

DESDE EL INFORME DRAGHI HASTA EL BALANCE GENERAL

CONVERSIÓN DE LOS INFORMES DE SOSTENIBILIDAD EN PALANCA DE FINANCIACIÓN PARA EL SECTOR CERÁMICO DE CASTELLÓN

Max Sattonnay

OMNIVERSED, España

RESUMEN

Este artículo aplica al clúster cerámico de Castellón el diagnóstico central del Informe Draghi, según el cual la dificultad de Europa no radica en la escasez de capital privado, sino en su mala asignación, que lo aleja de la industria productiva y alineada con la transición. Su argumento es que los recientes cambios normativos no han eliminado la relevancia financiera de los datos de sostenibilidad, sino que la han reubicado. La reforma «Omnibus» ha eximido a casi todas las pymes cerámicas de la obligación de informar conforme a la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD) (*Corporate Sustainability Reporting Directive*); sin embargo, las normas bancarias prudenciales exigen ahora a las entidades crediticias que incorporen el riesgo Ambiental, Social y de Gobierno corporativo (ESG) (*Environmental, Social, and Governance*) al coste del crédito, y la política de la UE en materia de carbono sigue endureciendo la base de costes del sector sin ofrecerle protección en las fronteras. Por lo tanto, una buena puntuación ESG supone un descuento cuantificable en el coste del capital y una protección de los ingresos a lo largo de toda la cadena de valor. Utilizando la Norma de información voluntaria sobre sostenibilidad para pymes como lenguaje común entre una empresa y su banco, el artículo cuantifica esa diferencia, expone las pruebas de mercado y académicas que la respaldan, y propone un marco basado en la gobernanza a través del cual un CEO puede convertir el rendimiento en materia de sostenibilidad en una ventaja financiera. Al hacerlo, muestra como una empresa concreta lleva a cabo, a pequeña escala, la reasignación de capital que Draghi insta a realizar a escala continental.

1. EL DIAGNÓSTICO DE DRAGHI: EUROPA NECESITA CAPITAL, NO SUBVENCIONES

En septiembre de 2024, Mario Draghi presentó ante la Comisión Europea un análisis inusualmente franco: Europa se ha quedado rezagada. Para reducir la brecha en materia de innovación, llevar a cabo una descarbonización competitiva y reducir las dependencias estratégicas, se necesitará una inversión adicional de alrededor del 5% del PIB de la UE, lo que supone un mínimo de entre 750 000 y 800 000 millones al año. Ningún presupuesto público puede hacer frente a una cifra de tal magnitud. Por lo tanto, la cuestión central del informe no es cuánto se necesita, sino de dónde provendrá ese dinero.

La respuesta de Draghi resulta incómoda para cualquiera que espere recibir ayudas: el dinero existe, pero está mal distribuido. Los hogares europeos ahorraron más en 2022 que sus homólogos de Estados Unidos; sin embargo, las acciones cotizadas y las participaciones en fondos de inversión representan el 43% del patrimonio financiero de los hogares de EE. UU. frente a solo el 17% de la UE. Los europeos ahorran, pero mantienen esos ahorros en depósitos en lugar de invertirlos en empresas. El informe estima que, en consecuencia, cada año salen de Europa hacia el extranjero unos 300 000 millones en forma de ahorros, principalmente hacia Estados Unidos, debido a que los mercados de capitales de la Unión siguen estando fragmentados. El mecanismo exacto es objeto de debate entre los economistas, algunos de los cuales interpretan esta cifra como una infraasignación a la renta variable más que como una salida literal de capitales, pero no se cuestiona seriamente el diagnóstico subyacente de que existe una falta crónica de inversión en capital productivo europeo.

2. EUROPA, ESTADOS UNIDOS Y CHINA: TRES MODELOS DE FINANCIACIÓN INDUSTRIAL

La debilidad estructural que señala Draghi se hace más evidente cuando se compara el modelo europeo con sus dos principales competidores. La primera diferencia se refiere a la forma de financiación de la industria. Alrededor del 70% de la financiación empresarial en la UE se realiza mediante préstamos bancarios, mientras que en Estados Unidos aproximadamente el 77% se obtiene a través de los mercados de capitales. La ausencia de un mercado de capitales europeo integrado deja a la Unión notablemente por detrás de EE.UU. en materia de capital riesgo y de crecimiento, con consecuencias cuantificables: de las 147 «unicornios» europeas fundadas entre 2008 y 2021, 40 trasladaron posteriormente su sede al extranjero, en su mayoría a Estados Unidos. La estructura de financiación de Europa no solo resulta más costosa, sino que además exporta a sus empresas más prometedoras.

El segundo contraste es de carácter estratégico. Europa se encuentra situada entre unos Estados Unidos, impulsados por los mercados de capitales, y una China, dirigida por el Estado, y se la describe cada vez más como un continente atrapado entre el proteccionismo estadounidense y la política industrial china. La dependencia de la banca, en ese contexto, no es simplemente una ineficiencia, sino una vulnerabilidad competitiva, ya que limita la rapidez y la escala con las que se puede financiar la industria europea en comparación con sus rivales, que no se enfrentan a tal limitación.

El tercer contraste atañe más directamente al sector cerámico y tiene que ver con la transición energética. En 2024, China invirtió aproximadamente 580 000 millones de euros (625 000 millones de dólares) en energía limpia, frente a unos 345 000 millones de euros (370 000

millones de dólares) en la Unión Europea y 290 000 millones de euros (315 000 millones de dólares) en Estados Unidos; el gasto de China se aproxima al de la UE y EE.UU. juntos. Esa inversión se traduce en una ventaja estructural en cuanto a costes de energía e insumos industriales: la fabricación de un módulo solar cuesta en China alrededor de 15 céntimos de dólar por vatio, más de un 60% por debajo de la cifra estadounidense y aproximadamente la mitad de la europea. Para un fabricante de Castellón, la implicación es directa: los competidores extranjeros están descarbonizándose más rápido y con capital y energía más baratos. Por lo tanto, el ritmo al que un productor europeo financia su propia transición no es un detalle administrativo, sino un factor determinante de su competitividad.

3. EL GIRO NORMATIVO: LA CSRD SE SUAVIZA, PERO LAS PRESIONES FINANCIERAS Y LAS RELACIONADAS CON LAS EMISIONES DE CARBONO NO DISMINUYEN

Es necesario definir con precisión la situación actual. El paquete «Omnibus», aprobado por el Parlamento Europeo el 16 de diciembre de 2025 y adoptado como directiva a principios de 2026, no supone un mero aplazamiento de los plazos, sino un cambio estructural en cuanto a quienes están obligados a presentar informes. La CSRD exige ahora la presentación de informes únicamente a las empresas que superen tanto los 1000 empleados como los 450 millones de euros de volumen de negocio neto, abandonando el anterior criterio de «dos de tres», y este ámbito de aplicación reducido se aplica a los ejercicios financieros que comiencen a partir del 1 de enero de 2027. Las pymes que cotizan en bolsa quedan totalmente excluidas del ámbito de aplicación, y los Estados miembros pueden eximir a las empresas de la primera oleada de la obligación de presentar informes correspondientes a los ejercicios financieros de 2025 y 2026. Para prácticamente todas las empresas cerámicas de Castellón, la obligación legal de presentar informes en virtud de la CSRD ya no es aplicable.

Es precisamente aquí donde la mayoría de las empresas sacarán una conclusión errónea. La red regulatoria se ha estrechado, pero los requisitos financieros no. A partir de 2025, las entidades de crédito estarán sujetas al Reglamento y a la Directiva sobre requisitos de capital (CRR III y CRD VI) revisados, lo que les obligan a identificar, medir y gestionar el riesgo ESG en toda su cartera de préstamos. Un banco solo puede prestar si recibe datos ESG coherentes de sus clientes. Se ha flexibilizado la directiva que antes exigía la presentación de informes; la normativa prudencial que obliga al banco a solicitar los datos, no. El plazo ha cambiado; las consecuencias financieras, no.

Conviene ser preciso a la hora de explicar por qué el banco hace estas preguntas, ya que el banco no es ni un organismo regulador que haga cumplir una norma ni una parte desinteresada. El objetivo del CRR III y la CRD VI no es la presentación de informes de sostenibilidad por sí misma. El Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea exigen a las entidades crediticias que comprendan cómo los riesgos climáticos, medioambientales y sociales afectan a la resiliencia y al valor de los activos de sus propios balances. Una cartera de préstamos orientada hacia prestatarios de menor riesgo y alineados con la transición constituye un activo más sólido; la entidad que pueda demostrarlo es, en sí misma, una contraparte más atractiva, gestiona el capital de forma más eficiente y, a su vez, puede conseguir mejores condiciones de financiación. El banco que valora el riesgo ESG de un prestatario está, en otras palabras, gestionando el suyo propio. La relación no consiste, por tanto, en conceder un único descuento, sino en la alineación de dos intereses distintos: el prestatario reduce su coste de capital al disminuir el riesgo medido, y la entidad financiera refuerza su propio balance al financiar esa

reducción. Ninguna de las partes obtiene la ventaja de la otra; cada una obtiene la suya propia. De ello se deriva una consecuencia directa. Un perfil ESG sólido no supone, por sí mismo, una reducción automática del tipo de interés; establece la base sobre la que se pueden negociar mejores condiciones, pero el prestatario debe seguir aportando las pruebas y solicitándolas.

Esa misma asimetría impregna la política de carbono y afecta con especial intensidad al sector cerámico. Este sector está incluido en el Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la UE: abarca más de 1.200 instalaciones cerámicas en toda Europa, de las cuales alrededor del 80% son pymes, y está clasificado como expuesto a un riesgo significativo de fuga de carbono. Ese coste ya se está dejando sentir: las compras de derechos de emisión de CO₂ por parte del sector español se triplicaron hasta alcanzar los 37 millones de euros en 2024, además de una factura energética de 792 millones de euros, y a medida que se retiren los derechos de emisión gratuitos, seguirá aumentando. Según las propias estimaciones del sector, la reducción de los derechos de emisión de CO₂ gratuitos propuesta por la Comisión para el período 2026-2030 elevaría ese coste anual para la industria española de baldosas hasta los 163 millones de euros. El Mecanismo de Ajuste en Frontera por Emisiones de Carbono, cuyas obligaciones comienzan en 2026 y se intensifican a medida que se eliminan progresivamente los derechos de emisión gratuitos hasta 2034, tiene por objeto equilibrar esta carga frente a los competidores de fuera de la UE, pero actualmente solo abarca el acero, el cemento, el aluminio, los fertilizantes, el hidrógeno y la electricidad. La cerámica aún no entra dentro de su ámbito de aplicación y no se espera que lo haga hasta aproximadamente 2030. Por lo tanto, el sector se enfrenta a la parte menos favorable del acuerdo: un coste interno del carbono que aumenta a medida que disminuyen los derechos de emisión gratuitos, sin contar, por ahora, con la protección en frontera que ampara a otras industrias pesadas frente a rivales de Turquía, la India u otros lugares que no soportan un coste equivalente. Nada de esto se aborda en el «Omnibus». La obligación de presentación de informes se ha suavizado; la restricción sobre la fijación de precios del carbono se ha endurecido.

La vía para reducir ese coste es, en el caso de la cerámica, cada vez más concreta. La cocción representa la mayor parte de la demanda térmica del sector, y la electrificación del horno —una tecnología desarrollada en el propio clúster de Castellón— puede eliminar las emisiones directas de la cocción cuando se alimenta con energía renovable. La transición no es, por tanto, algo abstracto: se trata de un programa específico y de gran intensidad de capital para la renovación de las instalaciones que el clúster ya ha puesto en marcha, y cuyo ritmo viene determinado por lo barato que resulte su financiación. Según estimaciones independientes, el consumo adicional de electricidad del clúster rondará los 0,5 TWh para 2030 y superará los 5 TWh para 2050, lo que requerirá entre 1200 y 1600 MW de nueva capacidad, además de una inversión sustancial en la red eléctrica. El desafío para un director ejecutivo es que la huella medioambiental, la factura energética y la exposición al carbono varían al unísono: la misma electrificación que mejora una de ellas empeora las otras dos, y es precisamente este tipo de inversión la que el coste del capital —que se analiza más adelante— hará que resulte asequible o prohibitiva.

Lo que parecía ser un requisito normativo abstracto se convierte, por tanto, en el lenguaje en el que una empresa y su banco valoran el capital. Para una pyme que ya no se encuentre dentro del ámbito de aplicación obligatorio, ya existe un marco diseñado precisamente para este fin: la Norma de información voluntaria sobre sostenibilidad para pymes no cotizadas (VSME, por sus siglas en inglés), desarrollada por EFRAG. Su valor radica en ofrecer un marco único capaz de dar respuesta a las dos exigencias de datos a las que se enfrenta simultáneamente una empresa: las que le transmiten los grandes clientes en virtud de la CSRD y las que le llegan del

sector financiero en virtud del SFDR (siglas en inglés del Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles). De hecho, la Comisión está preparando un acto delegado voluntario basado en la VSME para las empresas que quedan fuera del régimen obligatorio. El mecanismo por el que esto se convierte en una variable de financiación es concreto: los bancos traducen los datos de la norma —en particular, la información sobre energía y emisiones del módulo básico y la información sobre objetivos de transición del módulo completo— en las calificaciones internas de riesgo ESG que determinan el precio de los préstamos. En resumen, la VSME permite que una pyme y su banco hablen el mismo lenguaje en materia de información, y ese lenguaje tiene un precio.

4. REFORMULANDO EL PROBLEMA: EL CONTABLE VENDE CUMPLIMIENTO NORMATIVO, LA EMPRESA COMPRA CAPITAL MÁS BARATO

Mientras la CSRD se percibía como una carga, sus protagonistas eran el contable, que presentaba facturas cada vez más elevadas, y el banco, que prestaba su apoyo exigiendo cada vez más documentación. Ese enfoque malinterpreta lo que cada parte ofrece de verdad.

El contable vende cumplimiento normativo: un informe correcto, un coste elevado, una gran demanda interna de tiempo y recursos, y ningún resultado cuantificable en la cuenta de pérdidas y ganancias. Se trata de un gasto que protege frente a una sanción. La sostenibilidad, bien concebida, ofrece algo diferente: deuda y capital propio más baratos, mayor valor para los accionistas, a un coste menor y con un resultado cuantificable. No es un gasto defensivo, sino una palanca sobre el coste del capital. Desde el punto de vista de la función de tesorería, una buena puntuación en materia de ESG no es una causa medioambiental, sino un descuento en el tipo de interés.

No se trata simplemente de una afirmación de carácter defensivo. La literatura empírica constata de forma sistemática que un mejor desempeño en materia de ESG se asocia a un menor coste de la deuda: un estudio internacional sobre más de 25 000 bonos revela que los emisores con un alto nivel de ESG obtienen financiación a un coste aproximadamente 10 puntos básicos inferior al de los emisores con un nivel bajo de ESG, un efecto impulsado principalmente por las dimensiones medioambiental y social. Se ha documentado que este efecto es mayor en los sistemas financieros de base bancaria —donde la concesión de préstamos se sustenta en relaciones a largo plazo— que en los de base de mercado, que es precisamente la situación del sector cerámico español. Hay que reconocer que la «prima verde» pura de los bonos etiquetados 'verdes' es pequeña y se ha reducido en los últimos años, hasta situarse en torno a dos puntos básicos en los mercados avanzados. Sin embargo, esta observación refuerza el argumento, en lugar de debilitarlo, ya que el motor duradero de la fijación de precios en función de criterios ESG no es el sentimiento de los inversores —que puede fluctuar según las modas políticas—, sino la regulación prudencial bancaria, que incorpora el riesgo ESG a la cartera de préstamos por ley e independientemente del estado de ánimo del mercado.

Por lo tanto, el objetivo no es evitar la penalización asociada a una puntuación baja, sino alcanzar la parte alta de la escala, donde el coste del capital deja de ser una penalización y se convierte en una ventaja. Para un sector que se dispone a invertir el equivalente a una década de su volumen de negocio en la descarbonización, ese diferencial no es una consideración marginal, sino que determina si la transición puede financiarse o no.

5. EJEMPLO PRÁCTICO N.º 1: LA IMPORTANCIA DE UNA PUNTUACIÓN ESG ELEVADA EN UNA INVERSIÓN EN DESCARBONIZACIÓN

La siguiente tabla muestra la diferencia en el coste de financiación en función de la puntuación ESG para una inversión de referencia de 10 millones de euros a lo largo de diez años, desglosada en 3 millones de euros de capital y 7 millones de euros de deuda. Los diferenciales se expresan en relación con un coste base de la deuda del orden del 4% al 5% y un coste base de los fondos propios del orden del 9% al 10%; la última columna muestra el coste de financiación adicional resultante con respecto al coste base a lo largo de los diez años, y la base completa se detalla en el anexo.

Banda de puntuación ESG	Coste del capital propio (con la inversión de referencia)	Coste de la deuda (con la inversión de referencia)	Coste a diez años de 10 millones de euros
1-20 (muy bajo)	+ 5% a + 3%	+ 1,5% a + 1,0%	2,55 m€ a 1,6 m€
21-40 (bajo)	+ 4% a + 2%	+ 1,2% a + 0,8%	2,04 m€ a 1,16 m€
41-60 (medio)	+ 2% a + 1%	+ 1,0% a + 0,5%	1,3 m€ a 650.000 €
61-80 (alto)	+ 1% a - 0,5%	+ 0,5% a + 0,2%	650.000 € a 290.000 €
81-100 (muy alto)	- 1% a - 2%	- 0,3% a - 0,5%	350.000 € a 170.000 €

El tramo más alto (81-100) es el único en el que el coste del capital se traduce en un descuento, tanto para la deuda como para los fondos propios. Las cifras relativas a los fondos propios deben interpretarse como las más ilustrativas de las dos, ya que los datos que relacionan el rendimiento ESG con el coste de los fondos propios son menos sólidos que los relativos al coste de la deuda.

Conviene explicar qué significa el «coste del capital propio» para una empresa cerámica, normalmente familiar, que no recurre a la captación de capital en un mercado público. Se trata de un coste de oportunidad más que de una cotización de mercado, pero no por ello es menos real: determina cómo se asignan las ganancias no distribuidas y se materializa en el momento en que la familia busca un socio externo, un socio inversor para un proyecto importante o una venta futura. Un menor coste del capital propio aumenta el valor de la empresa precisamente en los momentos en que ese valor se pone a prueba.

Si lo aplicamos a una cifra real del sector, el contraste es considerable. Tomemos como ejemplo los 74 millones de euros de un proyecto de electrificación «con cero emisiones netas», como el anunciado recientemente por un importante fabricante europeo de baldosas, financiado con la estructura habitual del 70% de deuda (aproximadamente 51,8 millones de euros) y el 30% de capital propio (aproximadamente 22,2 millones de euros) a lo largo de diez años:

- **Capital propio (30%, 22,2 m€):** una empresa situada en el tramo más bajo asume una prima de riesgo de hasta el 5% sobre su capital propio. Una empresa situada en el tramo

muy alto no solo elimina esa prima, sino que además consigue una reducción de entre el 1% y el 2% en el coste de su capital propio.

- **Deuda (70%, 51,8 m€):** frente al recargo de hasta el 1,5% que conlleva una puntuación muy baja, una puntuación muy alta puede convertir ese diferencial en un descuento de entre el 0,3% y el 0,5% sobre el tipo de interés.

Expresada en términos anuales, la diferencia entre la peor y la mejor posición es del orden de 2 millones de euros solo en este activo, y a lo largo de la década, con el efecto de la capitalización, se aproxima a los 22 millones de euros, cerca del 30% del capital invertido, en comparación con una empresa idéntica situada en la zona verde. Tal y como ha advertido el propio sector cerámico de Castellón, si Europa no modera el ritmo que exige, «solo los grandes grupos tendrán capacidad para realizar las inversiones necesarias»; en ese caso, el diferencial de financiación podría decidir qué empresas sobreviven a la transición.

6. EJEMPLO PRÁCTICO N.º 2: EL DESCUENTO PARA LA CADENA DE SUMINISTRO

Los mismos datos ESG que reducen el coste de la inversión en el ámbito de la financiación también protegen los ingresos en el ámbito de los clientes, y para un sector orientado a la exportación e impulsado por la oferta como es el de la cerámica, ese segundo canal puede suponer la exposición más inmediata. Los principales bancos españoles ya cuentan con programas de financiación de la cadena de suministro vinculados a la sostenibilidad, en virtud de los cuales un proveedor con una buena puntuación ESG obtiene mejores condiciones, mientras que uno con una puntuación baja paga un recargo. No se trata de una medida futura; ya está en vigor.

Banco	Programa	Diferencial de deuda (bajo frente a alto en criterios ESG)	Descuento en la cadena de valor
BBVA	Sustainability-Linked Supply Chain Finance (SSCF)	ESG bajo: +0,10% a +0,15% ESG alto: -0,05% a -0,10%	Tarifas hasta un 10% más bajas para los proveedores con un buen desempeño en materia de ESG (emisiones de carbono, residuos y agua).
CaixaBank	ESG Supplier Development (Achilles)	ESG bajo: +0,10% a +0,20% ESG alto: -0,05% a -0,10%	Una reducción de entre 5 y 15 puntos básicos para los proveedores de primer nivel que cumplan estrictos criterios medioambientales y sociales.
Santander	Sonae Supply Chain Finance Programme	ESG bajo: +0,10% a +0,20% ESG alto: -0,05% a -0,10%	Tarifas preferenciales para proveedores con altas calificaciones ESG (EcoVadis o equivalente).

Banco	Programa	Diferencial de deuda (bajo frente a alto en criterios ESG)	Descuento en la cadena de valor
ING	Sustainable Supply Chain Finance	ESG bajo: +0,20% a +0,40% ESG alto: -0,15% a -0,30%	Tarifas reducidas para los proveedores que cumplan los objetivos ESG establecidos (eficiencia energética, residuos).

Las cifras son orientativas y proceden de datos de mercado confidenciales de una empresa con sede en España; donde un programa expresa su descuento como una reducción porcentual del tipo de interés y otro en puntos básicos, las unidades difieren y se reproducen tal y como se han facilitado.

La situación para el sector de la cerámica es clara. Cuando un fabricante vende a un gran distribuidor, a un grupo internacional de construcción o a un cliente público, ese comprador está cada vez más sujeto a sus propios requisitos ESG y los traslada a sus proveedores. El proveedor con una buena puntuación cobra antes y financia su capital circulante a un coste menor; el proveedor con una puntuación baja se enfrenta a condiciones más onerosas o pierde el contrato por completo.

7. LO QUE ESTÁ EN JUEGO PARA EL CONJUNTO DEL CLÚSTER

Hasta ahora, el análisis se ha centrado en la empresa individual, pero las cifras se extrapolan al conjunto del sector y, a ese nivel, se convierten en una cuestión de supervivencia colectiva. El sector cerámico español registró una facturación de 4.819 millones de euros en 2024, de los cuales 3.479 millones de euros —alrededor del 72%— se exportaron a 186 países; produjo 416 millones de metros cuadrados y mantuvo 15.790 puestos de trabajo directos. Frente a esa facturación anual, el propio estudio del sector sobre su descarbonización sitúa la inversión necesaria entre 56 600 y 81 600 millones de euros, entre diez y quince veces las ventas de un solo año; esa cifra es una estimación deliberadamente máxima, que abarca una transición completa al hidrógeno renovable o a la electrificación, incluida la infraestructura de generación y distribución de energía que ello requeriría. Desde una perspectiva industrial más limitada, la industria cerámica europea en su conjunto se enfrenta a una inversión de unos 27 000 millones de euros de aquí a 2050. Sea cual sea la cifra que se tome, el orden de magnitud es el mismo: una carga de inversión mucho mayor de lo que el sector podría absorber con su propio flujo de caja anual.

Un programa de inversión de tal envergadura se financiará en gran medida a través del sistema bancario del que depende el sector. Por lo tanto, un diferencial en los costes de financiación de tan solo unos pocos cientos de puntos básicos, aplicado a decenas de miles de millones de euros de inversión en transición, se traduce en un coste a nivel del clúster que se cuantificará en miles de millones durante las próximas décadas. La cuestión del desempeño en materia de criterios ESG deja de ser un asunto relacionado con el préstamo de una sola empresa y se convierte en un factor determinante para que el clúster de Castellón pueda financiar su transición en condiciones que le permitan seguir siendo competitivo frente a productores que descarbonizan más rápidamente y obtienen financiación a un coste menor.

8. UN MARCO DE REFERENCIA PARA LOS CEO: DE LA REGULACIÓN AL CAPITAL

Si una buena puntuación ESG supone un descuento en el coste del capital, la cuestión práctica es cómo se consigue. Cabe hacer una advertencia desde el principio, ya que el peligro de cualquier marco de este tipo es que se interprete como un mero ejercicio de puntuación: una búsqueda de aquellas acciones que mejoren la calificación lo más rápido posible. Esa es una forma errónea de entenderlo, y un banco, un cliente o un posible comprador se dará cuenta de ello; una puntuación que se manipula en lugar de ganarse no resiste un análisis riguroso. La puntuación es la consecuencia de mejores decisiones sobre energía, riesgo y asignación de capital, no el objetivo en sí mismo. Por lo tanto, lo mejor es entender este ejercicio no como una tarea puntual de cumplimiento normativo ni como un camino hacia una cifra, sino como la disciplina habitual de gestionar bien el negocio, expuesta de forma que quienes lo financian puedan entenderla. Se trata de una progresión deliberada, impulsada por la gobernanza corporativa, que un director ejecutivo puede presentar al consejo de administración en una sola sesión, y que se describe en cinco fases.

La primera fase es la medición. La empresa establece su puntuación de referencia, que casi siempre es baja, ya que aún no se ha optimizado nada. Una referencia sincera, en lugar de halagadora, es lo que hace que la trayectoria posterior resulte creíble para un banco. Esta fase, que antes era lenta y costosa, puede acelerarse cada vez más gracias a herramientas basadas en la inteligencia artificial. El material existente del que ya dispone la empresa —sistemas de gestión ISO, informes anuales, políticas de contratación, códigos de conducta, informes de auditoría e información disponible públicamente— puede cruzarse automáticamente con los puntos de datos del VSME y la CSRD, a partir de lo cual se elabora un inventario inicial de los impactos, riesgos y oportunidades de la empresa. El resultado es una reducción sustancial del coste y el esfuerzo que supone la evaluación. Sin embargo, esto no elimina la necesidad de ejercer el criterio: la herramienta propone; la dirección y las partes interesadas deciden, determinando qué temas son realmente relevantes y dónde residen las verdaderas palancas estratégicas. La aceleración se produce en el trabajo preliminar, no en las decisiones.

La segunda fase es la que más a menudo se omite, y es la que distingue un programa bien planteado de uno meramente superficial. Antes de optar por cualquier medida, la dirección analiza la empresa desde dos perspectivas a la vez. La primera pregunta cómo afecta la empresa al medio ambiente y a la sociedad que la rodea: su consumo de energía, su uso del agua y de los materiales, y sus condiciones laborales. La segunda pregunta lo contrario: cómo influyen los cambios medioambientales y sociales en la empresa, desde la regulación de las emisiones de carbono y las medidas fronterizas mencionadas anteriormente hasta las interrupciones en la cadena de suministro, los aranceles y los efectos físicos del cambio climático. Tener en cuenta ambos aspectos conjuntamente es lo que confiere a este ejercicio su carácter estratégico. El proceso puede comenzar a nivel interno, a partir de la documentación existente y los debates entre directivos, pero una visión sólida va incorporando progresivamente a quienes están fuera de la sala —empleados, clientes, proveedores, socios financieros, comunidades locales y especialistas del sector—, quienes habitualmente detectan riesgos y oportunidades que la dirección por sí sola pasa por alto. El objetivo aquí no es, en absoluto, cumplir con un requisito de presentación de informes. Se trata de decidir qué debe hacer la empresa. Una puntuación más alta es el resultado de hacer lo correcto; no es en sí misma, lo que hay que hacer.

La tercera fase convierte esa evaluación en una intención. Una vez identificados los impactos, riesgos y oportunidades relevantes y contrastados con las partes interesadas pertinentes, hay

que tomar decisiones: establecer un conjunto definido de objetivos cuantificables y los indicadores con los que se evaluará el progreso en su consecución. Es aquí donde entra en juego la identificación de las palancas, y la dirección debe determinar qué acciones medioambientales y sociales serán más beneficiosas para el negocio subyacente y, en consecuencia, para la calificación. En el caso de la cerámica, la alineación es inusualmente clara, ya que la misma descarbonización energética que mejora la puntuación medioambiental también reduce la factura energética y la exposición al aumento de los costes del carbono. La dirección se compromete con los objetivos, no con la puntuación; la puntuación es la interpretación que el mundo exterior hace de ellos.

La cuarta fase es la implementación y la iteración. Los programas seleccionados se ponen en práctica, se vuelve a evaluar el rendimiento en relación con los objetivos y el ciclo se repite. La gobernanza es el hilo conductor de toda la secuencia, que convierte un conjunto de acciones aisladas en una trayectoria ascendente demostrable, en lugar de un gesto puntual. La quinta fase es la documentación: se registra cada ciclo, de modo que la empresa acuda a la negociación de financiación no con una única instantánea halagadora, sino con una trayectoria demostrable, que es lo que busca un prestamista.

Hay tres principios que rigen este marco. El primero es que debe estar dirigido por el CEO y el consejo de administración y no por el departamento financiero ni por el contable, ya que se trata de una decisión sobre cómo se financia la empresa y no de un asiento de cierre. El segundo es que requiere tiempo: empezar pronto, con varios ciclos a las espaldas, es lo que marca la diferencia entre obtener una puntuación muy alta y tener que realizar una corrección apresurada y costosa en vísperas de una ronda de financiación. Cuando se aborda de la segunda manera, el ejercicio da lugar a un informe; si se aborda de la primera, da lugar a un descuento.

El tercero es que no es necesario llevarlo a cabo en solitario. Pocas empresas medianas cuentan internamente con toda la gama de competencias que requiere el proceso, abarcando la contabilidad del carbono, análisis del ciclo de vida, finanzas sostenibles, elaboración de informes e ingeniería de la propia descarbonización, y no hay razón para que deban contar con ella, ya que gran parte de estas necesidades son cíclicas más que permanentes. El modelo más eficaz consiste en mantener la responsabilidad del programa firmemente en manos del CEO y del consejo de administración, al tiempo que se recurre a apoyo externo especializado para fases definidas y cuestiones específicas: una intervención intensa durante un periodo determinado, para luego dar un paso atrás. Este es el modelo en el que se basan los asesores especializados en sostenibilidad, como Durably, y es la forma más económica de alcanzar una posición creíble sin tener que asumir gastos fijos que la empresa no necesita durante todo el año.

Como afirma Jan Dezutter, socio director de Durably: la evaluación de la doble materialidad es lo que convierte la presentación de informes en estrategia. Es el puente entre la normativa y el capital, el punto en el que la sostenibilidad deja de ser un asiento contable y se convierte en una decisión del consejo de administración, basada en datos y alineada con la forma en que se financia la empresa.

9. POR QUÉ LA DEMORA ES LA RESPUESTA EQUIVOCADA

Es tentador llegar a la conclusión de que, al no existir ya la presión de una obligación legal, lo más prudente es esperar. Esa es precisamente la conclusión errónea, por cinco razones.

- **La sostenibilidad perdura.** Los formatos cambian —del NFRD al SFDR, al CSRD y al Omnibus— pero los principios y obligaciones subyacentes se mantienen, y las restricciones relacionadas con la fijación de precios del carbono se están endureciendo en lugar de flexibilizarse.
- **La inversión no se desperdicia.** Una empresa que ya cuenta con sistemas de presentación de informes se adapta rápidamente a cualquier cambio de formato y evita las costosas interrupciones que conlleva un cumplimiento apresurado.
- **El cumplimiento normativo de última hora resulta costoso.** Supone una presión para los equipos internos, mayores costes por la asistencia urgente, un mayor riesgo de error y la pérdida de cualquier oportunidad de integrar los datos ESG de forma estratégica.
- **Las partes interesadas del sector financiero necesitan esos datos.** Los bancos, las agencias de calificación y las aseguradoras ya utilizan indicadores de sostenibilidad para establecer sus condiciones. Una empresa que se mantenga al día con la presentación de informes se encuentra en una posición más sólida para conseguir una financiación favorable.
- **Persiste la presión de la cadena de valor.** Las grandes empresas y los clientes públicos siguen incorporando criterios ESG en la selección de proveedores. Quienes no los cumplen pierden oportunidades de negocio.

10. CONCLUSIÓN

El debate vuelve al punto de partida. Draghi afirma que Europa debe movilizar capital privado a una escala sin precedentes y canalizarlo hacia una industria productiva y alineada con la transición. Los mercados de capitales y el sistema bancario demuestran que este capital fluirá hacia empresas cuyo riesgo —incluido el riesgo ESG— sea cuantificable y bajo. El VSME proporciona el instrumento con el que demostrarlo, incluso en el caso de una pyme que ya no esté obligada a presentar informes.

Hay una simetría que merece la pena destacar. El CEO de una empresa cerámica que reduce el coste del capital mejorando el rendimiento en materia de ESG está llevando a cabo, a pequeña escala, la reasignación que Draghi aboga a escala continental: el ahorro privado se dirige hacia una industria productiva y descarbonizada. La actuación, motivada por el interés propio de la empresa, y el imperativo estratégico de Europa son, si se analizan detenidamente, el mismo movimiento a dos escalas diferentes.

El contable seguirá vendiendo el cumplimiento normativo y el banco seguirá solicitando datos. La diferencia la marcarán aquellos que comprendan que esos datos, gestionados adecuadamente y mejorados año tras año por decisión del CEO, no son una factura, sino el precio al que financiarán su propia descarbonización. La cuestión para cada director ejecutivo del sector cerámico no es si cumplir o no, sino de qué lado de la diferencia situarse cuando llegue el momento.

11. ANEXO: NOTA METODOLÓGICA SOBRE LOS ESCENARIOS DE COSTE DE CAPITAL

Las cifras presentadas en la sección 5 son estimaciones de escenario, elaboradas con el fin de ilustrar las consecuencias financieras del buen rendimiento en materia de ESG, y no para predecir las condiciones de ninguna operación concreta. Se basan en los siguientes supuestos.

- **Tipos de referencia.** Los diferenciales se aplican a un coste de referencia de la deuda estimado entre el 4% y el 5% y a un coste de referencia del capital propio estimado entre el 9% y el 10%, en consonancia con las condiciones de financiación a las que se enfrentaba una empresa industrial española de tamaño medio durante ese periodo. Los intervalos reflejan las variaciones con respecto a dichas tasas de referencia.
- **Estructura de referencia.** Cada escenario aplica a la inversión indicada una estructura de financiación estándar compuesta por un 70% de deuda y un 30% de capital propio, en un horizonte de diez años, en consonancia con la estructura de capital habitual de una inversión sectorial de esta envergadura.
- **Intervalos de diferenciales.** Los diferenciales de deuda y capital propio asociados a cada banda de puntuación ESG se han extraído de los datos observados sobre diferenciales vinculados a la sostenibilidad en el mercado español. Se expresan como intervalos, en lugar de estimaciones puntuales, para reflejar la variación entre instrumentos, contrapartes y metodologías de calificación. A modo de verificación independiente, estudios revisados por expertos sitúan la ventaja en el coste de la deuda de los emisores con altos índices ESG en torno a 10 puntos básicos, siendo mayor en los sistemas bancarios: los intervalos utilizados aquí son coherentes con esa evidencia y se sitúan en su vertiente más comercial.
- **Ejemplo ilustrativo.** En el caso de referencia de 10 millones de euros, una empresa con una puntuación muy baja que paga un 1,5% adicional sobre una deuda de 7 000 000 de euros incurre en unos 105 000 euros al año en intereses adicionales, mientras que un 5% adicional sobre un capital propio de 3 000 000 de euros representa unos 150 000 euros al año en rentabilidad adicional necesaria; el diferencial anual combinado de unos 255 000 €, capitalizado y acumulado a lo largo de diez años frente a una empresa con una puntuación alta que, en cambio, recibe un descuento, genera una diferencia acumulada que se aproxima al 30% del capital invertido. Extrapolado a la inversión de 74 millones de euros, esto da como resultado la cifra del orden de 22 millones de euros citada en la sección 5.
- **Carácter de las cifras.** Las cifras agregadas son meramente ilustrativas y no deben interpretarse como cifras publicadas de ninguna empresa concreta. La inversión de 74 millones de euros y la cifra de ventas asociada se presentan de forma anónima. Las condiciones del programa de la cadena de suministro que figuran en la sección 6 se basan en información real del mercado correspondiente a una empresa con sede en España.

12. FUENTES

- [1] Draghi Report, minimum additional investment of €750–800bn (~5% of EU GDP): European Parliament: <https://oeil.europarl.europa.eu/oeil/en/document-summary?id=1874018>
- [2] Corporate financing ~70% bank-based (EU) vs ~77% capital-markets (US); European unicorns relocating: European Parliament (Draghi resolution A-10-2025-0124): https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-10-2025-0124_EN.html
- [3] Europe lagging the US on integrated capital markets and venture capital: CSIS: <https://www.csis.org/analysis/draghi-report-strategy-reform-european-economic-model>
- [4] EU household equity holding (43% vs 17% in market instruments): Felix / Imperial: <https://felixonline.co.uk/articles/draghis-capital-markets-report-one-year-on-a-false-dawn-or-a-turning-point-for-europe/>
- [5] ~€300bn of EU savings flowing abroad annually (estimate, mechanism debated): Universidade Autónoma de Lisboa: <https://autonoma.pt/en/open-class-the-draghi-report-the-future-of-european-competitiveness/>
- [6] Clean-energy investment 2024 (China ~USD 625bn; EU ~USD 370bn; US ~USD 315bn): IEA World Energy Investment 2024: <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2024/overview-and-key-findings>
- [7] China clean-energy investment USD 625bn in 2024: Ember China Energy Transition Review 2025: <https://ember-energy.org/latest-insights/china-energy-transition-review-2025/>
- [8] Chinese solar manufacturing cost advantage (~15c/watt): Asia Financial: <https://www.asiafinancial.com/chinas-clean-energy-spending-set-to-match-us-europe-combined>
- [9] High-ESG issuers pay ~10 bps less on bonds; effect stronger in bank-based systems: ScienceDirect (cost of debt, 2025): <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105752192500184X>
- [10] ESG return on cost of debt higher in bank-based financial systems: ScienceDirect (RD analysis): <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521922003325>
- [11] Bond greenium small and narrowing (~2 bps advanced economies): CEPR: <https://cepr.org/voxeu/columns/unbearable-lightness-sovereign-greenium>
- [12] Final Omnibus deal (CSRD: >1,000 employees and >€450m turnover; listed SMEs removed): Council of the EU: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/09/council-and-parliament-strike-a-deal-to-simplify-sustainability-reporting-and-due-diligence-requirements-and-boost-eu-competitiveness/>
- [13] Parliament approval (16 December 2025); structural shift in scope: Morrison Foerster: <https://www.mofo.com/resources/insights/251222-eu-sustainability-omnibus-i-detailed-omnibus>

- [14] VSME as basis for the voluntary delegated act for out-of-scope companies: Deloitte: <https://www.deloitte.com/cz-sk/en/services/consulting/blogs/omnibus-european-commission-proposes-changes-to-esg-reporting.html>
- [15] Ceramics in EU ETS: 1,200+ installations, ~80% SMEs, carbon-leakage status: Cerame-Unie: <https://cerameunie.eu/topics/climate-energy/emissions-trading-system/press-release-carbon-leakage-list/>
- [16] EU ETS free-allowance phase-out and CBAM phase-in 2026–2034 (steel, cement, aluminium, fertilisers, hydrogen, electricity): ICAP: <https://icapcarbonaction.com/en/ets/eu-emissions-trading-system-eu-ets>
- [17] Spanish ceramics 2024: turnover €4,819m; exports €3,479m (72%, 186 countries); 15,790 jobs: Diario del Puerto / ASCER: <https://www.diariodelpuerto.com/logistica/las-exportaciones-lastraron-los-resultados-de-la-ceramica-espanola-en-2024-HJ23087099>
- [18] Sector energy bill €792m and CO₂ allowances €37m in 2024 (3x prior year): Focus Piedra / ASCER: <https://www.focuspiedra.com/el-sector-ceramico-espanol-ha-cerrado-2024-con-un-crecimiento-del-56-en-la-produccion/>
- [19] Ceramics decarbonisation cost €56.6–81.6bn (10–15x annual turnover): ASCER / IAG Ingenieros: <https://portal.ascer.es/ascerepresenta-cuatro-proyectos-sectoriales-en-materia-de-energia-medio-ambiente-y-materias-primas/>
- [20] European ceramics must invest €27bn to 2050 (EU Joint Research Centre); 2026–2030 free-allowance cut costing the Spanish tile sector up to €163m a year; “only the large groups” quotation: Castellón Plaza: <https://castellonplaza.com/castellonplaza/plazaceramica/un-informe-de-la-ue-revela-el-coste-de-la-descarbonizacion-la-ceramica-europea-debe-invertir-27000-millones-hasta-2050>
- [21] €74m “net zero” electrification investment and sector sales: elEconomista: <https://www.eleconomista.es/energia/noticias/13746257/01/26/pamesa-invierte-74-millones-para-electrificarse-con-100-mw-fotovoltaicos-conectados-a-plantas-de-baterias.html>
- [22] Supply-chain sustainable-finance programmes (BBVA, CaixaBank, Santander, ING): datos de mercado del autor.
- [23] Ceramics electrification in Castellón (electric kilns; ~0.5 TWh by 2030, >5 TWh and 1,200–1,600 MW by 2050; firing as principal thermal load): Iberdrola España: <https://www.iberdrolaespana.com/sustainability/energy-transition/electrification-spain/castellon>
- [24] AI-enabled ESG baseline tools (automated mapping of existing documentation against VSME/CSRD; IRO inventory) and the double materiality and external-expertise framework: Durably (Matchmakers in Sustainability): <https://www.durably.eu/about>