	Cooperación: la cooperación entre diversas partes interesadas es crucial para fomentar prácticas financieras sostenibles mediante la alineación de recursos e intereses.
Creación de valor: la creación de valor debe ser incremental y sostenible, extendiéndose más allá de las actividades de mercado para incluir transferencias no comerciales y emocionales. Las empresas deben enfocarse en generar valor que beneficie a todos los stakeholders y no solo a los accionistas.	Creación de valor: las finanzas sostenibles deben enfocarse en la creación de valor a largo plazo que abarque dimensiones económicas y sociales.
Reciprocidad: los stakeholders deben recibir una distribución equitativa del valor creado. La reciprocidad asegura que las contribuciones de cada parte interesada sean reconocidas y recompensadas de manera justa, fomentando relaciones justas y sostenibles.	Reciprocidad: debe repercutir de forma equilibrada al conjunto de stakeholders. La distribución equitativa del valor generado a través de actividades financieras sostenibles debe ser un objetivo central.
Complejidad humana: reconoce la complejidad y diversidad de las motivaciones humanas. Las decisiones empresariales deben considerar aspectos económicos, no económicos y emocionales, reflejando la naturaleza multifacética de los seres humanos y sus interacciones en el contexto empresarial.	Complejidad humana: las decisiones financieras deben considerar la complejidad de las motivaciones humanas y los impactos multifacéticos en los stakeholders. La transferencia de valor no es solo monetaria, puede haber una transferencia relacional y emocional que debe tenerse en cuenta.

Fuente: elaboración propia.

Yin (1993) identifica cuatro tipos de estudios de caso: descriptivos, exploratorios, ilustrativos y explicativos. Este estudio es exploratorio e ilustrativo, ya que no existe un marco teórico claro sobre la sostenibilidad en operaciones financieras con esta perspectiva. También, y dado que no hay teorías previas sobre los factores diferenciales en la financiación sostenible de empresas, el estudio es ideográfico y heurístico, buscando abrir caminos hacia nuevas variables y mecanismos de causalidad (George y Bennett, 2005).

El estudio de caso único permite extraer conclusiones más sólidas que un estudio múltiple (Pettigrew, 1990; Yin, 1993), al centrarse en una sola entidad para profundizar en su análisis. La unidad de análisis es una empresa con una larga trayectoria en la financiación y refinanciación por diversas entidades bancarias, incluyendo cajas de ahorro, cooperativas de crédito, bancos tradicionales y una entidad financiera pública.

La empresa fue seleccionada por su relevancia en la financiación sostenible, no solo en términos económicos, sino también por su impacto social y ambiental. El estudio se realizó en dos etapas: una principal, con entrevistas semiestructuradas a directores de la empresa y sus entidades financieras, y una etapa de contraste, que permitió identificar factores clave y desafíos futuros. Este enfoque sigue las recomendaciones de Yin (2009), Eisenhardt (1989) y Chetty (1996), quienes destacan la importancia de la triangulación de métodos para asegurar la validez y fiabilidad, integrando los resultados de las entrevistas, revisión de la documentación y la inclusión de la observación y experiencia de los investigadores, además del *feedback* de expertos externos que revisan el contenido y los resultados obtenidos. Esta triangulación junto con el análisis detallado de patrones permitió asegurar la validez constructiva, interna y externa siguiendo las recomendaciones de Ponce (2018) y Villarreal y Landeta (2010).

3.2. Presentación del caso objeto de análisis

Eroski S. Coop, constituida en 1969, es una cooperativa con sede en Elorrio, Bizkaia, y la mayor entidad de distribución en el País Vasco y Navarra, siendo también relevante en otras comunidades de España. Este estudio se centra en diagnosticar los mecanismos de financiación sostenible en entidades financieras tradicionales en España, con un enfoque particular en el País Vasco. Eroski ha sido seleccionada como la unidad de análisis por ser un ejemplo representativo de empresa de economía social que ha refinanciado su deuda en varias ocasiones en la última década. Esta elección también responde a su singularidad, tanto por el impacto económico que tiene en la región como por las relaciones de largo plazo que mantiene con diversas entidades financieras, que incluyen cajas de ahorro convertidas en bancos, cooperativas de crédito, bancos tradicionales y una entidad financiera pública española que actúa como banco público y agencia financiera del Estado.

El estudio se ha desarrollado en dos etapas. En la primera, se llevó a cabo la recogida de datos, mientras que, en la segunda, se realizó un análisis de contraste que permitió identificar los principales factores y desafíos futuros. Se han realizado un total de 4 entrevistas, tres presenciales y una online, durante el mes de julio y agosto de 2024. Una entrevista ha sido realizada a la empresa cooperativa y las otras tres a las entidades financieras implicadas. La duración media por entrevista ha ascendido a 56 minutos. Las preguntas se han formulado en un formato narrativo, abarcando desde la evolución histórica y su contexto hasta una exploración profunda de las causas y motivos subyacentes en las decisiones de financiación y refinanciación de la cooperativa. En particular, se han examinado los hitos clave, promoviendo una reflexión crítica sobre la posición de cada parte involucrada y fomentando un análisis abierto sobre las directrices seguidas en el proceso. Aunque no se llevó a cabo una transcripción literal, se registraron notas de campo detalladas para documentar las observaciones relevantes.

Los resultados sugieren que las entidades financieras como Kutxabank y Laboral Kutxa juegan un papel fundamental en la financiación de Eroski, proporcionando estabilidad económica y fomentando el desarrollo de fondos sociales. Este enfoque se basa en relaciones de confianza y en un compromiso a largo plazo, lo que refuerza la importancia de la sostenibilidad financiera en el crecimiento y estabilidad de la cooperativa.

4. ANÁLISIS DEL CASO DE EROSKI S. COOP

4.1. Antecedentes

La cadena de supermercados Eroski, forma parte del grupo Mondragón¹; además de ser líder en el País Vasco, Navarra y Galicia ocupa también un puesto relevante en Baleares. Asimismo, Eroski es la mayor generadora de empleos del grupo Mondragón, lidera el número de empleos en el País Vasco y es la quinta entidad a nivel estatal. Según datos de la propia Eroski², el porcentaje de cuota en la industria de distribución alimentaria es del 37% en País Vasco, del 28% en Navarra, del 21% en Baleares, un 19% en Galicia y un 10% en La Rioja.

A partir de estos datos, resulta evidente que el caso de Eroski constituye un caso crítico, especialmente en el contexto del País Vasco y Navarra. No obstante, su trayectoria durante los últimos quince años ha estado marcada por importantes desafíos. A pesar de su relevancia actual en términos de distribución y empleo,

¹ Hay que entender que no se trata de un grupo de empresas donde exista una matriz en la que participen las demás, sino de una asociación voluntaria de cooperativas en el marco de la economía social.

² <https://corporativo.eroski.es/notas-de-prensa/eroski-obtiene-un-resultado-de-699-me-en-la-primeramitad-del-ejercicio-2023> (noticia del 10 de octubre de 2023, disponible el 21 de octubre de 2024).

desde 2008 la cooperativa ha experimentado un notable proceso de contracción, como se refleja en la Tabla nº 2.

Tabla nº 2. **DECRECIMIENTO DE EROSKI EN EL PERIODO DE ESTUDIO**

Año	Empleados	Facturación (millones €)	Centros de venta
2008	50.000	9.923	2.400
2016	33.162	6.051	1.837
2018	30.048	5.393	1.652
2020	29.806	5.377	1.624
2024	27.970	5.729	1.533

Fuente: elaboración propia.

Este proceso involuntario³ de decrecimiento ha generado una serie de desafíos financieros de gran envergadura, los cuales pueden servir como referencia para comprender mejor el papel de las finanzas sostenibles en la creación de valor dentro de la sociedad en la que operan las organizaciones.

4.2. Proceso de financiación

En 2007, Eroski compra Caprabo por 1.500 millones de euros, 15 veces su EBITDA. Eroski paga más de 0,65 € por euro de ventas, cuando la ratio estándar hubiera sido de 0,4. Fue un movimiento estratégico destinado a fortalecer su posición en el mercado de distribución alimentaria en España, que sólo se entiende desde la «exuberancia irracional»⁴, donde nos podemos encontrar con otras operaciones significativas de este tipo: Bodybell, Juteco o Cortefiel, entre otras.

Como consecuencia de esta compra, la deuda de Eroski llegará a superar los 3.000 millones de euros (más del 100% de su facturación y algo más de 12 veces el beneficio neto del 2007), aunque en ese momento no se consideró un problema. Además, esta compra buscaba algunos objetivos estratégicos relevantes, como: 1) expandir la red de tiendas: Caprabo contaba con una red de más de 500 tiendas, lo que permitió a Eroski aumentar su presencia en Cataluña y otras regiones de España, con notable presencia

³ Hace referencia a que dicho decrecimiento fue motivado por la irrupción de la crisis y no por una estrategia previamente desarrollada por Eroski; lo cual no significa que, una vez tomada la decisión, el proceso fuera azaroso.

⁴ Frase usada por el antiguo presidente de la Reserva Federal de EE.UU. Alan Greenspan en un discurso realizado en el American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) durante el boom bursátil de los años 90; utilizada profusamente con posterioridad por Robert J. Shiller, galardonado en el 2013 con el Premio Nobel de Economía.

también en Madrid (Cataluña y Madrid, dos de los principales mercados por volumen); 2) incrementar la cuota de mercado: con esta adquisición, Eroski se convirtió en el tercer grupo de distribución en España en términos de cuota de mercado, después de Mercadona y Carrefour; y 3) obtener sinergias operativas: se esperaba que la integración de Caprabo incrementara la eficiencia operativa y redujera los costes a largo plazo. No obstante, Eroski, además de prácticamente duplicar su endeudamiento se encontró con unos costos de integración bastante superiores a los previstos relativos a la unificación de sistemas, la reestructuración de la red de tiendas, la alineación de operaciones y, en especial, con grandes dificultades para atraer a los antiguos trabajadores de Caprabo al ámbito de socios cooperativistas⁵.

Quizás en otro contexto económico la situación hubiera sido diferente pero el estallido de la crisis del 2008 con la consiguiente restricción del crédito llevó a Eroski a una situación delicada. De una parte, la crisis propició una caída de las ventas y una mayor presión competitiva para mantener las cuotas de mercado frente a otros competidores. De otra, las restricciones de crédito complican la refinanciación de la deuda. En 2009 se produce la primera refinanciación en situación complicada; no va a ser la última. En la Figura nº 3 se muestran las progresivas refinanciaciones de Eroski, junto con los principales hitos relacionados con la sostenibilidad.

Figura nº 3. PROCESOS DE REFINANCIACIÓN DE LA DEUDA DE EROSKI

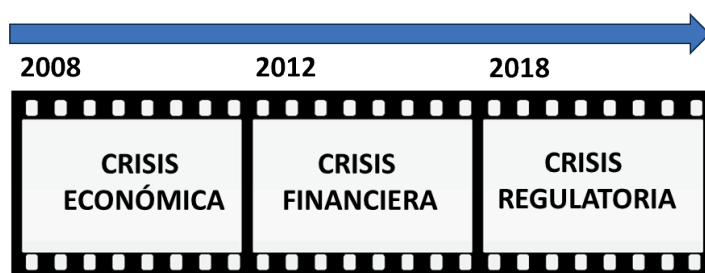
Compra Caprabo	2007	Estrategia de crecimiento
Crisis Económica	2008	Deuda superior a 3.000 millones Necesidad de reducir deuda.
1ª Refinanciación	2009	Insuficiente con los beneficios ordinarios Necesidad de beneficios extraordinarios
2ª Refinanciación	2012	Necesidad de vender activos y decrecer
3ª Refinanciación	2015	Propuesta de mercantilizar Eroski [Problema de garantías]
4ª Refinanciación	2019	Venta de la deuda por parte de las entidades bancarias a fondos de inversión
5ª Refinanciación	2023	Posibilidad de que los acreedores se hagan con el control de la empresa Salida de banca tradicional y mantenimiento de banca social

Fuente: elaboración propia.

⁵ La propia crisis supuso, sin duda, un importante freno a esta integración cooperativa. Compartir una crisis no es «vendible» ni económica ni éticamente. Quizás en otras circunstancias la integración cooperativista se hubiera resuelto de otra forma.

La crisis económica de 2008, que impactó con especial dureza en España a partir de 2010, encontró a Eroski en una situación financiera vulnerable, caracterizada por un elevado nivel de endeudamiento y una progresiva disminución de sus beneficios, en un contexto de incertidumbre económica y contracción del crédito. No obstante, ésta no fue la única crisis que afectó su proceso de financiación. Tras la crisis generalizada, el sector financiero español también experimentó una debacle que, aunque no directamente atribuible a Eroski, tuvo repercusiones significativas en la empresa. En tercer lugar, las políticas regulatorias, particularmente del Banco Central Europeo, agravaron la situación. Con el objetivo de salvaguardar la estabilidad de las instituciones financieras bajo su supervisión, el regulador estaba dispuesto a priorizar la salud del sistema bancario incluso a costa de sacrificar empresas viables que pudieran representar riesgos para el sector financiero (véase Figura nº 4).

Figura nº 4. TRIPLE CRISIS SOPORTADA POR EROSKI



Fuente: elaboración propia.

La necesaria refinanciación de Eroski, generada por el alto endeudamiento en un contexto de crisis económica, se deteriorará en mayor medida con la irrupción sucesiva de las otras dos crisis, la financiera y la regulatoria. La refinanciación del 2012, todavía en un mero contexto de crisis económica, es continuista con la del 2009 y se establece en un marco relacional. En este contexto se respetan las líneas rojas marcadas por Eroski en el proceso de negociación:

- Compromiso con las aportaciones de inversores (Aportaciones Financieras Subordinadas, denominadas AFS⁶).
- Mantenimiento del empleo.

⁶ Las AFS son un instrumento emitido por una sociedad, en este caso Eroski, que, sin otorgar derechos de gobernanza al inversor, ofrece una retribución fija y su plazo es ilimitado. Se cotizan y están sujetos a la supervisión de la CNMV. En el caso de Eroski, la remuneración a las AFS no está condicionada a la obtención de beneficios. Incluso jurídicamente y al amparo de la Ley de Cooperativas, las AFS forman parte del capital, siempre que no tengan vencimiento, como es el caso.

- Mantenimiento de la totalidad de activos orientados al negocio.
- Modelo de gobernanza cooperativo⁷.

En esta refinanciación, aunque se llega a un acuerdo por necesidad de todas las partes, la perspectiva de Eroski, que espera poder hacer frente a la refinanciación a través del beneficio ordinario y de la venta de algunos activos no estratégicos, contrasta con la de la banca, que, viendo esto imposible, considera que hay que darle tiempo para que se pueda recuperar un poco y adquirir perspectiva de la nueva situación en la que se encuentra.

En la refinanciación del 2015 se enmarca ya en un estadio de restructuración y aparece por primera vez la posibilidad de transformar Eroski en sociedad mercantil; la razón esgrimida por la banca es de carácter técnico, ya que permitiría un acceso jurídicamente más sólido de los acreedores al capital social de Eroski (vía prendas y/o capitalización total o parcial de la deuda), permitiendo que el aprovisionamiento sobre la deuda exigido a las entidades bancarias fuera menor. La situación se resuelve de forma provisional hasta que en el 2019 la imposibilidad de hacer frente a los pagos converge en una nueva refinanciación con ocho entidades bancarias, cinco de ellas mercantiles: BBVA, Santander, CaixaBank, Bankia y Sabadell; y tres de carácter social⁸: Kutxabank, Laboral Kutxa e ICO. La diferencia fundamental con las refinanciaciones anteriores es que, incentivadas por el regulador, algunas de las entidades financieras transitan hasta un estadio de recuperación. Así, a lo largo de 2020, la banca con un enfoque más capitalista, empezando por el Sabadell y acabando por el Santander, en un proceso progresivo liderado por Bank of America, venden su deuda, por un importe de 1.300 millones de euros, a fondos de inversión. Principalmente (más del 80%) a Hayfin⁹, Davidson Kempner^{10,11} y Cross Ocean Partners. En la Figura nº 5 se pueden apreciar los tres estadios distintos en el proceso de refinanciación de la deuda de Eroski; estadios claramente identificables con una sostenibilidad fuerte (relacional), débil (restructuración), y no sostenible (recuperación) (Landrum, 2018). Véase que la disponibilidad de tiempo y la confianza son las variables intermedias fundamentales para transitar de un estadio a otro. Adi-

⁷ Hay que señalar que, aunque la banca lo refiere como gobernanza, el problema no es propiamente de gobernanza, sino de garantías. No se cuestiona la profesionalidad del equipo directivo ni los procesos de toma de decisión, sino el carácter no «abordable» del capital social de la cooperativa.

⁸ Kutxabank: aunque su actividad es equiparable a otras entidades financieras, se distingue del resto de entidades bancarias porque no cotiza en bolsa y sus accionistas son las tres fundaciones de las antiguas cajas vascas. Este hecho hace que su actividad tenga un marcado componente social. Laboral Kutxa es una cooperativa de crédito con un compromiso social con el territorio en el que desarrolla su actividad. Por último, el ICO es una entidad pública que apoya el crecimiento, la transformación y la sostenibilidad de las empresas y el sector público.

⁹ <https://www.hayfin.com/> (disponible, 22 de octubre de 2024)

¹⁰ <https://www.davidsonkempner.com/> (disponible, 22 de octubre de 2024)

¹¹ <https://www.crossoceanpartners.com/> (disponible, 22 de octubre de 2024)

cionalmente, hay que tener en cuenta que el carácter social (cooperativa) se convierte en una barrera de entrada, pero también en un problema de acceso a la financiación porque no sirve de garantía (el capital) para emitir deuda.

Figura nº 5. ESTADIOS DE SOSTENIBILIDAD EN EL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA



Fuente: elaboración propia.

Mientras que las entidades de carácter social, independientemente de su forma jurídica (mercantil en el caso de Kutxabank, cooperativo en el caso de Laboral Kutxa y pública en el caso del ICO), mantienen su deuda sin hacer dejación de la misma. Dado el número y relevancia de las entidades participantes, es difícil pensar que la diferencia de comportamiento sea casual, pudiendo identificarse un hecho diferencial claro entre el comportamiento de ambos tipos de entidades. Sólo las de carácter social mantienen el compromiso con el proyecto socio-económico de Eroski, mientras que las entidades mercantiles venden su deuda a terceros, desvinculándose del proyecto e, incluso, poniendo en serias dificultades la continuidad de la empre-

sa. Hay que señalar que el proceso de deslizamiento entre los estadios es difícilmente bidireccional, ya que, si se ha llegado a unas pérdidas superiores al 50% en el proceso de recuperación, es difícil que se pueda recuperar en el breve plazo un estado relacional, incluso aunque los datos actuales de la entidad lo posibilitaran.

4.3. Impacto del proceso de financiación en la sostenibilidad empresarial

Las implicaciones de esta venta trascienden el mero cambio en la titularidad de la deuda, abriendo una posibilidad crucial: si en julio de 2024, fecha estipulada para la amortización, Eroski no lograra cumplir con sus obligaciones, los nuevos acreedores podrían optar por ejecutar las garantías otorgadas e, incluso y al amparo de la legislación vigente, plantear un proceso de capitalización total o parcial de la deuda (ver CELSA¹²), lo que les permitiría vender activos o reestructurar la empresa conforme a sus propios intereses, sin considerar los de los demás grupos de interés (*stakeholders*). Este escenario representa un claro ejemplo de lo que podría considerarse un paradigma de finanzas no sostenibles, donde la búsqueda de rentabilidad a corto plazo prima sobre los principios de sostenibilidad y equilibrio entre las partes interesadas.

Como ya se ha comentado, entre 2020 y 2021 la banca española vendió a fondos internacionales deuda de Eroski por más de mil millones de euros. Se estima que la venta de la deuda por parte de las entidades bancarias a los fondos de inversión no superó el 50% del valor nominal de la deuda, y que en algunos casos se acercó al 25%; por lo que, de haber aceptado una quita de este porcentaje en el importe del principal. Por lo tanto, si las entidades bancarias hubieran aceptado una quita de este porcentaje en el importe del principal adeudado, los pagos realizados por Eroski hasta la fecha habrían sido suficientes para cancelar la totalidad de su deuda. Curiosamente, desde una perspectiva económica, que no financiera, la venta de la deuda a los fondos de inversión ha supuesto una pérdida a los bancos que la han realizado, generando únicamente beneficio a los propios fondos. Quizás se pueda entender mejor si tenemos en cuenta que con la venta (el % de recuperación se ingresa como beneficio) se aumentan las posibilidades de financiar a clientes en Stage 1, mientras que con la quita mantengo un activo sin rendimiento (*underperforming*).

Esta situación tan problemática para la continuidad de Eroski le ha obligado a la venta de activos que sin ser estratégicos para el negocio en el País Vasco y Navarra (zona *core*), eran significativos en otras comunidades autónomas, y a tener que abordar de urgencia una quinta refinanciación. Esta refinanciación se

¹² https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/caso-celsa-reestructuracion-empresa-familiar-cuando-veas-barbas-tu-vecino-cortar;
<https://www.cuatrecasas.com/es/spain/reestructuraciones-e-insolvencias/art/homologacion-plan-reestructuracion-celsa>

ha realizado a través de la emisión de 500 millones¹³ de bonos seniors a un interés del 10,6% y de un nuevo crédito sindicado de 112,8 millones en el que sólo han participado entidades financieras de carácter social: Kutxabank y Laboral Kutxa, y públicas: ICO y Sareb.

5. LECCIONES APRENDIDAS Y RESULTADOS

5.1. Factores diferenciales en las entidades financieras sociales

En el análisis previo del proceso de financiación se ha constatado un comportamiento diferencial entre la banca de capital y la banca social. Las entidades enmarcadas en la banca social han tenido un comportamiento orientado en mayor medida a la sostenibilidad, al menos en relación con los parámetros identificados en el análisis realizado en el marco teórico del presente artículo.

En relación con los seis principios planteados en la NNF, se puede observar una función social significativa que abarca diversos aspectos: el mantenimiento de puestos de trabajo, el impacto positivo en proveedores locales, el pago de impuestos, la prestación de servicios a los clientes y la transferencia de la cultura cooperativa, al menos en un entorno local. Estos elementos subrayan el compromiso de ciertas instituciones con su comunidad y el bienestar social, evidenciando un propósito que va más allá del mero beneficio económico. Sin embargo, el análisis de los efectos sociales positivos asociados a la venta de deuda a terceros revela un grado considerable de complejidad, especialmente cuando se considera el riesgo que dicha venta implica para la sostenibilidad de la empresa. Esta práctica se aleja del propósito inicial, complicando la valoración del impacto social positivo, ya que involucra a actores externos cuyo compromiso con la sostenibilidad puede ser cuestionable.

Los principios 2 y 3 de la NNF (interconexión y cooperación) pueden interpretarse como elementos que fortalecen las relaciones entre los actores involucrados. En el contexto de la banca social, estas relaciones se mantienen sólidas, permitiendo un entendimiento y cooperación mutuos. Sin embargo, en el ámbito de la banca capitalista estas conexiones se debilitan o desaparecen, particularmente cuando la deuda se vende a un tercero desconocido, ajeno al proceso de financiación de Eroski. Esta externalización de la deuda parece evidenciar un intento deliberado por parte de las entidades bancarias capitalistas de desvincularse de las relaciones directas, evitando así la responsabilidad ante posibles consecuencias negativas derivadas de la potencial insostenibilidad de Eroski. La venta de deuda a terceros, en este sentido, rompe la colaboración y genera una

¹³ En realidad, dos emisiones simultáneas, una de 11.223 y otra de 488.777. La emisión es única, pero cotiza con dos ISIN distintos en función de la normativa a la que se acojan los inversores.

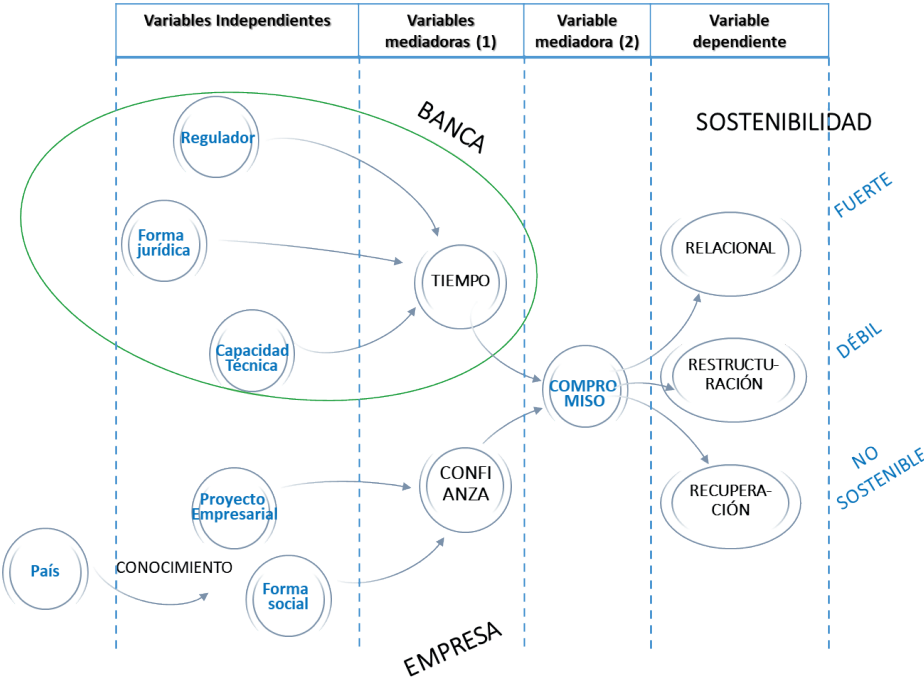
falta de alineación de intereses entre las partes, afectando la confianza y el compromiso.

El cuarto principio de la NNF, que subraya la generación de valor compartido, también se ve comprometido en este proceso. La venta de deuda obstaculiza la creación de este valor, impactando negativamente tanto a Eroski como a las entidades bancarias involucradas. En un marco de finanzas sostenibles, la continuidad de la relación colaborativa habría permitido un retorno más favorable de la inversión a medio plazo, generando beneficios tanto para la empresa como para las entidades bancarias. Este desequilibrio afecta igualmente al principio quinto, relacionado con la distribución justa del valor. Al optar por la venta de la deuda, las entidades bancarias renuncian a una oportunidad de co-crear valor y asegurar un retorno sostenible, lo que contraviene el espíritu de las finanzas éticas y sostenibles.

Finalmente, el principio sexto, que reconoce la importancia de las emociones y las relaciones personales en los negocios, también merece consideración. Eroski ha manifestado su sentimiento de abandono por parte de las entidades bancarias capitalistas, aunque no de traición, ya que comprenden las reglas del mercado. Sin embargo, la percepción de desamparo contrasta con el apoyo sostenido por parte de las entidades de carácter social, que han continuado respaldando a la empresa en su búsqueda de sostenibilidad. Esto refuerza la idea de que la banca social, a diferencia de la capitalista, sigue comprometida con los valores de cooperación y apoyo mutuo, aspectos clave en un entorno económico que busca ser sostenible y ético. Ambos tipos de comportamiento ponen de relieve formas diferentes de abordar la sostenibilidad; el análisis del caso de Eroski parece mostrar cómo los bancos de capital anteponen sus resultados a los intereses de su cliente y del entorno (económico, social, político...), mientras que los sociales han sido capaces de encontrar una solución que ayude a la sostenibilidad de Eroski, posiblemente sin que a ellos les llegue a suponer un perjuicio significativo.

En este punto, el análisis nos lleva, aunque de manera exploratoria, a profundizar en las causas que explican el comportamiento diferencial observado, donde únicamente la banca social ha demostrado un compromiso genuino con una práctica financiera sostenible. Tras un examen exhaustivo del caso y el diálogo con algunos de los principales actores involucrados, se pueden identificar cuatro factores clave que explican estas diferencias. Uno de ellos está relacionado directamente con la empresa, al que denominaremos 1) Perspectiva país. Los otros tres factores se refieren a las propias entidades financieras: 2) las exigencias regulatorias impuestas por el Banco Central Europeo, 3) los diferentes modelos de gobernanza, diferenciando entre el enfoque capitalista y el social, y 4) las capacidades técnicas divergentes, en términos de solvencia y coste de oportunidad. Estas causas se reflejan de manera detallada en la Figura nº 6.

Figura nº 6. RELACIONES CAUSALES IMPLICADAS EN LA SOSTENIBILIDAD DE LOS PROCESOS DE FINANCIACIÓN



Fuente: elaboración propia.

La primera diferencia relaciona la implicación de la entidad con el entorno geográfico; los bancos capitalistas implicados tienen un foco territorial ajeno a la centralidad geográfica de Eroski. En el caso del Santander y BBVA, su foco es claramente mundial; y en el caso de Caixabank, Bankia y Sabadell, lo es, al menos nacional, sin una vinculación específica al País Vasco, sede de Eroski y de la Corporación Mondragón en la que participa. Por el contrario, tanto Kutxabank como Laboral Kutxa tienen su centralidad en el País Vasco. Hasta qué punto esto puede ser un elemento decisivo en el comportamiento diferencial puede ser cuestión de estudio, pero lo cierto es que ambas entidades mantienen de forma explícita posiciones en empresas estratégicas del País Vasco. No parece casual que en la web de Kutxabank¹⁴ se haga referencia textual al «principal promotor del ecosistema financiero de nuestros entornos naturales (una clara paráfrasis de País Vasco). Estamos comprometidos con el entorno»; y que Laboral Kutxa¹⁵ manifieste como actuación prio-

¹⁴ www.kutxabank.eus (disponible, 24 de octubre de 2024)

¹⁵ www.laboralkutxa.com (disponible, 24 de octubre de 2024)

ritaria «apoyar la creación de empleo y riqueza en nuestro entorno» (otra paráfrasis), destacando aspectos tan concretos como «desarrollo de la riqueza cooperativa», «proyectos empresariales arraigados en nuestras comunidades», «implicación en los entornos en los que estamos presentes» o «cultura vasca y el euskera».

El concepto de «compromiso país» no debe entenderse como un simple deseo voluntarista de apoyar las actividades económicas de un territorio en particular. En el caso de Eroski, este compromiso implica un conocimiento profundo tanto de su realidad empresarial actual y futura como de lo que significa ser una cooperativa como forma jurídica. Este entendimiento más amplio se traduce, en este caso concreto, en un mayor compromiso con el proyecto social y empresarial de Eroski. Este compromiso permitió que los bancos sociales mantuvieran su relación con el proyecto en el ámbito relacional, mientras que los bancos capitalistas optaron por una reestructuración clásica, y, al no ser viable, lo trasladaron a una etapa de recuperación.

Es importante señalar que este enfoque no implica una valoración acrítica. Un ejemplo de ello es que, en su momento, las mismas instituciones no vieron viable la continuidad de FAGOR Electrodomésticos, que también formaba parte del grupo Mondragón. A partir de este análisis, podemos concluir que el «compromiso país», a través de la variable independiente del conocimiento, se convierte en una variable intermedia clave. Esta variable incluye tanto el entendimiento del presente y futuro del proyecto empresarial como la comprensión de su forma jurídica diferencial en el contexto cooperativo.

Pero en un sector tan regulado como el bancario no podemos olvidar que los estándares propuestos por el regulador determinan la eficacia y eficiencia de las entidades bancarias. En este sentido, hay que tener en cuenta que entre 2012 y 2014 las autoridades europeas, en el marco del proceso del MoU (memorando de entendimiento) de rescate del sistema financiero español, fueron sometidas a los denominados AQR (Asset Quality Reviews). En este proceso, el riesgo en Eroski, aunque estaba al corriente de pago, se consideró dudoso subjetivo para todas las entidades españolas. Es decir, el papel del regulador ante la crisis financiera propiciada por la crisis económica previa lleva a modificar las condiciones sobre la comprensión de viabilidad de las empresas; lo que en el caso de Eroski tuvo un fuerte impacto en relación con la credibilidad de su deuda. En este momento se plantea por parte de los acreedores el tránsito del estadio relacional al de reconversión. Para ello, las entidades financieras españolas y el Ministerio de Economía trabajaron el conocido como proyecto Fénix, que pretendía ayudar a salvar empresas viables pero sobre endeudadas, como era Eroski. En el caso de Eroski, la reestructuración incluía determinados condicionantes que, en el supuesto de que se cumplieran los hitos de la refinanciación, podían llevar a la quita de una parte de la operación. Esto llevó a considerar una parte de la deuda «viable» y otra «no viable». La parte de deuda viable se permitió reclasificar a «normal», mientras que la deuda no viable siguió en dudoso o falli-

do. Por tanto, parte de la deuda de Eroski siguió considerándose como dudosa en un momento en que la mayoría de los bancos españoles estaban bajo vigilancia del BCE por tener altos niveles de dudosidad.

Adicionalmente, a partir de 2018-2019 surge una nueva definición de dudoso prudencial (EBA) que implica que, si un cliente tiene una exposición en dudoso, todo el cliente es dudoso (en normativa contable española existía el concepto de arrastre, pero precisamente el proyecto Fénix permitía tener parte de la deuda en dudoso (no sostenible) y parte en normal (sostenible). El ECB, en su propósito por reducir los niveles de dudosidad de la banca, incluyó en sus cartas SREP la obligación de dotar al 100% los dudosos con cierta antigüedad. Esto llevaba a que las entidades bajo supervisión del ECB tuvieran que dotar contra pérdidas y ganancias (PyG) o contra capital el 100% de la deuda de Eroski. En este contexto y ante la complejidad de reestructurar una entidad cooperativa, los bancos estaban incentivados a salir de Eroski, de una parte, porque empeoraba los ratios de morosidad, lo cual de cara a la información bursátil no resulta atractivo; pero, sobre todo, porque el impacto contable/supervisor llevaba a tener que dotar al 100% el riesgo, lo que suponía un evidente coste de oportunidad que de rebote afectaba a los ratios de eficiencia. En este contexto la mayoría de los bancos vendieron su deuda en Eroski con pérdidas entre el 75% y el 50% de su valor contable. Que, no obstante, desde una perspectiva financiera tenía efectos positivos tanto en el capital como en el resultado del PyG y los ratios de morosidad y eficiencia en el momento de la venta, es decir, a corto plazo.

La tercera causa identificada podría estar en la diferente gobernanza que tienen las entidades bancarias de capital y las entidades sociales. En el primer tipo, el consejo de administración se encuentra representado únicamente por inversores o personas elegidas por los inversores, lo que pudiera llevar a una perspectiva sesgada hacia los intereses de este colectivo; en el caso de Kutxabank, la gobernanza recae en tres fundaciones sociales, en el caso de Laboral Kutxa en las cooperativas asociadas, personas socias de trabajo y socias colaboradores y clientes y en el caso del ICO y el Sareb en el propio Estado. De esta diferencia de perspectivas pudieran desprenderse intereses diferentes en los casos en los que se pudieran dar contradicciones entre el interés financiero y el social, quizás agravado por el hecho de que las entidades bancarias de capital cotizan en bolsa y están obligadas a presentar resultados trimestrales (impacto a corto) que afectan a su propia valoración.

Como cuarta causa se podría identificar la diferente capacidad técnica de las diferentes entidades. No es casualidad que la primera entidad en vender la deuda a un fondo de inversión fuera el Banco Sabadell, entidad que contaba con el menor ratio de solvencia de las entidades participantes en el préstamo sindicado; siendo seguida por aquellas que mayor coste de oportunidad les suponía en función de su propia eficiencia; tanto Kutxabank como Laboral Kutxa contaban con unos ratios de solvencia que, por una parte les permitían provisionar la deuda y, por otra, podían

compensar el coste de oportunidad a corto de una buena venta con el resultado a largo del retorno del propio préstamo. Es decir, diferentes estructuras financieras de las propias entidades bancarias son responsables de la mayor o menor necesidad de renunciar a una sostenibilidad fuerte; asimismo, una menor eficiencia propia en la utilización de sus recursos parece relacionada con una mayor sostenibilidad, planteando la cuestión de hasta qué punto existe un *trade off* entre eficiencia financiera y sostenibilidad.

5.2. Relevancia para el sector y la academia

El caso analizado, más allá de algunas lecciones anecdóticas sobre el riesgo y el valor razonable en tiempos de auge económico, permite profundizar en factores clave que tanto empresas, entidades financiadoras, el regulador, como las administraciones deben considerar, ya sea en términos regulatorios o de incentivos.

Para las empresas financiadas, es crucial reconocer la facilidad con la que se puede pasar de un estadio relacional a uno de recuperación, dependiendo del tipo de entidad y su trayectoria previa. Este aspecto, en caso de materializarse algún riesgo, puede tener un impacto mucho mayor en la sostenibilidad de la empresa que una simple reducción en el coste de financiación. Como se ha observado, las entidades con una proximidad geográfica y menor presión, tanto por parte de los inversores como a nivel técnico, pueden ofrecer una opción de financiación más favorable y sostenible.

Por parte de las entidades financieras, es esencial comprender que el avance entre estos estadios representa un claro fracaso en términos de sostenibilidad financiera. Deberían, por tanto, establecer las máximas restricciones para que dicho progreso ocurra, e incluso introducir mecanismos que permitan revertir el proceso. Esto resulta actualmente difícil debido a los cambios progresivos en los equipos de decisión, lo que complica cualquier marcha atrás.

El regulador, sin duda, debe plantearse si es justificable cerrar empresas económicamente viables, con el consecuente impacto social, para reducir un riesgo estadístico en el sistema bancario. Un análisis adecuado de costo-beneficio probablemente mostraría que el regulador debería esforzarse más por dinamizar la economía, en lugar de centrarse exclusivamente en garantizar la viabilidad de las entidades financieras, que, al fin y al cabo, son un medio para facilitar la creación de valor por parte de los agentes económicos. Además, en el balance entre solvencia y eficiencia, es fundamental que el regulador priorice la solvencia alineada con la sostenibilidad a largo plazo, en lugar de una eficiencia que a menudo lleva a decisiones contrarias.

Finalmente, las autoridades estatales y autonómicas, en el marco de sus competencias, podrían promover el «compromiso país» a través de una relación más cercana y un mejor conocimiento entre la banca y las empresas locales. El diálogo con

el regulador a través de instituciones comunitarias también parece una opción viable a largo plazo. De igual manera, el fomento de una banca social comprometida con el entorno y financieramente sólida podría ser una vía importante para apoyar la sostenibilidad financiera en los territorios locales, reforzando el papel de las administraciones en este ámbito.

Por parte de la academia resulta un buen caso para comprender y transmitir la diferencia entre beneficios, valor financiero, valor económico y valor social; asimismo permite visualizar y, por tanto, analizar las diferencias entre distintos modelos bancarios, y la relación que puede tener con la sostenibilidad financiera. Complementariamente, puede utilizarse en el marco docente a través del análisis de casos. En relación con las líneas de investigación, permite profundizar en el análisis de la interrelación causal entre las variables intervinientes, generando un campo interesante de investigación.

6. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Se puede concluir que todas las entidades financieras no contribuyen de la misma manera a la sostenibilidad, ya que la forma jurídica y la situación financiera de cada entidad desempeña un papel clave en la consolidación de una sostenibilidad financiera robusta. Las cooperativas y las entidades de economía social, por ejemplo, tienden a priorizar el bienestar colectivo y la creación de valor social, lo que puede traducirse en un enfoque más inclusivo y comprometido hacia la sostenibilidad. Por otro lado, las estructuras corporativas orientadas a los accionistas pueden enfrentar mayores desafíos para equilibrar sus objetivos de rentabilidad con prácticas sostenibles.

Además, el factor país, entendido como el conocimiento y comprensión del entorno real en el que operan las empresas, también influye en la forma en que éstas abordan la sostenibilidad. Cada contexto socioeconómico y cultural presenta oportunidades y desafíos específicos, por lo que las entidades financieras que demuestran una mayor capacidad para adaptarse a las necesidades locales y comprender los matices del entorno tienden a contribuir de manera más efectiva a la sostenibilidad a largo plazo.

Por último, el papel del regulador resulta crucial. De lo cual se desprende la necesidad de que amplíen su perspectiva, adoptando un enfoque económico más amplio que el meramente centrado en las entidades bancarias. Complementariamente, sería interesante que se orientaran hacia un propósito más integral, enfocado en la creación de valor y en la mejora de la distribución de ese valor dentro del entorno social al que están vinculados. Esto implica promover regulaciones que incentiven modelos financieros sostenibles, teniendo en consideración no solo la estabilidad financiera, sino también el impacto social y la sostenibilidad medioambiental de las entidades. Al

ampliar esta perspectiva, los reguladores pueden fomentar un sistema financiero más inclusivo y resiliente, que esté en sintonía con las necesidades y aspiraciones del entorno económico, en particular, y de la sociedad que lo soporta, en general.

Este estudio presenta varias limitaciones. En primer lugar, el análisis se basa en un caso específico, lo que restringe la generalización de los hallazgos a otros sectores o contextos. Las dinámicas observadas entre las entidades financieras sociales y capitalistas pueden variar dependiendo del entorno normativo y regional. Además, el uso de datos cualitativos obtenidos a partir de entrevistas introduce subjetividad, lo que podría sesgar las conclusiones. Por otro lado, los datos disponibles sobre los procesos internos de toma de decisiones en las entidades financieras de capital, especialmente en la venta de deuda, son limitados, lo que dificulta una comprensión más completa del fenómeno.

A partir de estas limitaciones, se sugieren varias líneas de investigación futura. En primer lugar, sería útil replicar este análisis en distintos sectores y geografías para comprobar la validez de las conclusiones. Además, un estudio cuantitativo sobre el impacto de la venta de deuda en el crecimiento y el empleo podría ofrecer una visión más precisa de sus efectos. También sería valioso profundizar en el rol del regulador, analizando políticas que equilibren el riesgo sistémico y la sostenibilidad empresarial. Finalmente, desarrollar modelos teóricos que integren factores cualitativos y cuantitativos permitiría una mejor toma de decisiones en el ámbito financiero y empresarial.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRUDAN, L.C.; MATEI, M.C.; ABRUDAN, M.M. (2021): "Towards Sustainable Finance: Conceptualizing Future Generations as Stakeholders", *Sustainability*, 13(24): 13717.
- AHLSTRÖM, H.; MONCIARDINI, D. (2021): "The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms", *Journal of Business Ethics*: 1-20.
- ALCAÑIZ, L.; AGUADO, R.; RETOLAZA, J.L. (2020): "New Business Models: Beyond the Shareholder Approach", *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(01): 48-64.
- BUSCH, T.; BAUER, R.; ORLITZKY, M. (2016): "Sustainable Development and Financial Markets", *Business & Society*, 55(3): 303-329.
- CREMASCO, C.; BONI, L. (2022): "Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) Effective in Shaping Sustainability Objectives? An Analysis of Investment Funds' Behaviour", *Journal of Sustainable Finance & Investment*: 1-19.
- CUNHA, F.A.F.D.S.; MEIRA, E.; ORSATO, R.J. (2021): "Sustainable Finance and Investment: Review and Research Agenda", *Business Strategy and the Environment*, 30(8): 3821-3838.
- EUROPEAN COMMISSION (2024): "Regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities, and amending regulations (EU) 2019/2088 and (EU) 2023/2859. Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-43-2024-INIT/en/pdf>
- DAUGAARD, D. (2020): "Emerging New Themes in Environmental, Social and Governance Investing: A Systematic Literature Review", *Accounting and Finance*, 60(2): 1501-1530.
- DIMMELMEIER, A. (2023): "Sustainable Finance as a Contested Concept: Tracing the Evolution of Five Frames Between 1998 and 2018", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(4): 1600-1623.
- EDERY, Y. (2006): "Ethical Developments in Finance: Implications for Charities and Social Enterprise", *Social Enterprise Journal*, 2(1): 82-100.
- EHLERS, T.; GAO, D.; PACKER, F. (2021): "A Taxonomy of Sustainable Finance Taxonomies", *BIS Papers*, (118).
- EISENHARDT, K.M. (1989): "Building theories from case study research", *Academy of Management Review*, 14(4): 532-550.
- ELKINGTON, J. (1997): *Cannibals with Forks. The Triple Bottom Line of 21st Century*. Captone Publishing Ltd.
- FATEMI, A.M.; FOOLADI, I.J. (2013): "Sustainable Finance: A New Paradigm", *Global Finance Journal*, 24(2): 101-113.
- FILIPPINI, M.; LEIPPOLD, M.; WEKHOF, T. (2024): "Sustainable Finance Literacy and the Determinants of Sustainable Investing", *Journal of Banking & Finance*, 163: 107167.
- FREEMAN, R. E., MARTIN, K., & PARMAR, B. (2007): "Stakeholder capitalism", *Journal of Business Ethics*, 74, 303-314.
- FREEMAN, E., RETOLAZA, J. L., & SAN JOSÉ, L. (2020): "Stakeholder Accounting: hacia un modelo ampliado de contabilidad", *CIRIEC-España, Revista De Economía Pública, Social Y Cooperativa*, (100), 89-114.
- FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. (2015): "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4): 210-233.
- FULLWILER, S. (2015): "Sustainable Finance: Building a More General Theory of Finance". In *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance*, ed. O. Weber and S. Remer, 17-34. Routledge.
- KUMAR, S.; SHARMA, D.; RAO, S.; LIM, W.M.; MANGLA, S.K. (2022): "Past, Present, and Future of Sustainable Finance: Insights from Big Data Analytics through Machine Learning of Scholarly Research", *Annals of Operations Research*: 1-44.
- GEORGE, A.L.; BENNETT, A. (2005): *Case studies and theory development in the Social Sciences*. MIT Press, April 2005, Cambridge, Massachusetts
- LAGOARDE-SEGOT, T. (2019): "Sustainable Finance: A Critical Realist Perspective", *Research in International Business and Finance*, 47: 1-9.

- LANDRUM, N.E. (2018): "Stages of Corporate Sustainability: Integrating the Strong Sustainability Worldview", *Organization & Environment*, 31(4): 287-313.
- LIANG, H.; RENNEBOOG, L. (2020): "Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature", *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (701).
- OECD (2020): *Developing Sustainable Finance Definitions and Taxonomies, Green Finance and Investment*. Paris: OECD Publishing.
- PONCE-LOZANO, P.J.; SAN-JOSE, L.; RETOLAZA, J.L. (2024): "Moncloa University HLA Hospital: the Health Cooperative Contributing to Generating Value for Stakeholders", *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*, 1, 1-15.
- PETTIGREW, A.M. (1990): "Longitudinal field research on change. Theory and practice", *Organization science*, 1(3), 267-292.
- POYSER, A.; DAUGAARD, D. (2023): "Indigenous Sustainable Finance as a Research Field: A Systematic Literature Review on Indigenising ESG, Sustainability and Indigenous Community Practices", *Accounting & Finance*, 63(1): 47-76.
- PURNOMO, A.; SARI, A.K.; SUSANTI, T.; MANNAN, S.S.A.; LUMENTUT, T.M.B.A. (2021): "Sustainable Finance Study of Bibliometric Overview". In *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 729(1): 012124. IOP Publishing.
- SACHS, S.; RÜHLI, E. (2011): *Stakeholders Matter: A New Paradigm for Strategy in Society*. Cambridge University Press.
- SAN-JOSE, L.; RETOLAZA, J.L.; FREEMAN, R.E. (2017): "Stakeholder Engagement at Extnobe: A Case Study of the New Story of Business". In *Stakeholder Engagement: Clinical Research Cases*, ed. D. Harrison, 285-310. Springer, Cham.
- SCHOENMAKER, D.; SCHRAMADE, W. (2019): *Principles of Sustainable Finance*. Oxford University Press.
- SCHÜTZE, F.; STEDE, J. (2024): "The EU Sustainable Finance Taxonomy and its Contribution to limate Neutrality", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(1): 128-160.
- SINGHANIA, M.; CHADHA, G.; PRASAD, R. (2023): "Sustainable Finance Research: Review and Agenda", *International Journal of Finance & Economics*: 1-33.
- SOPPE, A. (2004): "Sustainable Corporate Finance", *Journal of Business Ethics*, 53(1): 213-224.
- STAKE, R.E. (1994): "Case Studies", *Handbook of Qualitative Research*, Sage Publications, Thousand Oaks, CA., pp. 236-247.
- STRANDBERG, C. (2005): *Best Practices in Sustainable Finance*. Strandberg Consulting. Available at <https://base.socioeco.org/docs/sustainable-finance-best-practices.pdf> (accessed September 6, 2024).
- STRAUSS, N. (2021): "Framing Sustainable Finance: A Critical Analysis of Op-Eds in the Financial Times", *International Journal of Business Communication*, 60(4): 1427-1440.
- STREIMIKIENE, D.; MIKAUSKIENE, A.; BURBAITE, G. (2023): "The Role of Sustainable Finance in Achieving Sustainable Development Goals", *Economics & Sociology*, 16(1): 256-283.
- THOMAS, G. (2011). "A typology for the case study in social science following a review of definition, discourse, and structure", *Qualitative Inquiry*, 17(6), 511-521.
- VILLARREAL, O.; LANDETA, J. (2010): «El estudio de casos como metodología de investigación científica en dirección y economía de la empresa: una aplicación a la internacionalización», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE)*, 16(3), 31-52.
- WADDOCK, S. (2018): "Beyond CSR to System Change: Creating a New Socio-Economic Narrative". In *Corporate Social Responsibility*, ed. A. McWilliams, D. Siegel, and P. Wright, 377-401. Emerald Publishing Limited.
- WEBER, O.; REMER, S. (2011): *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*. Routledge.
- YIN, R. K. (1993). *APPLICATIONS OF CASE STUDY RESEARCH*. Sage Publications, London.
- ZIOLO, M.; BAK, I.; CHEBA, K. (2020): "The Role of Sustainable Finance in Achieving Sustainable Development Goals: Does it Work?", *Technological and Economic Development of Economy*, 27(1): 45-70.

ANEXO

Anexo nº 1. REVISIÓN DE LAS DEFINICIONES DE FINANZAS SOSTENIBLES EN LA LITERATURA ACADÉMICA

DEFINICIÓN DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES	CLASIFICACIÓN	AUTOR
En cambio, las finanzas sostenibles reconocen tanto una mayor gama de valores potenciales, incluidos el retorno financiero, la aversión al riesgo, el altruismo para las generaciones actuales y futuras, y la preocupación por la resiliencia ecológica, como un mayor conjunto potencial de retornos o pérdidas, tanto financieras como de otro tipo.	Economía Circular y Externalidades	Fullwiler, 2015: 2
Las finanzas sostenibles introducen una relación circular entre ahorradores, empresarios e inversores, enfatizando la integración de factores sociales y ambientales (externalidades) en los procesos financieros. Este enfoque pretende internalizar estas externalidades, lo que significa que las decisiones financieras ahora tienen en cuenta el impacto más amplio en la sociedad y el medio ambiente.	Economía Circular y Externalidades	Lagoarde-Segot, 2019: 2
Las finanzas sostenibles analizan cómo las finanzas (inversiones y préstamos) interactúan con cuestiones económicas, sociales y ambientales.	ESG	Schoenmaker & Schramade (2019)
Según la Comisión Europea, las finanzas sostenibles se refieren a tener en cuenta consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) al tomar decisiones de inversión. En el sector financiero, los criterios ESG conducen a inversiones a más largo plazo en actividades y proyectos económicos sostenibles.	ESG	https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance
Es el acrónimo ESG (Ambiental, Social y de Gobernanza) como un sustituto para las Finanzas Sostenibles.	ESG	Filippini et al., 2024: 14
Las prácticas financieras que incorporan aspectos ESG en sus procesos de toma de decisiones suelen identificarse con el término finanzas sostenibles.	ESG	Cremasco & Boni, 2022: 3
Revisando la literatura principal sobre finanzas sostenibles, según lo delimitado por Daugaard (2020), y tratando de definir ISF en relación con este cuerpo de trabajo, que están en relación con el acrónimo ESG.	ESG	Poyser & Daugaard, 2023

.../...

DEFINICIÓN DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES	CLASIFICACIÓN	AUTOR
La inversión sostenible aborda los desafíos a largo plazo relacionados con el desarrollo sostenible, que incluyen aspectos sociales, ambientales y económicos.	ESG	Busch <i>et al.</i> (2016)
Las finanzas sostenibles son la gestión de recursos financieros e inversiones con el objetivo de promover impactos sociales y ambientales duraderos, positivos y medibles.	ESG	Cunha <i>et al.</i> , 2021: 3826
El enfoque actual predominante de las finanzas sostenibles es la inversión ESG, que interpreta la sostenibilidad como un medio para mitigar los riesgos potenciales derivados de cuestiones sociales y ambientales que pueden afectar negativamente el desempeño financiero.	ESG	Friede <i>et al.</i> (2015)
Las finanzas sostenibles están relacionadas con la inversión en factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) y evidencian la existencia de cinco elementos: el elemento humano, el cambio climático, los flujos de fondos, la renta fija y el auge de los actores no occidentales.	ESG	Daugaard, D. (2020)
Así, durante el período 2009-2019, las llamadas finanzas sostenibles han llegado a desempeñar un papel clave en la movilización del capital necesario para cumplir con los objetivos de política de sostenibilidad cruciales de la UE.	ESG	Ahlström & Monciardini (2022): 193
Se enfocan en la perspectiva de los inversores de las finanzas sostenibles y se concentran en la financiación verde (la financiación de proyectos de inversión ambientalmente amigables mediante bonos verdes) y en cómo fomentar la descarbonización económica, ya que el cambio climático afecta a los mercados financieros y al comportamiento de los inversores.	Financiación medioambiental	Liang & Renneboog, 2020
«Las finanzas sostenibles pueden abordar el cambio climático» y cierra su artículo de opinión presentando las finanzas sostenibles como «la respuesta» al cambio climático.	Financiación medioambiental	Strauß (2021): 1432
Las finanzas sostenibles reflejan las dimensiones del desarrollo sostenible y son un medio que se puede utilizar para la implementación de los objetivos de desarrollo sostenible.	ODS	Fatemi & Fooladi, 2013: 280
El modelo de finanzas sostenibles juega un papel fundamental en la implementación de los ODS.	ODS	Ziolo <i>et al.</i> , 2020:
Es imposible financiar los ODS sin los recursos. Las finanzas sostenibles son uno de los medios para lograr este propósito; es un tipo de inversión que abarca aspectos económicos, sociales y ambientales.	ODS	Streimikiene <i>et al.</i> 2023: 272

.../...

DEFINICIÓN DE LAS FINANZAS SOSTENIBLES	CLASIFICA- CIÓN	AUTOR
Las finanzas sostenibles han surgido como un concepto importante en la intersección de las finanzas y los ODS. En este sentido, proponemos que las finanzas sostenibles deben abarcar todas las actividades y factores que harían que las finanzas sean sostenibles y contribuyan a la sostenibilidad, una definición que opinamos complementa los múltiples objetivos de diferentes partes interesadas, como los ESG de la Comisión Europea y los ODS de las Naciones Unidas.	ODS	Kumar et al., 2022
Clasificar en 6 tipos de finanzas sostenibles: ambiental, verde, social, carbono, clima y ODS.	OTROS	Singhanian et al., 2022
Las finanzas sostenibles se definen como la integración de cuatro criterios en comparación con las finanzas tradicionales y conductuales: la identidad y los objetivos de una empresa, la naturaleza humana asumida de los actores económicos, el paradigma de propiedad y el enfoque metodológico de las finanzas, y el marco ético desde una perspectiva ética empresarial.	OTROS	Soppe, 2004: 214
Las taxonomías de finanzas sostenibles pueden desempeñar un papel importante en la ampliación de las finanzas sostenibles y, a su vez, en el apoyo a la consecución de objetivos de alto nivel, como el Acuerdo de París y los objetivos de desarrollo sostenible de la ONU. Una taxonomía para las finanzas sostenibles es un conjunto de criterios que pueden formar la base para evaluar si un activo financiero puede apoyar determinados objetivos de sostenibilidad y en qué medida. Su propósito es proporcionar una señal fuerte a los inversores y otros interesados, y ayudar en su toma de decisiones, identificando el tipo de información que los inversores necesitan para evaluar los beneficios de sostenibilidad de un activo y clasificar un activo según su apoyo a determinados objetivos de sostenibilidad.	TAXONOMIA	Ehlers et al., BIS, 2021: 3
Las finanzas sostenibles pueden describirse como «una política financiera que se esfuerza por la medición del desempeño de la triple línea de base con actores humanos que optan por maximizar las funciones de preferencia multidimensional».	Triple Botton Line	Elkington (1997)