



## Informe preliminar sobre Greenwashing (I) **ESMA-Mayo 2023**

M. Teresa Rodríguez Arias – Senior Policy Officer – Sustainable Finance Unit, ESMA

1. Introducción, objetivos y alcance
2. Greenwashing:
  1. Concepto (ESAs)
  2. Características
3. Principales áreas de la cadena de valor afectadas
4. Causas
5. Posibles soluciones

# Requerimiento de la Comisión Europea a las ESAs (mayo 2022)

<b>Objetivos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mejor conocimiento del fenómeno</li><li>• Análisis de las áreas de la cadena de valor más expuestas al riesgo de greenwashing</li><li>• Trabajo preparatorio para una supervisión eficaz de las prácticas de greenwashing:<ul style="list-style-type: none"><li>• Ayuda a los partícipes del mercado para evitar e identificar prácticas de greenwashing</li><li>• ESMA y Autoridades Nacionales Competentes (ANC): Actuaciones concretas y prioritarias, tanto de regulación como de supervisión</li></ul></li></ul>
<b>Alcance</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Todos los factores de la sostenibilidad en sentido amplio (ASG) + enfoque de doble materialidad</li><li>• Análisis de las siguientes áreas:<ul style="list-style-type: none"><li>• Emisores</li><li>• Gestoras de activos</li><li>• Administradores de índices de referencia</li><li>• Empresas de servicios de inversión.</li></ul></li></ul>

➔ **Informe final en mayo de 2024: Evaluación de la actuación de los supervisors y recomendaciones finales (con posibilidad de propuestas de cambios en la regulación)**

# Concepto de greenwashing (ESAs)



## Concepto general de greenwashing:

- Concepto general que abarca:
  - Sector bancario.
  - Seguros
  - Mercados financieros
- Elaborado a partir de referencias jurídicas y aportaciones recibidas de distintos partícipes del mercado e interesados
- Comprende una serie de características inherentes al propio concepto

# Características de greenwashing

1. Información engañosa o que induce a error (a través de su difusión activa u omisión)
2. Actuaciones engañosas
3. Intencional o no intencional
4. Ámbitos: en la información relacionada con el producto, con la entidad o con el servicio financiero prestado
5. Susceptible de tener lugar en cualquier punto de la cadena de valor de la inversión, de la vida de un producto, de la prestación de un servicio, etc.
6. En relación con requerimientos legislativos concretos o genéricos del ordenamiento jurídico de la UE
7. Puede estar causado por la entidad a la que se refiere la práctica concreta de greenwashing o por terceros
8. Susceptible de causar perjuicios para los consumidores e inversores, de generar ventajas comerciales injustificadas y pérdida de confianza en los mercados de inversiones sostenibles y su regulación

# Principales áreas afectadas

Evaluación de los sectores sujetos a la competencia de ESMA → Áreas más expuestas al riesgo de greenwashing:



Emisores

→ Información sobre el papel y funciones del consejo y dirección de la empresa en temas de sostenibilidad, compromisos relativos a escenarios futuros y factores ASG.



Gestoras de activos

→ Información sobre la estrategia y actividades de implicación de la gestora con las empresas en las que se invierte: certificaciones, estrategia y políticas internas de sostenibilidad; gobierno corporativo; afirmaciones sobre el impacto, utilización de denominaciones ambiguas o susceptibles de ser malinterpretadas.



Administradores de  
índices de referencia

→ Información sobre impacto, uso indebido de determinadas denominaciones, falta de transparencia en relación con las empresas que integran el índice y metodologías ASG utilizadas.



Compañías de  
servicios de  
inversión

→ Asesoramiento financiero (medida en la que se tienen en cuenta las preferencias de sostenibilidad); productos ofrecidos (exageración, ambigüedad, denominaciones, datos obsoletos, métricas inapropiadas, etc).

# Causas y posibles soluciones

<b>Causas</b>	<b>Greenwashing es el resultado de la interacción de varios factores</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Rapidez en la adopción de nuevas normas y dificultad para gran parte del mercado y de los supervisores para implementar los nuevos requisitos.</li><li>• Falta de experiencia y conocimientos concretos. Retos en la implementación de procesos de gobernanza y herramientas que contribuyan a una información de calidad y a adoptar las medidas necesarias para la transición.</li><li>• Dificultad para los partícipes del mercado en el acceso a datos de sostenibilidad de calidad, relevantes y que permitan comparar empresas, productos financieros, etc.</li></ul>	
<b>Posibles soluciones</b>	<b>Responsabilidad de los participantes del mercado a la hora de publicar información fidedigna</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Educación financiera, adopción de procesos de gobernanza, herramientas y procesos informáticos (control de los avances realizados, políticas y controles de diligencia debida, etc.)</li><li>• Contratación de expertos para preparar e interpretar la información ASG, verificación de esta información por expertos independientes.</li></ul>	<b>Mejoras en el ordenamiento jurídico</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Clarificación de conceptos clave (inversión sostenible, principio de no causar un daño significativo, etc.)</li><li>• Integración de conceptos como “impacto”, “transición” o “políticas de implicación”, así como de las obligaciones de diligencia debida.</li><li>• CSRD-ESRS-CSDDD. Expectativa de que la nueva normativa contribuya a la disponibilidad de información de calidad y sujeta al requisito de verificación.</li></ul>

## ANEXOS:

1. Concepto de greenwashing, canales de difusión, papeles de los distintos partícipes del mercado en su generación y difusión, principales temas en los que la información sobre sostenibilidad no es correcta o se omite.

2. Cómo se presenta el fenómeno de greenwashing, causas y posibles soluciones en las siguientes áreas:

- a. Emisores
- b. Gestoras de activos
- c. Administradores de índices de referencia
- d. Empresas de servicios de inversión

# Greenwashing:

## Sujetos implicados en su difusión, temas, formas de presentación

Dimensiones	Parámetros utilizados para analizar el riesgo de GW en cada dimensión		
Información más afectada	<b>Gobernanza y recursos</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Involucración y responsabilidades del consejo y la dirección</li> <li>Recursos, conocimiento y experiencia</li> </ul>	<b>Estrategia ASG o de sostenibilidad</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Estrategia ASG, objetivos, características</li> <li>Políticas de gestión de la sostenibilidad</li> <li>Certificados y etiquetas ASG</li> <li>Implicación de interesados</li> </ul>	<b>Métricas y objetivos ASG</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivos y resultados ASG obtenidos</li> <li>Compromisos futuros de sostenibilidad ("net zero pledges", por ejemplo)</li> </ul>
Modo en que la información es engañosa o induce a error en el consumidor o el inversor	<b>Engañosa mediante la difusión de información</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Aseveraciones vacías de contenido o exageradas</li> <li>Información incoherente</li> <li>Información falsa</li> <li>Imágenes y sonidos sugerentes</li> <li>Información banal, irrelevante</li> <li>Uso sugerente de términos asociados a factores ASG</li> </ul>		<b>Engañosa mediante la omisión de información</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Selección de la información (cherry-picking)</li> <li>Vaguedad, ambigüedad o falta de claridad</li> <li>Escasez de comparaciones significativas, umbrales o conjeturas subyacentes a la información proporcionada</li> <li>Afirmaciones no respaldadas por evidencia alguna</li> <li>Información obsoleta</li> </ul>
Canales de transmisión	<div>Información cuya publicación es obligatoria (ejemplos: folletos, estados financieros, desgloses de sostenibilidad, etc.)</div> <div>Certificados/ etiquetas/ títulos ASG (ejemplos: Agencias de calificacones ASG, índices de referencia, etc.)</div>		
	<div>Comunicaciones de marketing (incluidas las difundidas a través de la página web, redes sociales, presentaciones a inversores)</div> <div>Información de intermediarios/ asesoramiento</div>		
	<div>Información sobre el producto (incluidas las clasificaciones)</div> <div>Información voluntaria excluida de las categorías anteriores</div>		

# GW en la información publicada por los EMISORES

Dimensiones	Áreas de riesgo
<b>Temas concretos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- La información futura es particularmente susceptible de ser objeto de greenwashing (en particular la relativa a objetivos sobre sostenibilidad, por ejemplo: los compromisos de emisiones cero y los planes de transición, tanto en los informes corporativos como en la información sobre productos)</li><li>- Contribuciones a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODSs) de Naciones Unidas.</li><li>- Afirmaciones relacionadas con los riesgos de sostenibilidad.</li><li>- Actividades de implicación de interesados y de lobbying.</li><li>- Funciones de los consejos de administración en decisiones referentes a la sostenibilidad y el seguimiento de los avances en los compromisos de sostenibilidad</li></ul>
<b>Canales</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Afirmaciones engañosas, o que pueden inducir a error, sobre factores ASG en las comunicaciones de la empresa.</li><li>- Comunicaciones comerciales</li><li>- Afirmaciones de asociaciones o de corporaciones representativas de un sector</li></ul>
<b>Modo en que la información es engañosa o induce a error</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Perfil de sostenibilidad de una empresa sesgado, parcial (información seleccionada de forma interesada, omitiendo aspectos negativos y mostrando solo los positivos)</li><li>- En relación con compromisos futuros de sostenibilidad (como los de cero emisiones): falta de pruebas objetivas.</li><li>- Inconsistencias en la información publicada en diferentes documentos y en relación a distintas materias</li></ul>

## Causas subyacentes:

- Falta de comparabilidad y de exactitud en la información sobre sostenibilidad (se espera que se solvete con la aplicación de CSRD-ESRS).
- Falta de conocimientos y experiencia suficientes por parte de los sujetos que preparan la información.
- Para el emisor:
  - Dificultad de recabar información de distintas empresas en la cadena de valor, en concreto de PYMES
  - Aplicación de controles menos rigurosos en la información sobre sostenibilidad en comparación con la información financiera.
- La posible exigencia de responsabilidad también puede ser motivo de la falta de publicación de datos relativos a escenarios y compromisos futuros.

# GW en la información publicada por las GESTORAS DE ACTIVOS

Dimensiones	Áreas de riesgo
<b>Temas concretos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Objetivos de <b>impacto</b> (métricas ASG para calcular el impacto de un producto; estrategias para crear impacto)</li><li>- <b>Estrategia ASG</b> (características, objetivos, potenciales componentes de la cartera).</li><li>- <b>Desempeño actual de sostenibilidad</b> (métricas vinculadas al impacto y omisión de información sobre la metodología utilizada para preparar datos de sostenibilidad)</li><li>- <b>Implicación</b> de las empresas en las que se invierte (gestoras de activos-fondos)</li><li>- Afirmaciones relativas a la <b>gobernanza</b> de asuntos de sostenibilidad.</li></ul>
<b>Canales de transmisión</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Comunicaciones de marketing (fichas técnicas –factsheets-, impacto, informes de sostenibilidad, informes sobre la implicación de interesados)</li><li>- Documentos regulatorios</li><li>- Etiquetas</li></ul>
<b>Modo en que la información es engañosa o induce a error</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Denominaciones de los productos</li><li>- Información selectiva</li><li>- Exageración</li><li>- Ambigüedad</li><li>- Presunciones injustificadas</li><li>- Omisiones</li></ul>

## Causas subyacentes:

- Los diferentes requisitos de información del SFDR se utilizan como etiquetas
- Falta de claridad de determinados conceptos (inversión sostenible, contribución a un objetivo sostenible).
- Lagunas en el ordenamiento jurídico en relación a las políticas sobre la implicación de interesados
- Posibles soluciones:
  - Aclaraciones del Joint Committee de las ESAs sobre mejores prácticas en relación a la contribución mínima a un objetivo sostenible
  - Creación de etiquetas o categorías de productos de inversión basadas en estándares mínimos.
  - Armonización en las denominaciones de los productos financieros y los índices de referencia
  - Vincular los requisitos de la SRD II relativos a las actividades de implicación con las obligaciones de la misma naturaleza previstas en el SFDR para los participantes del mercado.

# GW en la información publicada por los ADMINISTRADORES DE ÍNDICES



Dimensiones	Áreas de riesgo
<b>Temas concretos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- <b>Estrategia ASG</b> (características, objetivos, componentes, etc.)</li><li>- <b>Reclamos relativos al impacto de un índice</b> (a través de una interpretación interesada de las métricas escogidas)</li><li>- Los <b>índices de referencia de la UE</b> de transición climática y los armonizados con el Acuerdo de París no se perciben como suficientes para reducir las emisiones reales de GEI y crear un verdadero impacto medioambiental).</li><li>- <b>Falta de transparencia</b> en relación con los componentes del índice y de estrategias ASG no vinculantes y que no se mencionan.</li></ul>
<b>Canales de transmisión</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Documentos regulatorios</li><li>- Comunicaciones comerciales</li><li>- Etiquetas (índices de referencia climáticos de la UE)</li></ul>
<b>Modo en que la información es engañosa o induce a error</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Denominaciones (vinculación con el caso de los fondos). Nivel de implicación de los proveedores de los índices.</li><li>- Omisiones</li><li>- Información sesgada (seleccionada según criterios arbitrarios)</li><li>- Exageraciones</li><li>- Ambigüedad</li></ul>

## Causas:

- Fecha de la última revisión del Reglamento de Índices de Referencia (2019) anterior al Reglamento de Taxonomía (2020); inexistencia de una obligación concreta en el Reglamento de publicar “información imparcial, clara y no engañosa”.

## **Posibles soluciones:**

- Introducción en el Reglamento de Índices de Referencia de la obligación de publicar información imparcial, clara y no engañosa.
- Actualizar la lista de factores ASG para que exista correlación con la Taxonomía; inclusión de referencias a la transición.
- Establecer requisitos más detallados y ambiciosos para los índices climáticos de la UE
- Creación de una etiqueta para los índices de referencia climáticos.
- Abordar la falta de transparencia de los componentes del índice.
- Establecer la diferenciación entre las características y objetivos ASG según sean vinculantes o no. Información sobre los indicadores utilizados para medirlos.

# GW en la información facilitada por las EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Dimensiones	Áreas de riesgo
<b>Temas concretos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Estrategias ASG</b> (en qué medida los servicios prestados tienen en cuenta la sostenibilidad, las características medioambientales y sociales, las principales incidencias adversas consideradas, etc.)</li> <li>- <b>Reclamos y afirmaciones exageradas o carentes de base real</b> relativas a la consideración de la sostenibilidad en el asesoramiento prestado. <ul style="list-style-type: none"> <li>- Afirmaciones del tipo de “Cuando le asesoramos, tenemos en cuenta la sostenibilidad” carecen de los detalles e información básica que se le proporcionaría a un inversor final al que, en un contexto similar, se le ofrece un fondo de inversión.</li> </ul> </li> <li>- <b>Impacto</b></li> <li>- <b>Rendimiento actual</b> de sostenibilidad</li> <li>- <b>Gobernanza</b></li> </ul>
<b>Canales de transmisión</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Documentos regulatorios</li> <li>- Comunicaciones comerciales</li> <li>- Calificaciones ASG</li> <li>- Etiquetas ASG</li> <li>- Plataformas online en las que se comparan productos</li> </ul>
<b>Modo en que la información es engañosa o induce a error</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Incoherencias</li> <li>- Exageraciones</li> <li>- Información sesgada</li> <li>- Omisiones</li> <li>- Falta de pruebas y evidencias</li> </ul>

## Causas:

- Falta de claridad en lo relativo a las “preferencias de sostenibilidad”
- Necesidad de mejorar los conocimientos y experiencia sobre temas de sostenibilidad (asesores e inversores minoristas)
- Lagunas en la información ASG facilitada respecto de determinados productos financieros

## Posibles soluciones

- Requerir certificaciones/títulos a los asesores respecto de los conocimientos sobre temas de sostenibilidad.
- En el contexto de las “preferencias de sostenibilidad”, publicar aclaraciones sobre qué constituye una buena o mala práctica para determinados productos financieros (aquellos instrumentos financieros que consideran otras PIAs) ya que el actual texto de MiFID II deja la puerta abierta al uso de información ASG no relevante o no vinculante.



M. Teresa Rodríguez Arias

Senior Officer

Sustainable Finance Unit-ESMA

[www.esma.europa.eu](https://www.esma.europa.eu)



[@ESMAComms](https://twitter.com/ESMAComms)



[European Securities and Markets Authority \(ESMA\)](https://www.esma.europa.eu)

29 September  
2023 14

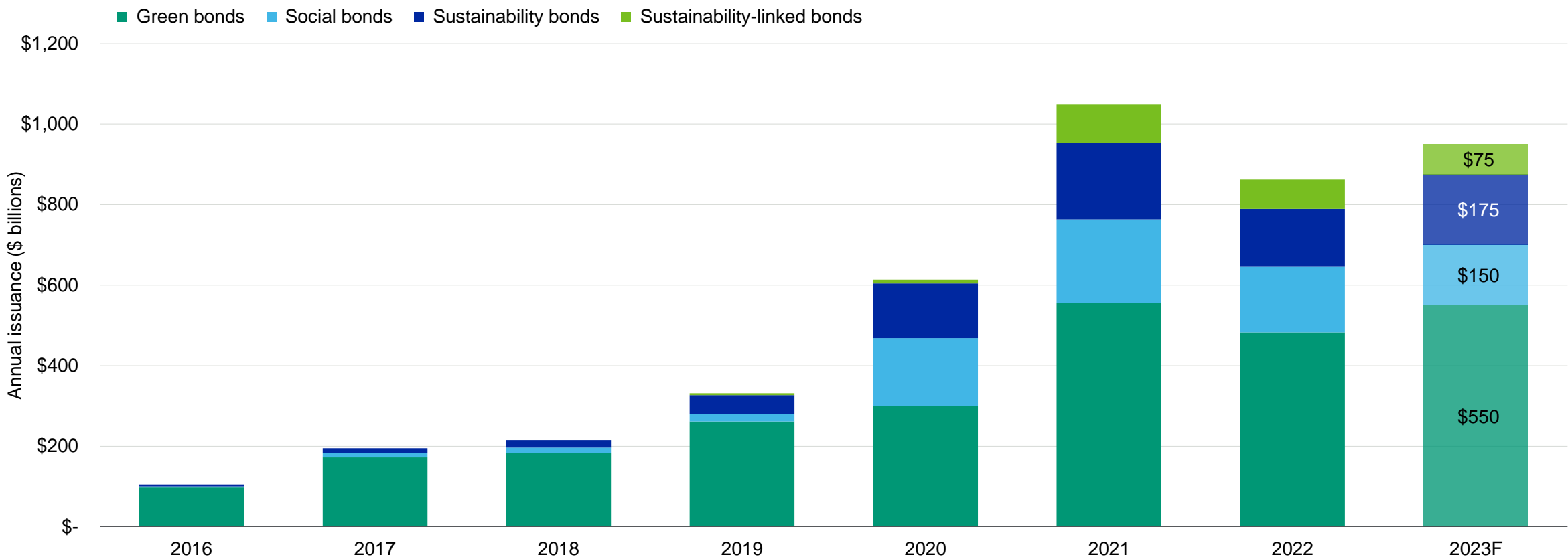


# Green Fridays at Banco de España Second roundtable: Sustainable verification

**Adriana Cruz Félix**, VP-Sustainable Finance, Regional Manager Second Party Opinions EMEA

SEP 2023

# Superando los desafíos, el mercado de bonos sostenibles rondará los 950 mil millones de dólares en 2023



2023F represents Moody's Investors Service full-year 2023 forecast.  
Sources: Moody's Investors Service and Environmental Finance Data

# Mayor enfoque en la calidad y credibilidad de los instrumentos y marcos sostenibles

Mayor referencia a taxonomías o estándares internacionales

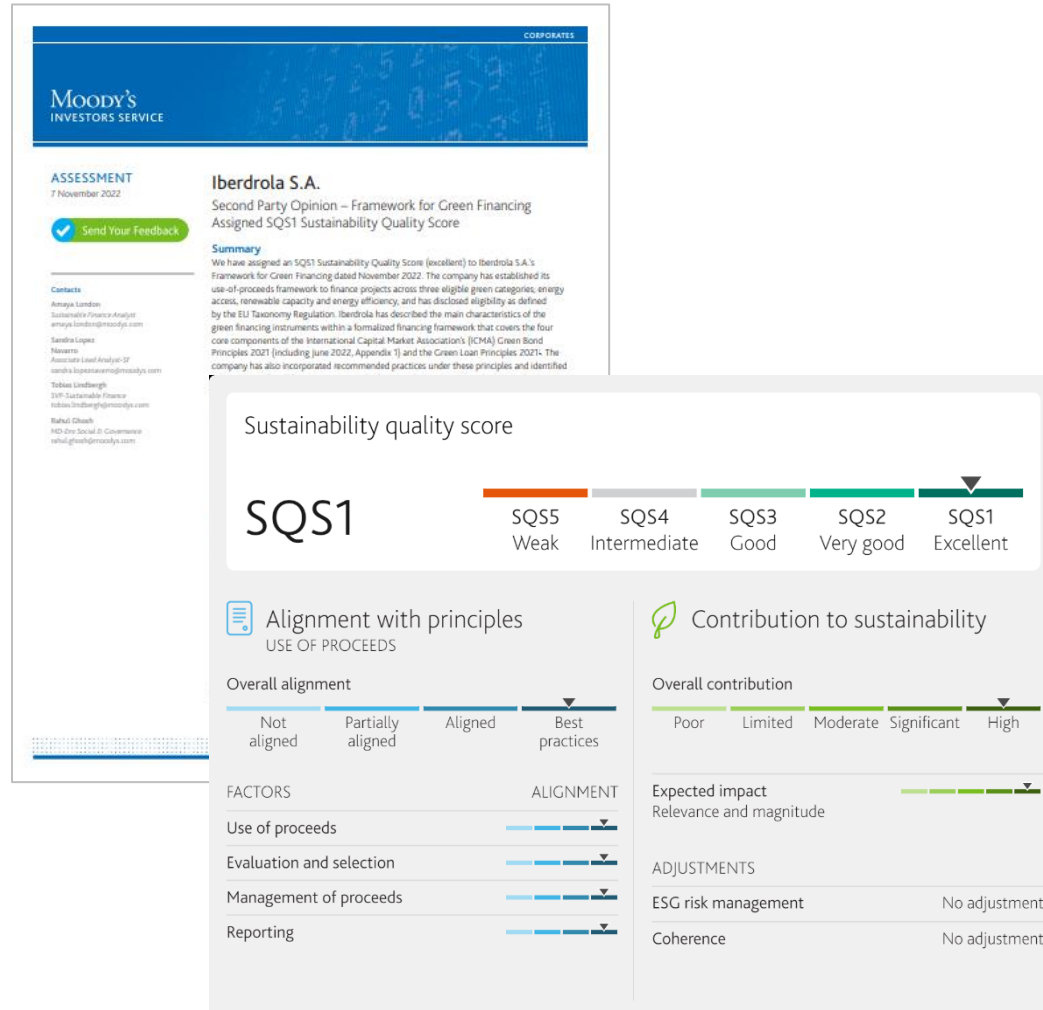
Mayor y mejor cobertura del impacto generado por emisores

Más interconexión entre objetivos ambientales y sociales



# Caso de estudio: Iberdrola S.A.

ESPAÑA | SERVICIOS PÚBLICOS: ELECTRICIDAD Y GAS NATURAL | SERVICIOS PÚBLICOS Y COMPAÑÍAS ELÉCTRICAS

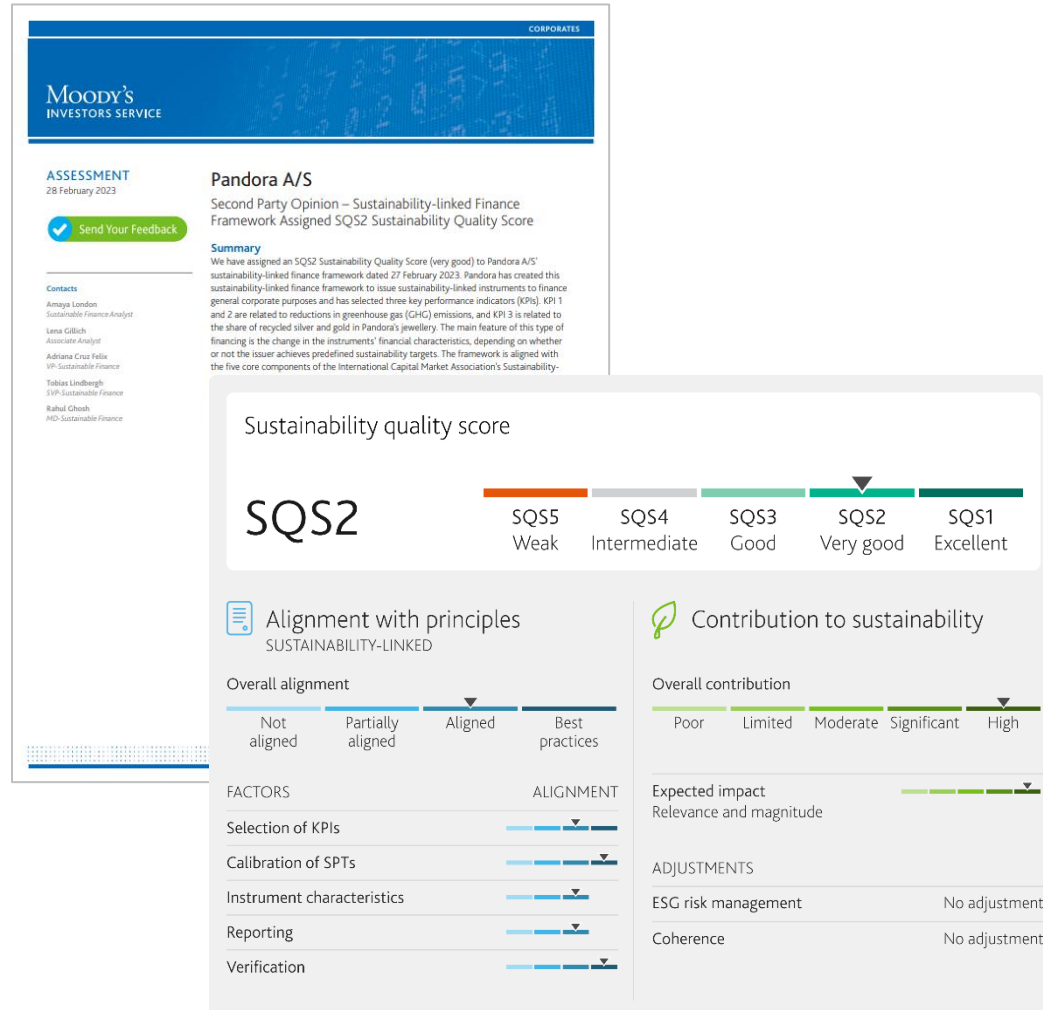


## S U M M A R Y

- » Los fondos estarán destinados a financiar proyectos dentro de **tres categorías elegibles**: acceso a la energía, energía renovables y eficiencia energética.
- » **Fortalezas:**
  - Los criterios de elegibilidad se basan en los criterios de contribución sustancial de la taxonomía de la UE.
  - Los objetivos ambientales han sido claramente definidos y son relevantes.
- » **Retos:**
  - Algunos proyectos relacionados con la producción de hidrógeno, los cuales pueden tener un consumo de agua importante, podrían ubicarse en países con estrés hídrico.

# Caso de estudio: Pandora A/S

DINAMARCA | PRODUCTOS DE CONSUMO: BIENES DE CONSUMO DURADEROS | BIENES DE CONSUMO DURADEROS

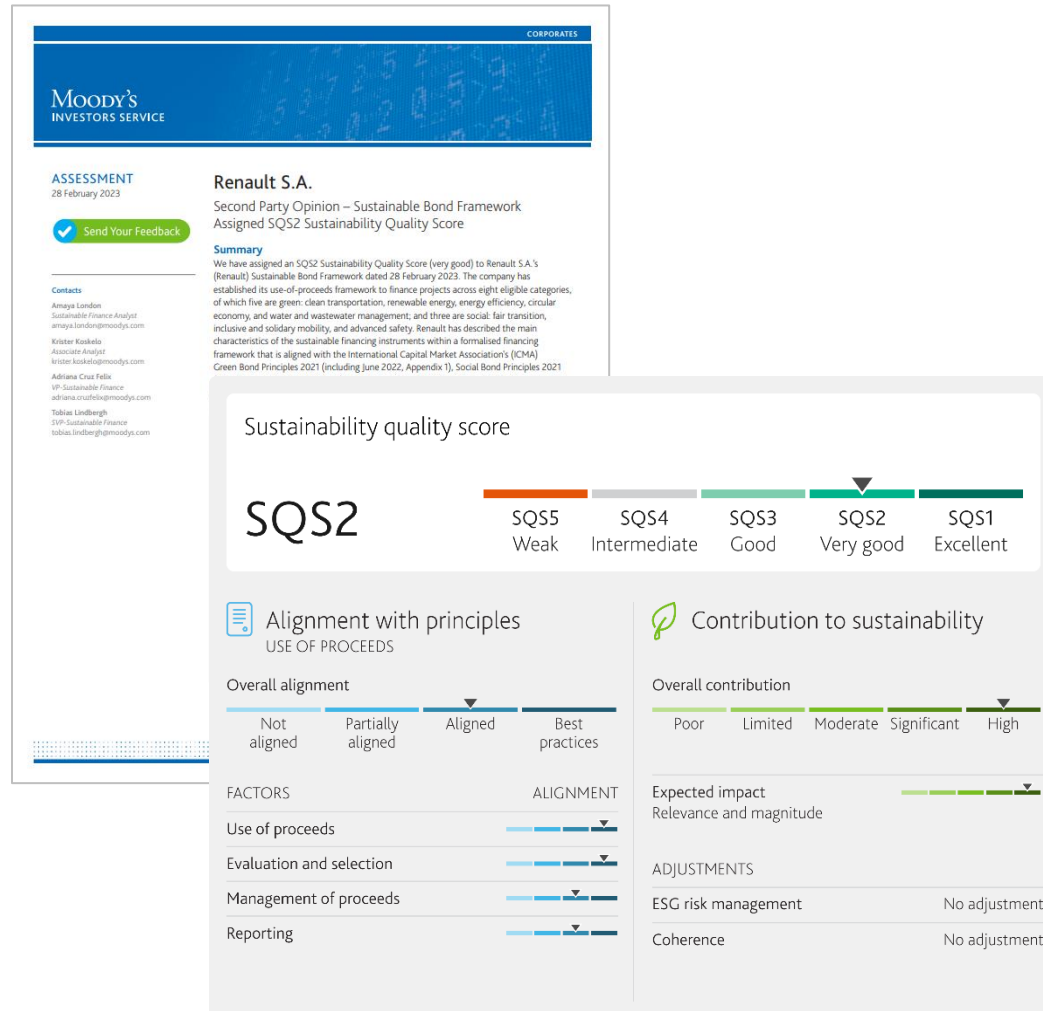


## S U M M A R Y

- » Pandora ha seleccionado **tres indicadores**: 2 sobre emisiones de GEI (alcance 1, 2 y 3) y 1 sobre la proporción de plata y oro reciclados en joyería.
- » **Fortalezas:**
  - Los KPIs abordan desafíos altamente relevantes para el sector.
  - Los KPIs relacionados con emisiones GEI serán siempre utilizados juntos.
  - Los objetivos de desempeño en materia de sostenibilidad (SPT) se establecen en conformidad con las normas internacionales.
- » **Retos:**
  - Los datos reales de consumo de energía de las tiendas propias y operadas de Pandora no están completos.

# Case study: Renault S.A.

FRANCIA | AUTOMOTRIZ: PASAJERO | FABRICANTE DE AUTOMÓVILES

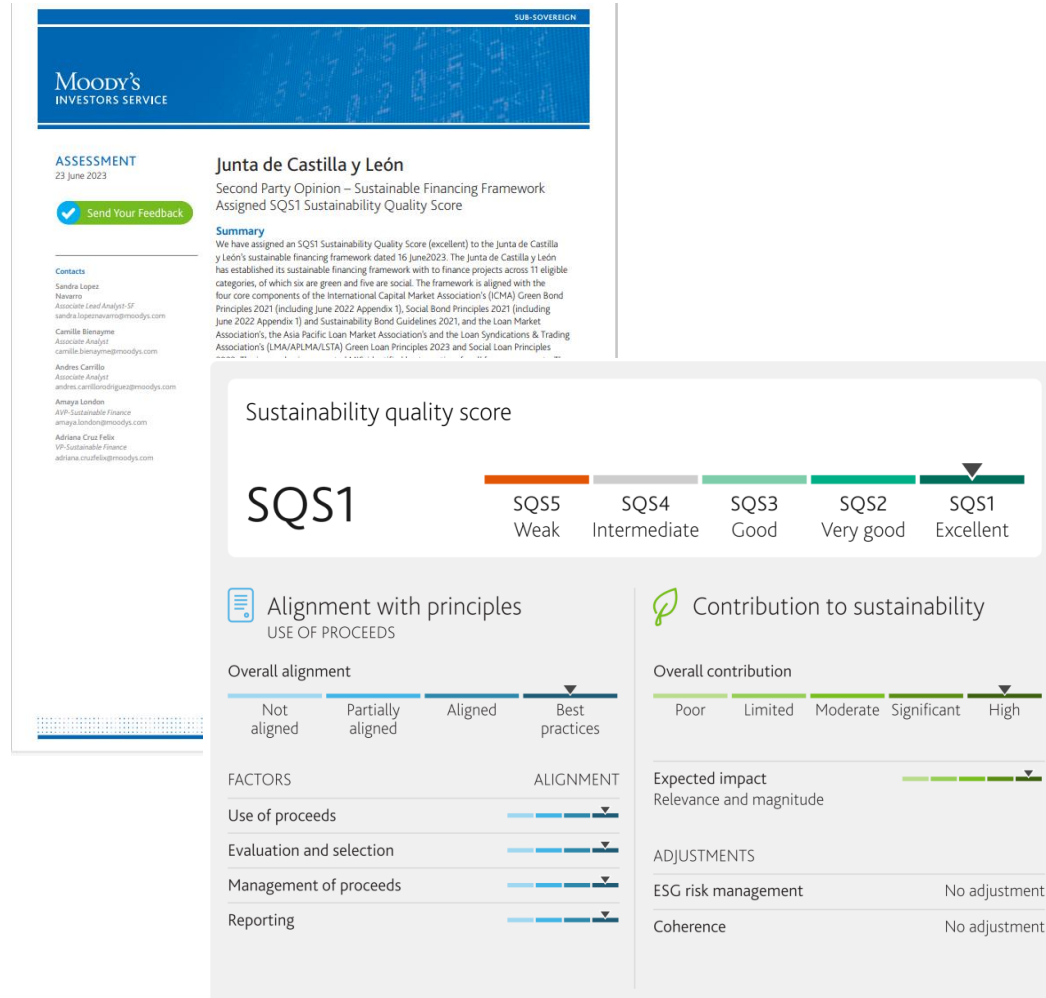


## S U M M A R Y

- » Los fondos se destinarán a financiar proyectos en **cinco categorías verdes elegibles y tres categorías sociales elegibles**.
- » **Fortalezas:**
  - Cinco categorías de proyectos verdes elegibles siguen los criterios de contribución sustancial de la taxonomía de la UE.
  - La categoría elegible para la transición justa aborda desafíos sociales altamente relevantes para la empresa y el sector.
- » **Retos:**
  - No hay revisión externa de los indicadores ambientales y sociales en los informes de impacto.

# Caso de estudio: Junta de Castilla y León

ESPAÑA | SUBSOBERANO



## S U M M A R Y

- » Los fondos se destinarán a financiar proyectos en **seis categorías verdes elegibles y cinco categorías sociales elegibles**.
- » **Fortalezas:**
  - Criterios de selección y exclusión claramente definidos.
  - El Marco tiene un vínculo estrecho con las “Directrices para la implementación de la Agenda 2030 en Castilla y León”.
- » **Retos:**
  - Los proyectos elegibles bajo algunas categorías ambientales no siguen los mejores criterios y umbrales de impacto en el mercado.

# Marco para emitir opiniones de segunda parte de MIS: puntuaciones

## ALINEAMIENTO CON LOS PRINCIPIOS

Indica nuestra opinión sobre el grado de alineación de un marco/instrumento con las normas y las mejores prácticas identificadas por el MIS. Señala el nivel de transparencia y rendición de cuentas. Escala de 4 puntos



### Puntuación de calidad de sostenibilidad

SQS5	SQS4	SQS3	SQS2	SQS1
Débil	Intermedia	Buena	Muy buena	Excelente
El perfil de sostenibilidad general del marco o instrumento se considera de calidad débil.	El perfil de sostenibilidad general del marco o instrumento se considera de calidad intermedia.	El perfil de sostenibilidad general del marco o instrumento se considera de buena calidad.	El perfil de sostenibilidad general del marco o instrumento se considera de muy buena calidad.	El perfil de sostenibilidad general del marco o instrumento se considera de excelente calidad.



### Alineación con los principios

#### Alineación general

No alineado	Parcialmente alineado	Alineado	Mejores prácticas
Uso de los recursos		Ligado a la sostenibilidad	
• Uso de los recursos		• Selección de ICD	
• Evaluación y selección		• Calibración de los ODS	
• Manejo de los recursos		• Características del instrumento	
• Generación de reportes		• Generación de reportes	
		• Verificación	



### Contribución a la sostenibilidad

#### Contribución general

Débil	Limitada	Moderada	Significativa	Alta
Uso de los recursos y Ligada a la sostenibilidad				
• Impacto esperado			• Gestión de riesgos ESG	
Relevancia			• Coherencia	
Magnitud				

## CALIDAD GENERAL DE SOSTENIBILIDAD



Combina la puntuación de alineación con principios y la puntuación de contribución a la sostenibilidad para indicar nuestra opinión sobre la calidad general de sostenibilidad de un instrumento financiero o marco de financiación. Escala de 5 puntos

## CONTRIBUCIÓN A LA SOSTENIBILIDAD



Indica nuestra opinión sobre la contribución esperada de los proyectos o activos financiados por los ingresos, o los objetivos clave de rendimiento, al avance del desarrollo sostenible a largo plazo del emisor, teniendo en cuenta la gestión de las externalidades ESG y la coherencia con las características de sostenibilidad del emisor. Escala de 5 puntos

Adriana Cruz Felix  
[Adriana.Cruzfelix@moodys.com](mailto:Adriana.Cruzfelix@moodys.com)

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

**CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.**

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the credit rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service, Inc. and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY100,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.



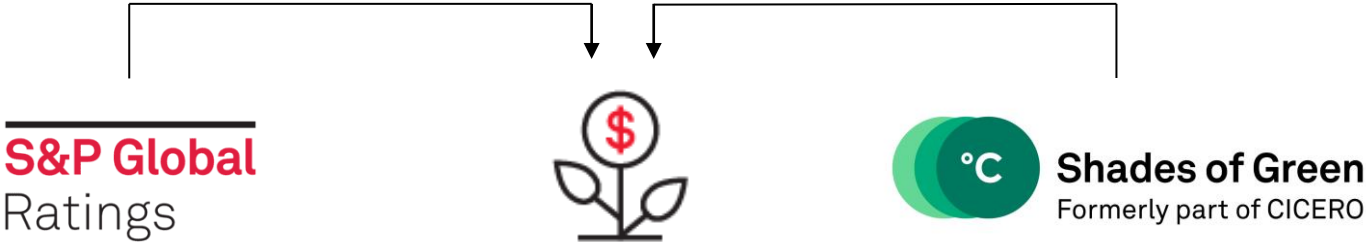
**Luisina Berberian**  
Director, Sustainable Finance  
S&P Global Ratings

# Keeping Green Bonds from Greenwashing

## Sustainable verification

# Equipo de S&P Global Ratings Sustainable Finance

Equipo global de expertos en Financiación Sostenible – ahora fusionado con Shades of Green



**Equipo  
Sustainable  
Finance**

**Experiencia integrada y amplia**

Geografías      Sectores      Tecnologías      Factores de Sostenibilidad      Tipos de emisores y financiaciones      Crédito      Investigadores CICERO Foundation

# S&P Global Ratings Second Party Opinions, featuring Shades of Green

~600

SECOND PARTY OPINIONS DELIVERED  
TO DATE\*

160

YEARS OF EXPERIENCE IN PROVIDING  
INDEPENDENT OPINIONS TO THE  
MARKETS\*

70+

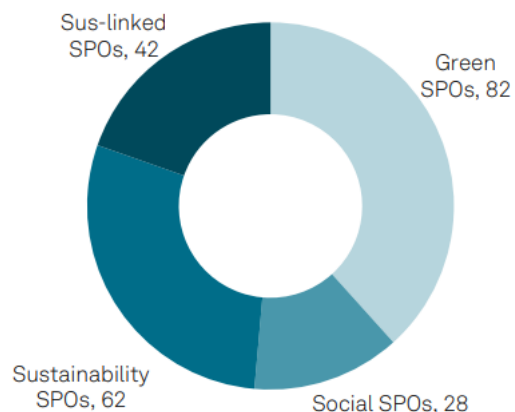
SUSTAINABLE FINANCE ANALYSTS\*

14

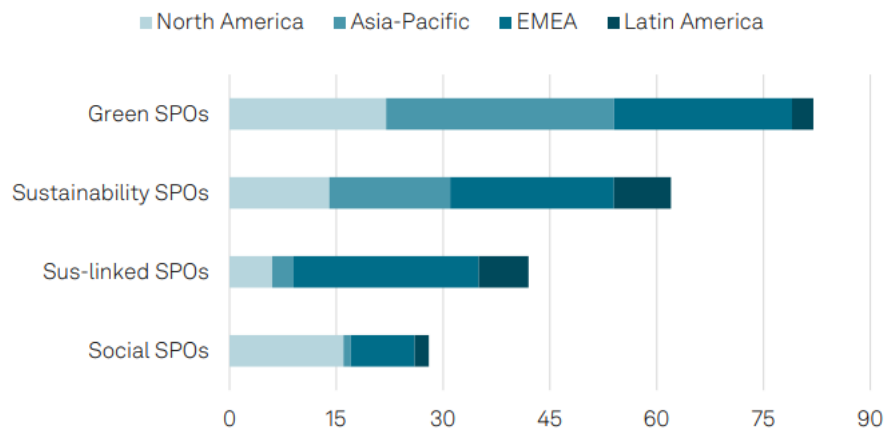
INDUSTRY AWARDS RECEIVED SINCE  
2016\*

\*As of July 2023

Distribution of SPO types (no. of SPOs)



Geographic distribution of SPOs (no. of SPOs)

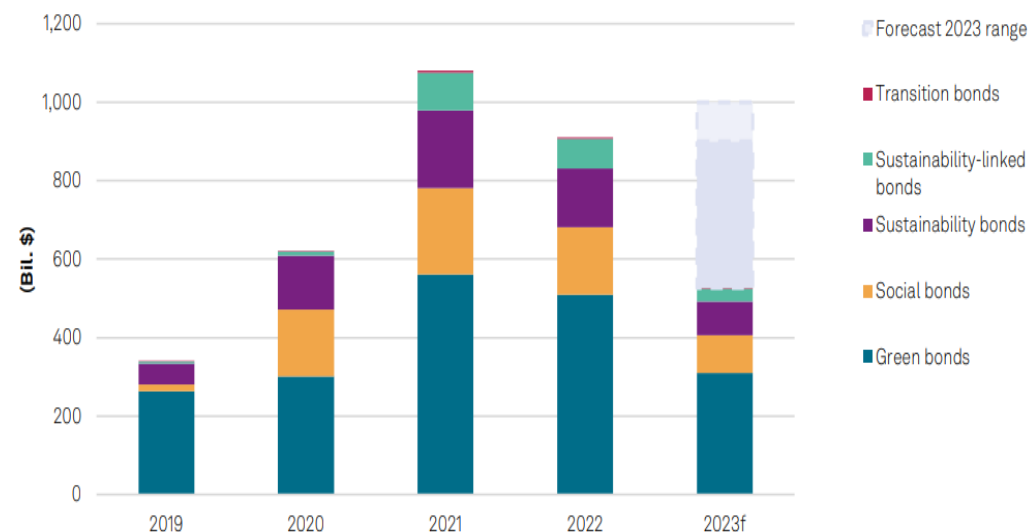


# Perspectiva global de la deuda sostenible

**El volumen de emisión crece y representa una mayor proporción del mercado general de bonos**

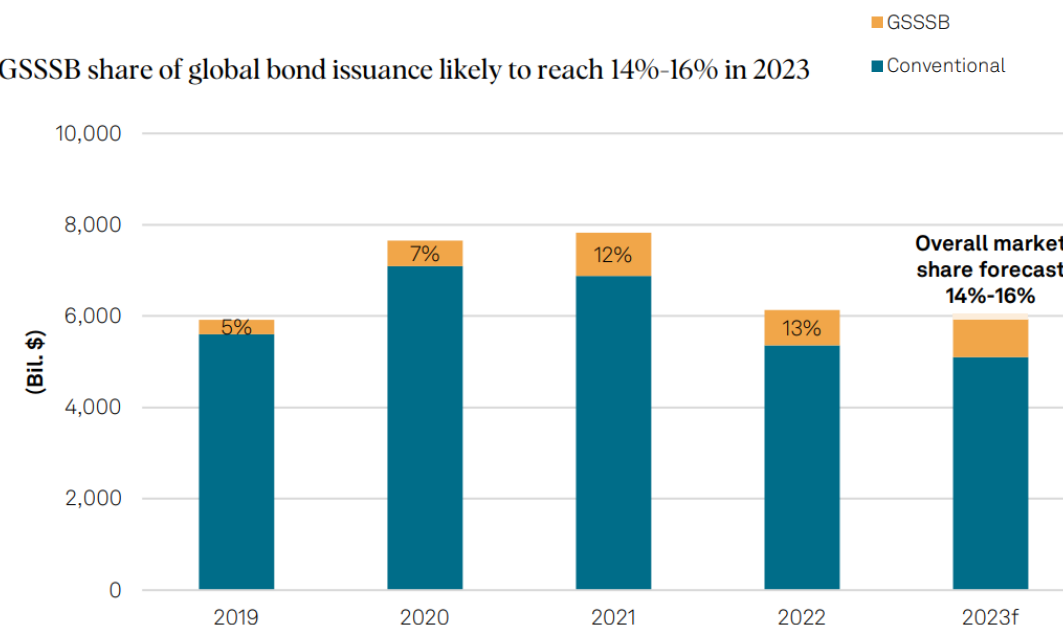
## Emisión anual deuda sostenible

GSSSB issuance totals are forecast to increase by 5%-17% in 2023 versus 2022



## Cuota de mercado de deuda sostenible

GSSSB share of global bond issuance likely to reach 14%-16% in 2023

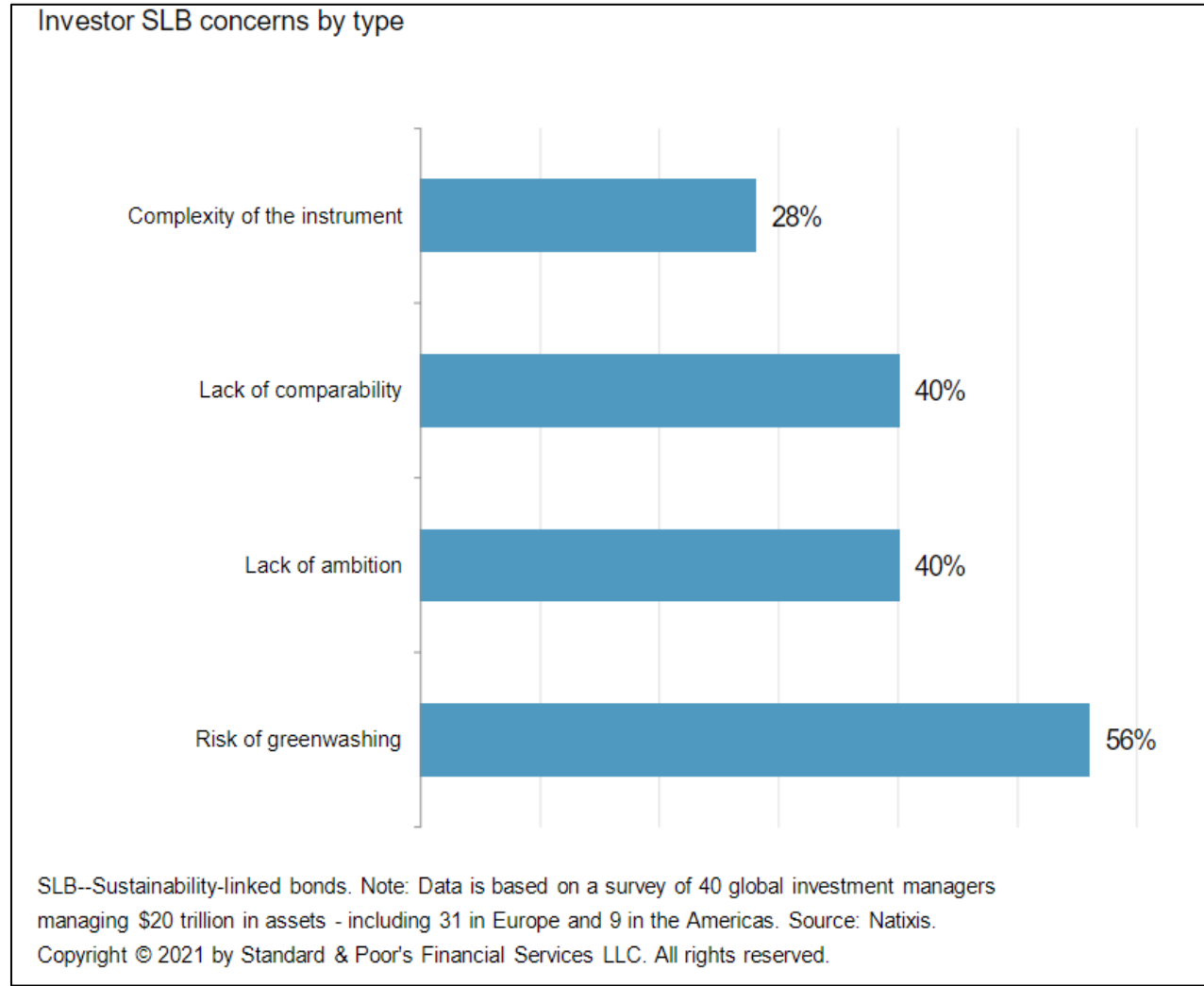


Note: Excludes structured finance issuance. Data for 2023 combines January-June results with our forecasts for the full year. f--S&P Global Ratings forecast. GSSSB--Green, social, sustainable, and sustainability-linked bonds. Sources: Environmental Finance Bond Database. S&P Global Ratings. Copyright © 2023 by Standard and Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Note: Excludes structured finance and sovereign issuance. f--S&P Global Ratings forecast. GSSSB--Green, social, sustainable, and sustainability-linked bonds. Sources: Environmental Finance Bond Database. S&P Global Ratings. Copyright © 2023 by Standard and Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Fuente: Global Sustainable Bonds 2023 Issuance To Exceed \$900 Billion, Sept. 5<sup>th</sup>, 2023

# Riesgo de **Greenwashing**: Principal Preocupación De Inversores de SLBs

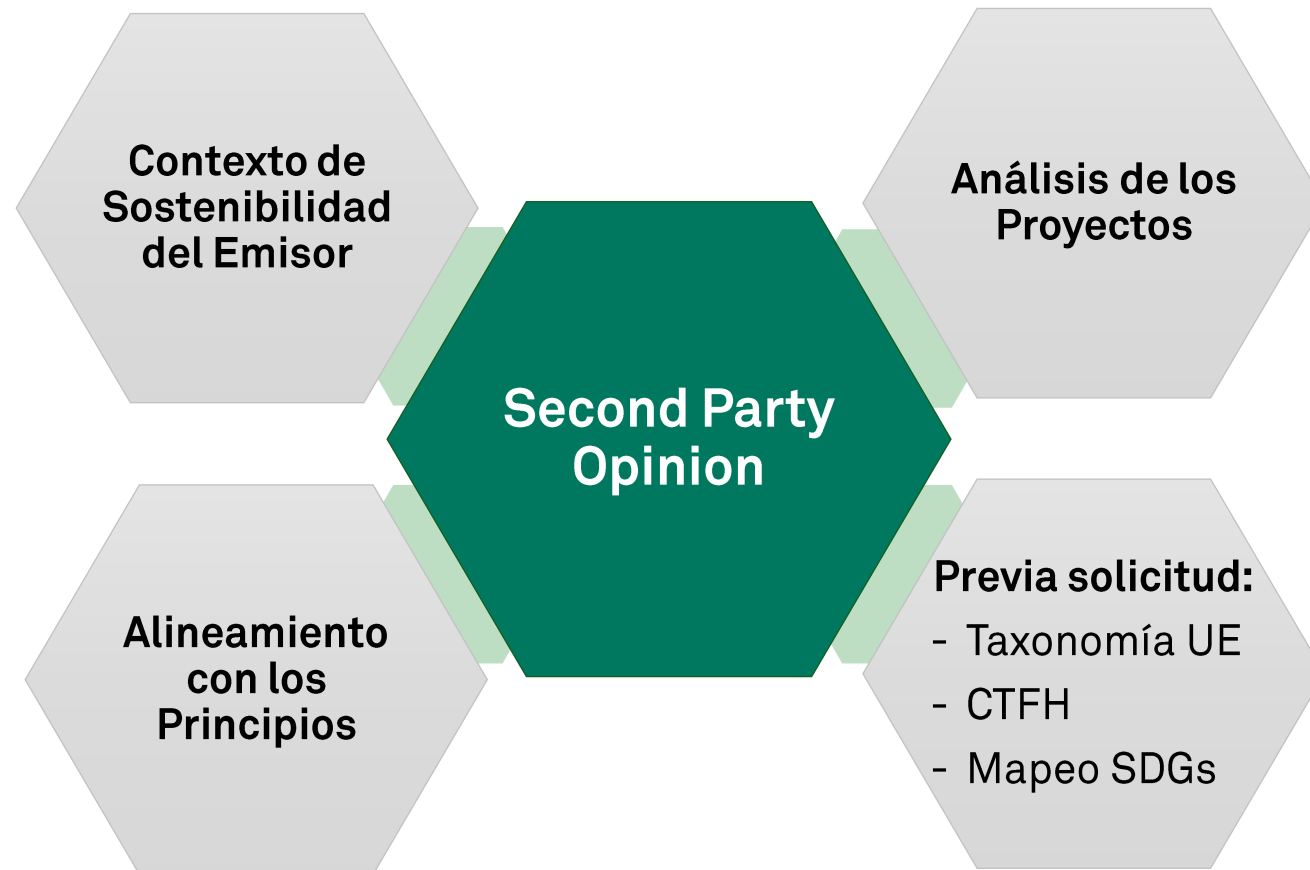


## Potenciales riesgos:

- Los objetivos no son lo suficientemente ambiciosos (ej. baseline antigua)
- Comparabilidad y fiabilidad del performance historico (muchas veces no auditado)
- Dificultad de comparar KPIs entre emisores y sectores
- Relevancia del KPI (ej. puede no aplicar a una gran parte del negocio del emisor)

# Componentes analíticos de una SPO para financiaciones Use of Proceeds

**Análisis puntual de un instrumento, programa o marco de finanzas sostenibles y las características relevantes de la entidad emisora**

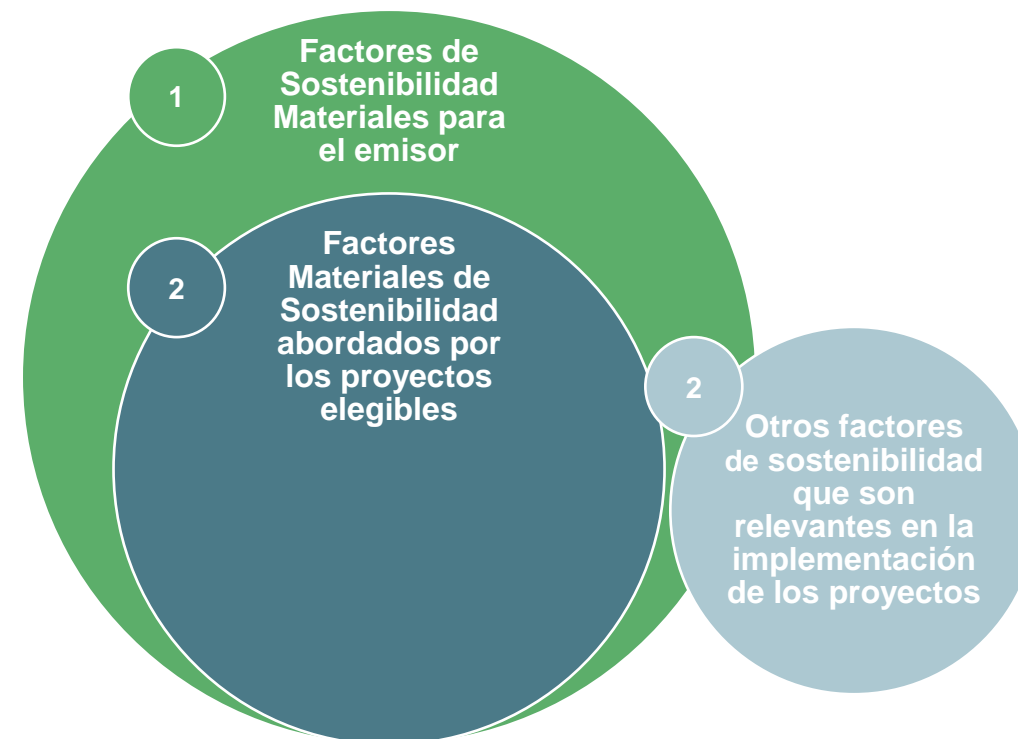


# Contexto de Sostenibilidad del Emisor

Cómo contribuye la financiación a abordar los factores de sostenibilidad más importantes del emisor

## Enfoque del análisis:

- 1 • Identificamos **factores de sostenibilidad materiales** para el emisor, considerando su sector, geografía y actividades operativas.
  - 2 • Determinamos cómo la financiación, a través de sus **proyectos**, aborda los factores materiales de sostenibilidad
  - 3 • Determinamos si hay **factores de sostenibilidad adicionales** que son importantes para la implementación del financiamiento.
- 3 • **Revisamos la estrategia** del emisor respecto a los factores de sostenibilidad relevantes para la financiación, considerando las políticas públicas, trayectoria, acciones y objetivos relacionados.

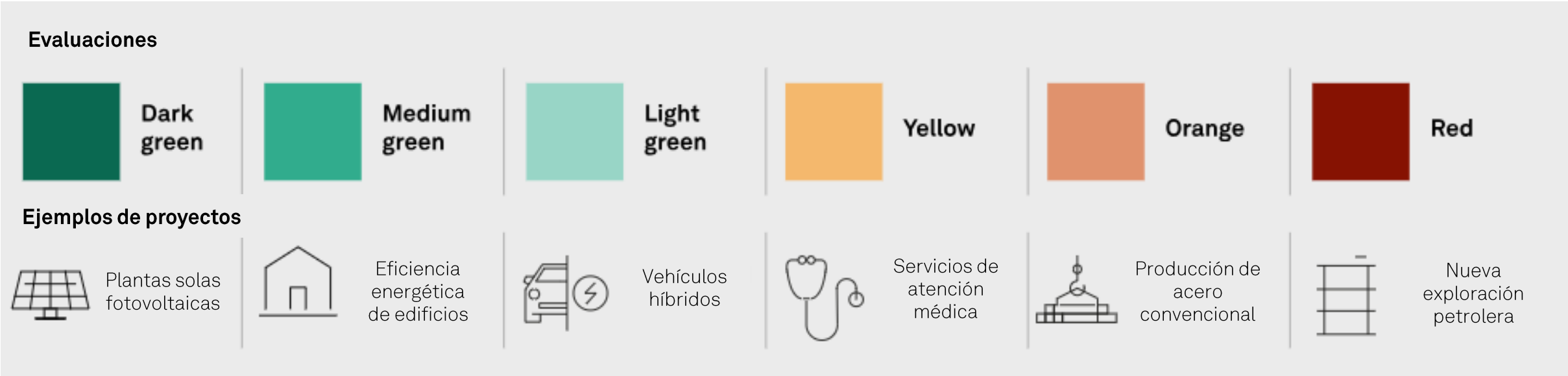


3

Estrategia del emisor sobre los factores de sostenibilidad materiales

# Shades of Green

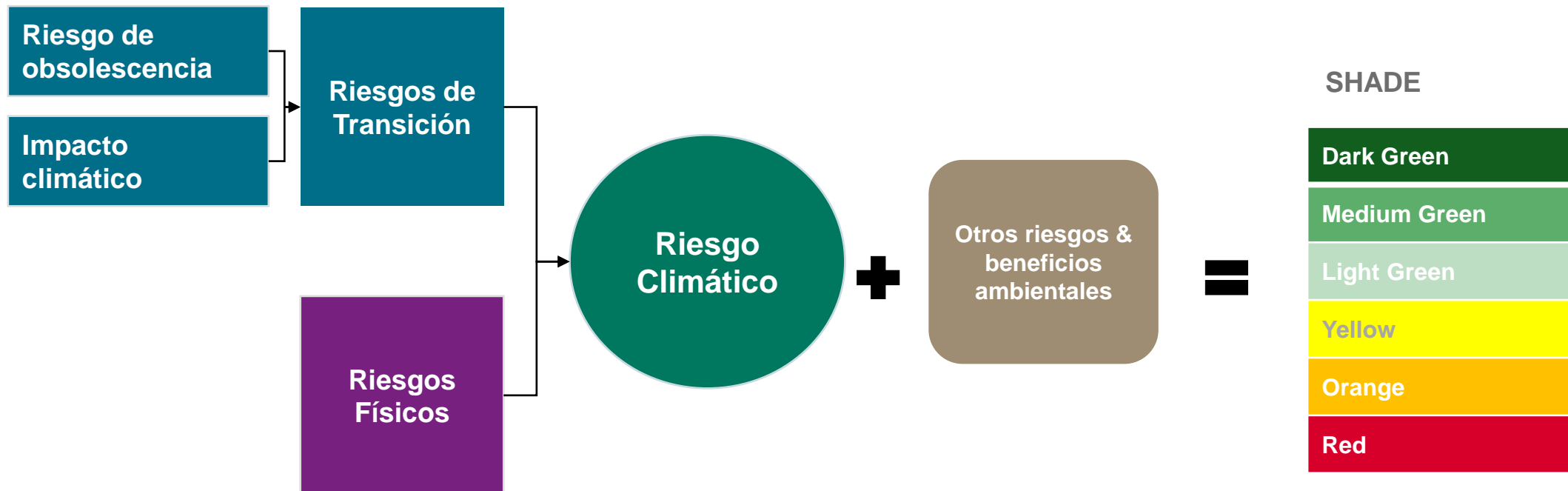
Opinión futura / prospectiva de que tan consistente es una actividad o inversión centrada en el medio ambiente con un futuro bajo en carbono y resiliente al clima.



# Enfoque Analítico: Shades of Green

## Factores clave incluidos en el análisis para asignar un tono verde a los proyectos verdes elegibles

Ejemplos: Proyectos donde el foco principal es la energía renovable, el transporte limpio o la captura de carbono



### FACTORES HOLÍSTICOS

Jurisdicción

Cadena de Valor

# Análisis de los Proyectos

Evaluación de las características de sostenibilidad de los proyectos elegibles por la financiación.



## Verde

- Revisión de la contribución medioambiental usando Shades of Green
- Categorías: Light, Dark and Medium to Light Green
- Financiación en general: Light Green

### Eligible Green Projects Assessment Summary

Eligible projects under issuer's green bond framework are assessed based on their environmental benefits and risks, using the Shades of Green methodology.

Green buildings	Light green
New construction, existing buildings, and renovations	
Renewable energy	Dark green
Hydropower production facilities	
Pollution prevention and control	Medium to Light green
Recycling of waste and manufacturing of filter membranes for waste-water treatment	

Fuente: Second Party Opinion: Flekkefjord Sparebank's Green Bond Framework

# Gracias

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED, OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives. Rating-related publications may be published for a variety of reasons that are not necessarily dependent on action by rating committees, including, but not limited to, the publication of a periodic update on a credit rating and related analyses.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (subscription) and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

Australia: S&P Global Ratings Australia Pty Ltd holds Australian financial services license number 337565 under the Corporations Act 2001. S&P Global Ratings' credit ratings and related research are not intended for and must not be distributed to any person in Australia other than a wholesale client (as defined in Chapter 7 of the Corporations Act).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

**spglobal.com/ratings**



# EQA

## **Green Friday Banco de España**

Keeping green bonds from  
greenwashing

Sustainable Verification

Madrid, 29 de septiembre de 2023

## Datos de EQA

*Certificación, inspección y verificación ESG con más de 20 años de experiencia*



Certificación  
Incentivos  
**I+D+i**



Entidad Colaboradora  
Urbanística  
**Licencias  
de actividad**

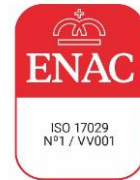


**Sostenibilidad (ESG)  
y Sistemas de  
Gestión**

FFSS



**+20**  
Acreditaciones  
y autorizaciones



**Climate Bonds** INITIATIVE



**10.000 auditorías  
al año**



**Damos servicio al  
85% de las  
empresas del  
IBEX 35**



**250 personas en  
plantilla en España**



**6.500  
colaboradores  
científicos**

## Sobre EQA

- **EQA España**, en adelante EQA, es una entidad internacional de **certificación y verificación ESG** con más de 20 años de trayectoria.
- EQA fue fundada en 1993 en Reino Unido. En España estamos presentes desde 1997, **operamos a nivel nacional** en todo el territorio español. A nivel internacional, contamos con oficinas en **Chile, México, Colombia y República Dominicana**.
- EQA cuenta con líneas de negocio en **Finanzas Sostenibles, Cambio Climático, Responsabilidad Social Corporativa, Compliance, I+D+i**, entre otras.
- EQA, para la mayoría de sus servicios se encuentra acreditado por la **Entidad Nacional de Acreditación- ENAC**, entidad designada por el Gobierno de España como el representante de las organizaciones internacionales que configuran la infraestructura global de acreditación.
- Respecto a Finanzas Sostenibles, EQA es el primer verificador español, y de habla hispana, aprobado por **Climate Bonds Initiative - CBI** para la Verificación de Bonos y Préstamos Climáticos.
- Ofrecemos servicios de Verificación para **Instrumentos Financieros Verdes, Sociales, Sostenibles y ligados al Desempeño en Sostenibilidad; Verificación de Impacto y Verificación de Inversiones Socialmente Responsables**.



## Presencia institucional

spainSIF

**QAEC**  
ASOCIACIÓN ESPAÑOLA PARA LA CALIDAD

Cumplen✓

 Spain  
**nab**



Asociación  
Española  
de Compliance



Eficiencia Energética  
y Sostenibilidad



**ASPRIMA**  
ASOCIACIÓN DE PROMOTORES  
INMOBILIARIOS DE MADRID

  
**ENAC**  
Entidad Nacional de Acreditación

**UNE**  
Normalización  
Española

 **anese**

**ES|IMPACT**

**CONAMA**

**forética**

**CÁTEDRA  
DE IMPACTO  
SOCIAL**



# Soluciones en Finanzas Sostenibles

## Para Instrumentos Financieros Sostenibles



### Second-Party Opinion & Verificación

- Bonos Verdes.
- Bonos Sociales.
- Bonos Sostenibles.
- Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
- Préstamos Verdes.
- Préstamos Sociales.
- Préstamos Vinculados a la Sostenibilidad.

## Para Inversiones de Impacto



### Verificación de Impacto

- Validación de Impacto Esperado.
- Verificación de Informe de Impacto.
- Verificación de Impacto Final.

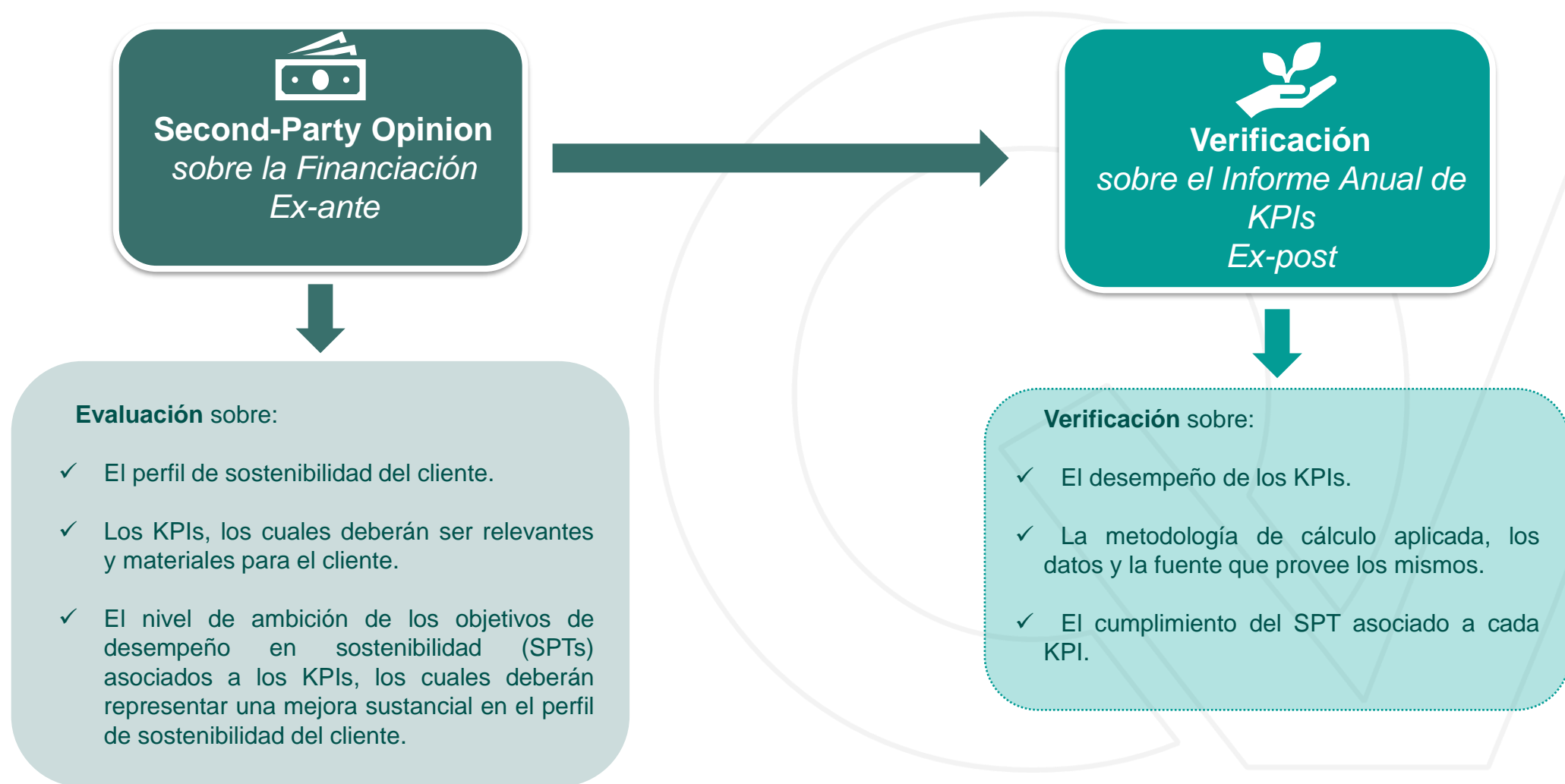
## Para Inversiones ESG









### Verificación de Inversión ESG

- Verificación de alineación con SFDR.
- Verificación de alineación con Taxonomía UE.
- Verificación de cumplimiento de Principio de no causar daño significativo (DNSH).
- Verificación PRI.

# Soluciones para Instrumentos Financieros Sostenibles



# Interrelación entre las Divisiones de EQA en materia de Sostenibilidad

	 Licencias Urbanísticas	 I+D+i	 ESG	 ENVIRONMENTAL					 SOCIAL			 GOVERNANCE
Relacionados con				Genérico MA	Aire	Agua	Residuos	Energía	Genérico	Social	Laboral	Prácticas de buen Gobierno
Obligación de divulgación			EINF/CSRD		Huella Carbono		Contenido plástico					Canal de denuncias
												PBC
Demostrar compromiso				ISO 14001	Huella Carbono	Huella H <sub>2</sub> O	Residuo Cero	ISO 50001	ODS	Verificación Impacto	Plan de Igualdad	Compliance UNE 19601
Voluntario				Evento sostenible	Descarbonización de organización		Huella de plástico		Cadena de valor			Antisoborno - ISO 37001
Financiación	Proyecto Técnico	Proyectos	SPO	Validación DNSH	P. Clima Mecanismos	Bono Verde		Certificados CAEs	Bono Social			
	Edif. sostenibles	Seguridad Social		Taxonomía	Huella Carbono	Préstamo Verde			Préstamo Social			
		Tax Lease I+D		Fondos europeos								

# Pilares de la Verificación de Tercera Parte



Independencia  
Objetividad  
Competencia Técnica

Esquema de Supervisión

**Objetivo → confianza para una adecuada toma de decisiones:**



- Inversores
- Clientes
- Consumidor
- Regulador
- Supervisor
- Sociedad



Conseguir/otorgar financiación  
Demostrar compromiso  
Demostrar cumplimiento



## El escenario de la verificación en sostenibilidad: de dónde venimos



Dispersión de modelos de cumplimiento



Dispersión / ausencia de metodología de cálculo



Complejidad del modelo vs relajación en el compromiso



Falta de concreción sobre la figura del verificador

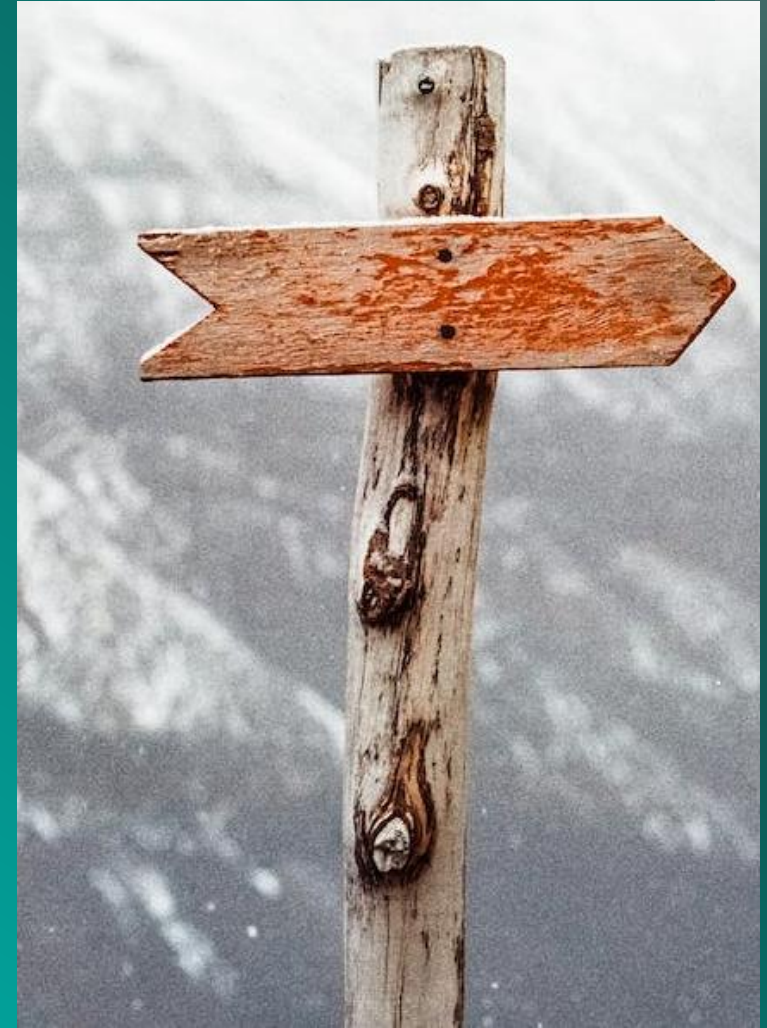


→ Desconocimiento de la acreditación en el sector financiero



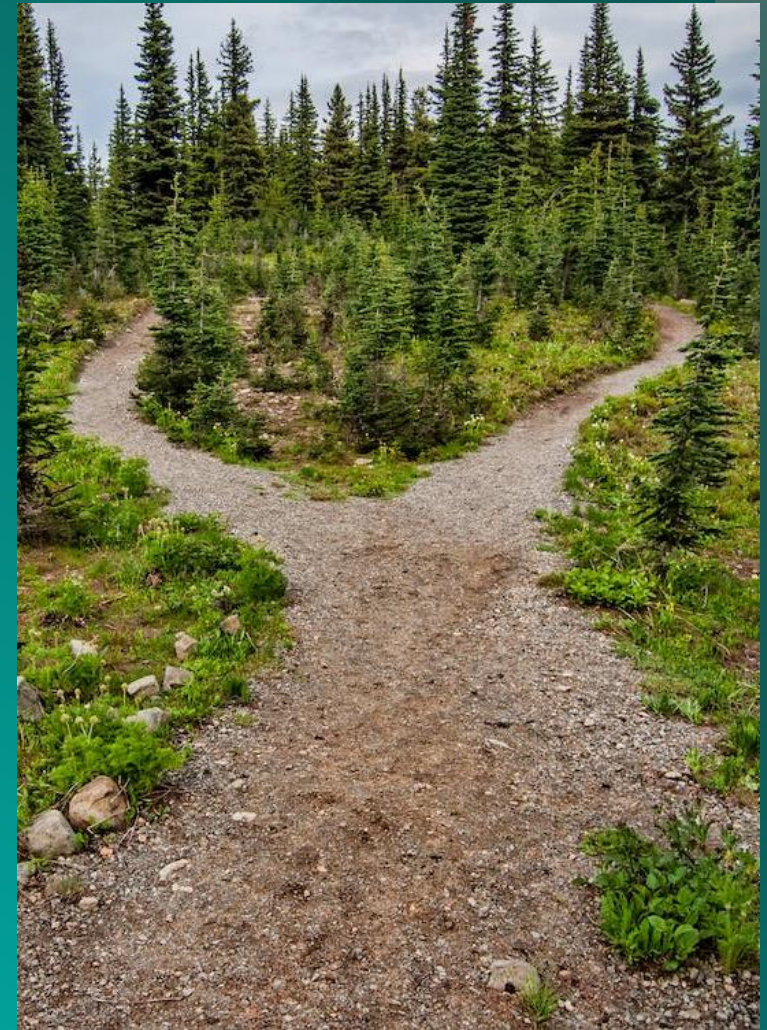
Todo esto provoca incertidumbre en el inversor, retrasos en la financiación e incumplimiento de los objetivos perseguidos.

Origen de cierto tipo de **greenwashing**.



# El escenario de la verificación en sostenibilidad: hacia donde deberíamos ir

- ⇒ **Acercamiento entre autoridades y acreditación**
- ⇒ **Aprovechar modelos que ya están funcionando**  
Desde GEI hasta CAEs
- ⇒ **Modelos que están transicionando**  
CSRD  
ODS  
Propuesta Directiva Alegaciones Ecológicas (Etiquetado)
- ⇒ **Modelos donde se debe concretar**  
EU GB  
SFDR  
Verificación de Impacto



# Gran oportunidad en el corto plazo: Aplicar en la adenda al PRTR lo aprendido en la 1ª fase en demostrar el cumplimiento del principio DNSH





### DIRECCIÓN

Calle Joaquín Bau nº 2 | 1ª Planta  
Escalera Derecha | 28036 Madrid



### TELÉFONO

913078648



### EMAIL

info@eqa.es



EQAGrupo



grupo-eqa



grupo-eqa

# Desafíos de la inversión sostenible “Dark Green”

Análisis de los fondos artículo 9 españoles

# Índice

Abstract / Resumen ejecutivo.....	4
1. Breve Reseña del marco regulatorio en España .....	6
1.1 Introducción.....	7
1.2. Reglamento (UE) 2020/852 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (Taxonomía).....	8
1.3. Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR).....	8
1.3.1. SFDR - Ámbito de aplicación.....	8
1.3.2. SFDR - Transparencia en la información sobre sostenibilidad de los productos financieros .....	9
1.3.3. SFDR - Requisitos de Divulgación .....	9
1.3.3.1. Requisitos de divulgación para las Entidades Sujetas:.....	9
1.3.3.2. Requisitos de divulgación de los productos. ....	10
1.3.4. SFDR - Comparativa de criterios Art. 8 y Art. 9 .....	11
1.4. Objeto del Informe .....	12
2. Análisis cuantitativo del mercado .....	13
2.1. Mapa de fondos inscritos bajo el Art. 9 .....	14
2.2. Evolución del mercado europeo.....	15
2.2.1. Creciente demanda de la inversión en ESG .....	15
2.2.2. Retos de la industria.....	15
3. Análisis cualitativo del mercado en España. La coherencia en la aplicación del Reglamento 2019/2088 (SFDR).....	18
3.1. Criterios de autoclasificación como Art. 9 de los fondos españoles.....	19
3.2. Ausencia de definición normativa de lo que se considera inversión sostenible .....	19

3.3. Metodología de análisis .....	19
3.4. Observaciones del análisis global de las carteras .....	20
Exposición a través de renta fija pública.....	25
Exposición a través de renta variable directa.....	26
Exposición a través de instituciones de inversión colectiva.....	29
3.5. Hallazgos y conclusiones.....	29
4. Análisis de los criterios de sostenibilidad y métricas utilizadas.....	31
4.1. Indicadores para la medición de la consecución de los objetivos de sostenibilidad .....	32
4.2. Criterios de análisis de sostenibilidad de las inversiones .....	32
5. Breve reflexión sobre la relación entre los objetivos ligados a la sostenibilidad y el riesgo financiero .....	34
6. El caso de los FESE como fondos bajo el Art. 9. Algunas propuestas .....	37
6.1. FESE como objeto del SFDR .....	38
6.2. Régimen de Inversiones FESE vs. Inversión sostenible .....	38
7. Conclusiones .....	40
1. Crecimiento de la inversión sostenible, pero no de los fondos art. 9 del SFDR.....	41
2. Sostenibilidad de las inversiones de los fondos art. 9 .....	41
3. Criterios de sostenibilidad utilizados por las gestoras - ODS.....	42
4. Los fondos verde oscuro prevén invertir en instrumentos financieros derivados, entidades de capital riesgo y CoCos .....	43
5. Actualmente, los FESE no pueden considerarse fondos del art. 9 del SFDR per se .....	43
8. Recomendaciones.....	44
8.1. Recomendaciones a la industria o sector .....	45
8.2. Recomendaciones al regulador .....	46

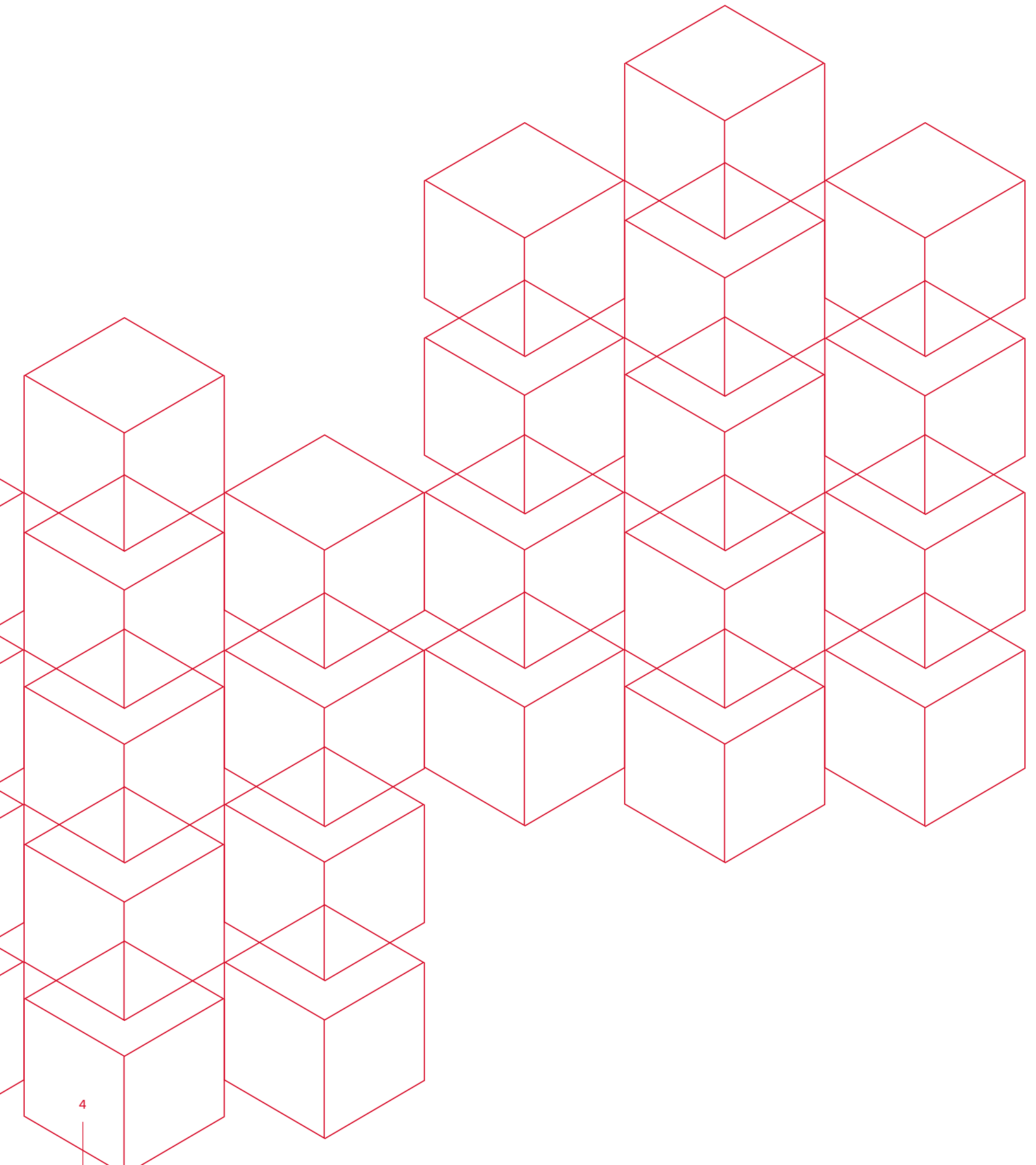
## Autores

- Beatriz Cabello                      ■ Elena Morris
- Joan Carles Noguera              ■ Inés García-Pintos
- Óscar Elvira                         ■ Patricia Gabeiras

## Consejo académico

- Oriol Amat                            ■ Mikel García-Prieto
- Patricia Gabeiras                  ■ Marcos Eguiguren
- Marta de la Cuesta

# Abstract / Resumen ejecutivo



**En los últimos años se ha observado un interés creciente de los inversores por las finanzas sostenibles, es decir, aquellas inversiones que pretenden combinar objetivos financieros con objetivos ambientales y sociales.**

La Unión Europea ha desarrollado numerosas iniciativas regulatorias para promover este tipo de inversión, empezando por definir una clasificación de las actividades sostenibles (en torno a la Taxonomía) y promoviendo la transparencia en la divulgación de los aspectos sostenibles de las inversión (con el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles, SFDR, por sus siglas en inglés). La normativa SFDR, sin embargo no establece un sistema específico de clasificación o rating de dichos fondos y, por lo tanto, la catalogación de los mismos como artículo 8 ó 9 dependerá de cómo el fondo y la entidad gestora den respuesta a los requisitos establecidos en la normativa. La categorización como productos financieros del artículo 9 del SFDR, hoy por hoy, no constituye una “etiqueta” que garantice el desempeño en materia de sostenibilidad. Dado que existe una falta de homogeneidad en los criterios aplicados por las gestoras, la comparativa entre los fondos de inversión resulta complicada. En un primer momento, las entidades habían hecho una interpretación más posibilista de los requerimientos de los activos aptos para ser objeto de inversión de los fondos del art. 9 del SFDR. Sin embargo, los reguladores han aclarado que un fondo del art. 9 exclusivamente puede invertir en activos calificados como “inversiones sostenibles.

En España, dos años después de la entrada en vigor del SFDR, el patrimonio de los fondos de inversión clasificados bajo los artículos 8 y 9 del SFDR ha experimentado un crecimiento significativo. Sin embargo, podemos observar que el peso de los fondos del art. 9 del SFDR sobre el total de activos bajo gestión ha sido casi testimonial, representando como máximo un 1,0% del total.

En este sentido, una de las preocupaciones principales de reguladores y supervisores en relación con las

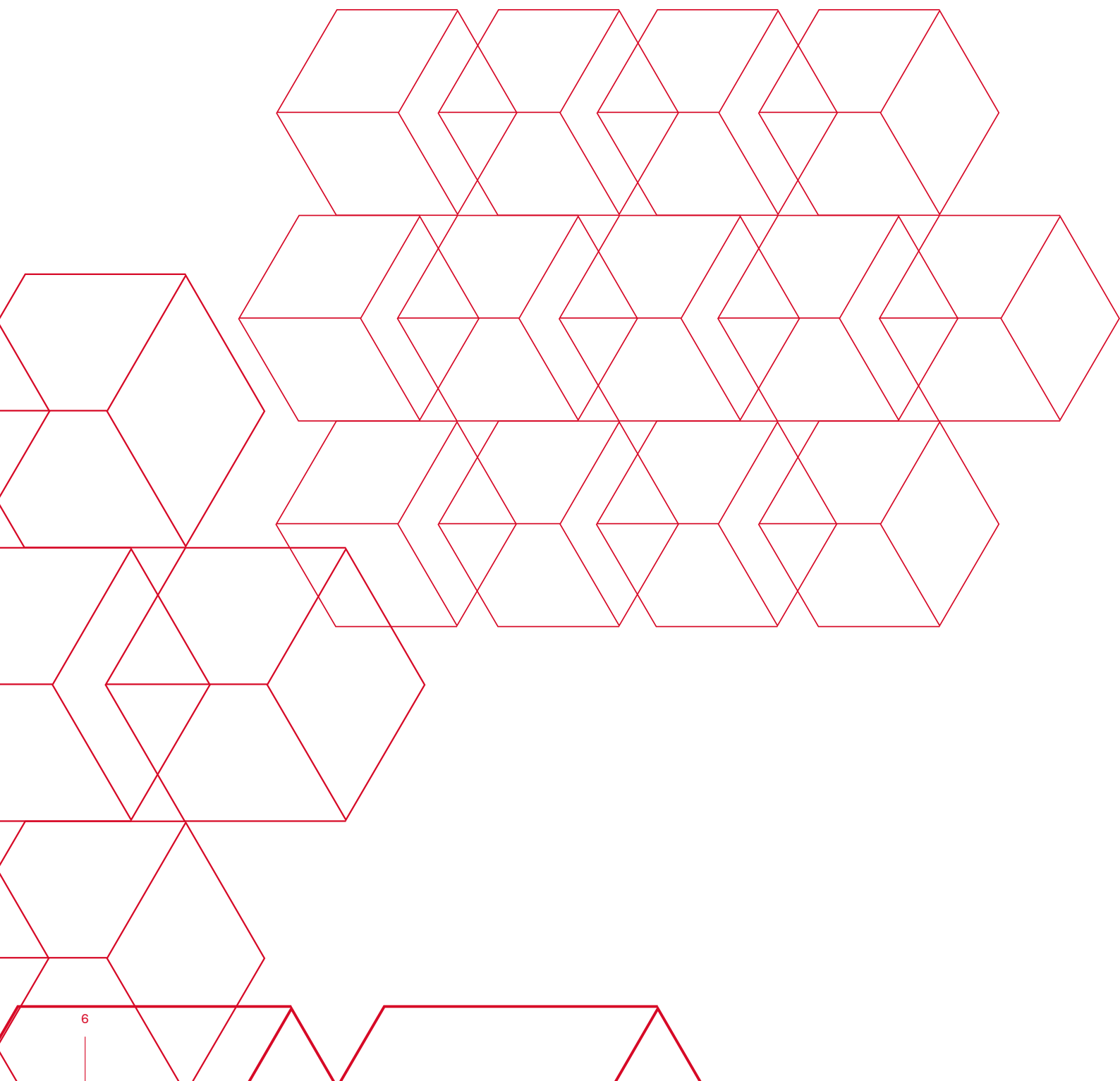
inversiones sostenibles es el llamado ecoblanqueo o greenwashing.

Del análisis realizado destacan algunas observaciones que pueden poner en duda la naturaleza sostenible de las instituciones de inversión colectiva analizadas. Concretamente nos referimos a la exposición a sectores controvertidos. Aunque residual, este hecho puede poner en duda la contribución a los objetivos sociales o medioambientales que tienen establecidos las IIC analizadas. También se observa que la mayoría de los fondos analizados pueden invertir en instrumentos financieros calificados como especialmente complejos por la normativa, así como en instrumentos financieros considerados ilíquidos, que conllevan riesgos adicionales a la inversión en instrumentos financieros no complejos o líquidos. Cabe remarcar que la inversión en fondos que promueven características sostenibles (art. 8) no implica necesariamente que la totalidad de la inversión pueda considerarse inversión sostenible. Además, cerca del 20% de las empresas analizadas presentan controversias con algún factor ESG, aunque cabe señalar que en el enfoque ambiental estas diferencias son residuales, mientras que en el enfoque social y de gobernanza son mayores.

También se han observado divergencias entre los ratings ESG de las distintas agencias. Las agencias de calificación utilizadas para evaluar el rating han sido MSCI y Sustainalytics. Aunque no coinciden al 100% en sus evaluaciones, el nivel de divergencia observado ha sido bajo. La mayoría de gestoras hacen una referencia genérica a los ODS como criterio de sostenibilidad.

Actualmente no se puede verificar que el 100% de los activos en los que invierten los fondos objeto de nuestro análisis estén alineados con los objetivos de sostenibilidad. Es decir, el gran reto que se le presenta a las empresas invertibles en general es conseguir una transversalidad que permita identificar qué es sostenible, cómo medirlo y cómo reportarlo. Para ello proponemos, entre otras cuestiones, que el regulador defina de manera inequívoca los indicadores de sostenibilidad que deben aplicar los fondos de inversión que se cataloguen como artículo 9, en lugar de dejarlo al criterio de cada entidad.

# 1. Breve Reseña del marco regulatorio en España



# 1.1 Introducción

El 25 de septiembre de 2015, la Asamblea General de las Naciones Unidas adoptó un nuevo marco mundial de desarrollo sostenible: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible (“Agenda 2030”), cuyo núcleo lo constituyen los Objetivos de Desarrollo Sostenible (“ODS”).

En los años siguientes, la Unión Europea vincula los ODS con el marco de la actuación de la Unión, para garantizar que todas las acciones e iniciativas estratégicas los incorporen, y confirma su compromiso y el de sus Estados miembros con la aplicación de la Agenda 2030 de manera completa, coherente, global, integrada y eficaz.

La Agenda 2030 se completa con los objetivos marcados en el Acuerdo de París, que son reducir significativamente los riesgos e impactos del cambio climático, principalmente manteniendo el aumento de la temperatura media mundial muy por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales (con posterioridad se ha reducido a 1,5 °C) para 2030 y alcanzar la neutralidad carbónica en 2050.

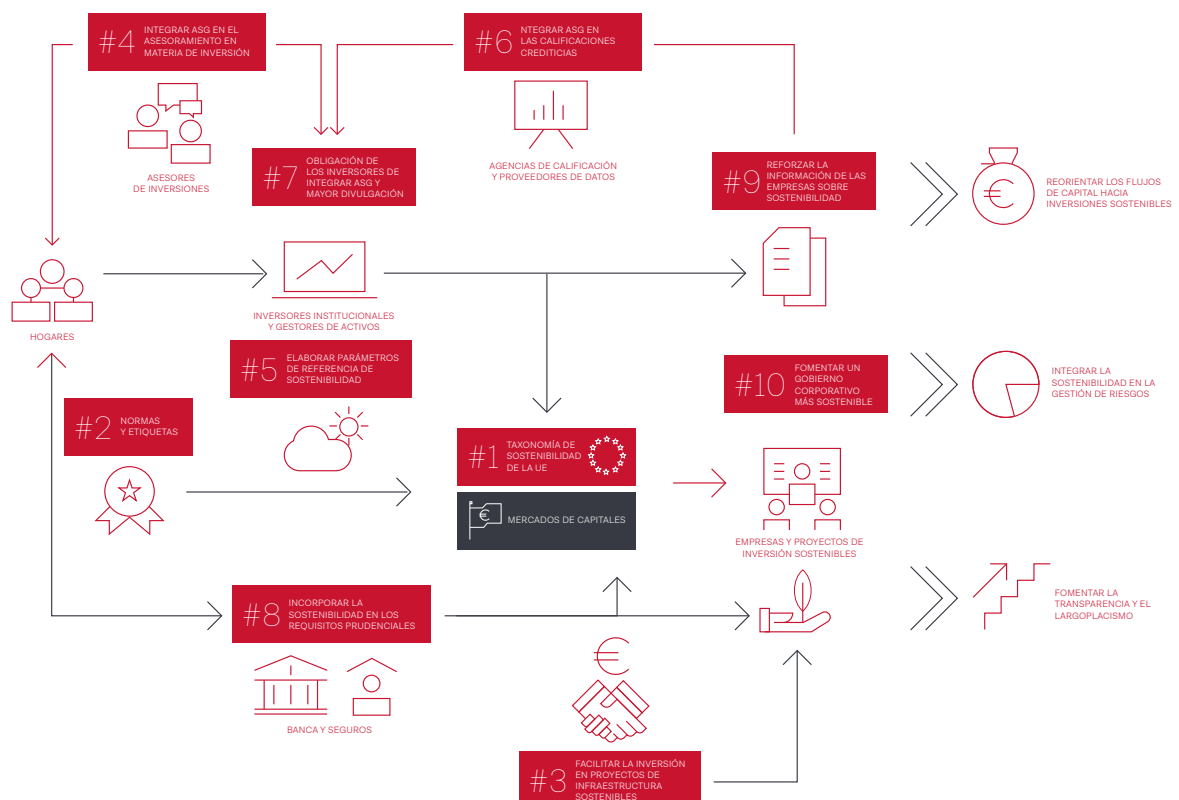
La transición a una economía hipocarbónica, más sostenible, eficiente en el uso de los recursos y circular, en consonancia con los ODS, es fundamental para garantizar la competitividad a largo plazo de la economía de la Unión. El Acuerdo de París aspira a reforzar la respuesta al cambio climático logrando, entre otras cosas, que los flujos financieros sean coherentes con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero.

La UE ha desarrollado el Acuerdo de París mediante un minucioso marco que representa su propia “llamada a la acción”, conocido como Pacto Verde Europeo (EU Green Deal en inglés). El Pacto Verde pretende definir tanto el objetivo, como la ruta para conseguirlo.

En el marco del Pacto Verde Europeo, la Unión Europea ha elaborado un plan de acción destinado específicamente al sector de servicios financieros, el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE, que enumera 10 acciones necesarias para alcanzar tres objetivos:

- Reorientar los flujos de capital hacia la inversión sostenible,
- Integrar la sostenibilidad en la gestión del riesgo y
- Promover la transparencia y el enfoque a largo plazo.

Figura 1: Visualización de las acciones del Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea.



Fuente: Anexo IV - Visualización de las acciones. Plan de Acción de Finanzas Sostenibles (Comisión Europea, 2018)

En base a este Plan, la Unión Europea ha desarrollado numerosas iniciativas regulatorias en los últimos años, que afectan a uno o varios sectores de los servicios financieros. Entre las más relevantes a efectos de este estudio se encuentran las desarrolladas en torno a la Taxonomía<sup>1</sup> y al Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles<sup>2</sup> (SFDR, por sus siglas en inglés). El fin último de ambas es dotar de transparencia a la actividad financiera sostenible, para así promover que la respuesta al cambio climático y otros objetivos sostenibles se financien, no sólo a través de políticas públicas, sino también desde los servicios financieros.

## 1.2. Reglamento (UE) 2020/852 relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles (Taxonomía)

El Reglamento (UE) 2020/852, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 y su normativa de desarrollo (conjuntamente, la Taxonomía) definen las actividades económicas medioambientalmente sostenibles, estableciendo un sistema de clasificación que proporciona a las empresas, los inversores y a todos los actores del sector económico criterios para considerar, en el mundo de la inversión, qué puede considerarse como producto "verde". Por ahora, la Taxonomía se ha centrado en las actividades que contribuyen significativamente a la mitigación y adaptación al cambio climático. Se está trabajando en completar el resto de objetivos ambientales (economía circular, gestión del agua, biodiversidad y contaminación) y la taxonomía social.

## 1.3. Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR)

El SFDR tiene como principal objetivo dotar de transparencia a la información que reciben los inversores sobre la sostenibilidad de los productos financieros, además de favorecer el flujo de inversiones hacia activos sostenibles. En concreto, el SFDR establece:

- obligaciones de transparencia sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad,
- el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad,
- la promoción de características ambientales o sociales, así como la inversión sostenible en los productos financieros.

### 1.3.1. SFDR - Ámbito de aplicación

El ámbito de aplicación del SFDR es amplio, estando sujetos al mismo cualquier entidad que produzca, comercialice o asesore sobre productos de inversión y planes de pensiones, incluyendo productos de inversión basados en seguros (IBIPs), en cualquier país de la Unión Europea. En concreto, están sujetos como participantes en los mercados financieros y asesores los siguientes ("Entidades Sujetas"):

- Entidades que prestan gestión de carteras (empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC))

---

1 Reglamento (UE) 2020/852, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 y normativa de desarrollo.

2 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

- Entidades que prestan asesoramiento sobre instrumentos financieros e IBIPs (empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, SGIC, aseguradoras, intermediarios de seguros)
- SGIC, tanto con respecto a UCITS<sup>3</sup>, como con respecto a AIFs<sup>4</sup>
- Aseguradoras que ofrezcan IBIPs
- Fondos de pensiones de empleo y gestores de fondos y planes de pensiones

### 1.3.2. SFDR – Transparencia en la información sobre sostenibilidad de los productos financieros

Uno de los pilares básicos del SFDR es la determinación de los requisitos de transparencia en sostenibilidad en función de la integración de las características ESG en su política de inversión y en su gestión de riesgos:

**Artículo 6. Productos que integran riesgos de sostenibilidad.** En estas estrategias se integran consideraciones medioambientales, sociales o de gobierno corporativo (ESG) en el proceso de toma de decisiones de inversión, o bien explican por qué el riesgo de sostenibilidad no es relevante.

**Artículo 8. Productos que promocionan características de sostenibilidad.** Estas estrategias, también llamadas “light green”, integran de manera explícita consideraciones medioambientales y/o sociales en su gestión. Va un paso más allá del artículo 6, pero sin un objetivo de inversión sostenible.

**Artículo 9. Productos con un objetivo de inversión sostenible.** Estos productos, también denominados “dark green”, se distinguen mediante la definición de un objetivo de inversión sostenible. El objetivo de inversión sostenible podrá definirse mediante:

- la inversión con un objetivo medioambiental, que podrá ser en:
  - actividades económicas que pueden considerarse

medioambientalmente sostenibles con arreglo a la Taxonomía;

- actividades económicas que no pueden considerarse medioambientalmente sostenibles con arreglo a la Taxonomía.

- la inversión en actividades con un objetivo social<sup>5</sup>.

### 1.3.3. SFDR – Requisitos de Divulgación

El SFDR, su normativa de desarrollo y los criterios establecidos por las autoridades europeas, homogeneizan los requisitos de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros en la Unión Europea.

En España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) ha publicado un documento de “Preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros: Reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (Taxonomía)”, en el que hace propios los criterios establecidos por las autoridades europeas referidos en el párrafo anterior, en aras de conseguir una mayor convergencia supervisora. Adicionalmente, recoge nuevos criterios de interpretación para una adecuada aplicación por los participantes de los mercados financieros de las obligaciones de información establecidas en el SFDR.

Los requisitos de divulgación se pueden diferenciar según se establezcan sobre las Entidades Sujetas o sobre el producto:

#### 1.3.3.1. Requisitos de divulgación para las Entidades Sujetas:

1. Publicación en sus sitios web de su política de integración de los riesgos de sostenibilidad en su proceso de toma de decisiones de inversión o en su asesoramiento sobre inversiones o seguros, según sean, respectivamente, participantes en los mercados financieros o asesores.
2. Integración en sus políticas de remuneración de los

<sup>3</sup> UCITS: Organismos autorizados conforme al art. 5 de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

<sup>4</sup> Fondos de Inversión Alternativa, según se definen en el art. 4 de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) no 1060/2009 y (UE) no 1095/2010.

<sup>5</sup> Como, por ahora, la Taxonomía no define actividades con un objetivo social, no hay referencia posible a la misma.



riesgos de sostenibilidad.

3. Publicación en sus sitios web de la política sobre las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad (“PIAs”) o, si no se tienen en cuenta, declaración sobre por qué no se tienen en cuenta. No obstante, los participantes en mercados financieros que superen un determinado tamaño<sup>6</sup> están obligados a disponer y publicar la política sobre las PIAs.

### 1.3.3.2. Requisitos de divulgación de los productos.

Principalmente se establecen las siguientes obligaciones de información precontractual<sup>7</sup>, en sitios web y en informes periódicos<sup>8</sup>, en función de la clasificación de los productos como de art. 6, art. 8 o art. 9 del SFRD:

- Art. 6: Productos que integran riesgos de sostenibilidad.

La información precontractual deberá incluir:

- La manera en que se integran los riesgos de sostenibilidad en las decisiones de inversión o en el asesoramiento, según sean, respectivamente, participantes en los mercados financieros o asesores. En el caso de considerar que los riesgos de sostenibilidad no son significativos, una explicación clara y concisa de las razones de ello.
- Los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de los riesgos de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos financieros.
- Si se tienen en cuenta los PIAs, cómo lo hace el producto financiero.

- Art. 8: Productos “light green”.

La información precontractual deberá incluir:

- La manera en que se integran los riesgos de sostenibilidad en las decisiones de inversión o en el asesoramiento, según sean, respectivamente, participantes en los mercados financieros o asesores.

6 Participantes en mercados financieros (i) que superen en la fecha de cierre de balance el criterio de un número medio de 500 empleados durante el ejercicio, y (ii) que sean sociedades matrices de un grupo grande según se indica en el artículo 3, apartado 7 de la Directiva 2013/34/UE y superen en la fecha de cierre de balance del grupo, en base consolidada, el criterio de un número medio de 500 empleados durante un ejercicio.

7 Según los modelos recogidos en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 (nota a pie de página núm. 7).

8 Según los modelos recogidos en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 (nota a pie de página núm. 7).

- Los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de los riesgos de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos financieros.
  - Información sobre cómo se cumplen las características medioambientales o sociales que promueve el producto.
  - Si se ha designado un índice de referencia, información sobre si, y de qué modo, este índice es coherente con las características medioambientales y/o sociales que promueve el producto, así como dónde podrá encontrarse el método empleado para calcular el índice.
  - Si se tienen en cuenta los PIAs, cómo lo hace el producto financiero.
  - Declaración indicando: El principio de “no causar un perjuicio significativo” se aplica únicamente a las inversiones subyacentes al producto financiero que cumplen los criterios de la Unión Europea para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles.
  - Describir cómo logra el uso de instrumentos derivados las características medioambientales o sociales que promueve el producto financiero. Los informes periódicos deberán incluir el grado en que se han cumplido las características medioambientales o sociales.
- Art. 9: Productos “dark green”.
- La información precontractual deberá incluir:
- Una descripción de las características medioambientales o sociales del objetivo de inversión sostenible.
  - Información sobre los métodos utilizados para evaluar, medir y controlar las características medioambientales o sociales o el impacto de las inversiones sostenibles seleccionadas para el producto financiero, incluidos sus fuentes de información, los criterios de selección relativos a los activos subyacentes y los indicadores pertinentes de sostenibilidad empleados para medir las características medioambientales o sociales o el impacto global del producto financiero en términos de sostenibilidad. Se indicará la proporción de las inversiones en actividades económicas medioambientalmente sostenibles seleccionadas para el producto financiero, incluyendo información pormenorizada sobre la proporción de actividades facilitadoras y de transición, y se expresará como un porcentaje del total de las inversiones seleccionadas para el producto financiero.
  - Cuando se haya designado un índice de referencia:
    - información sobre cómo el índice designado se ajusta al objetivo de inversiones sostenibles;
    - una explicación de por qué y en qué difiere dicho índice designado de un índice general del mercado.
  - Cuando no se haya designado un índice de referencia:
    - Una explicación de cómo se alcanza el objetivo de inversiones sostenibles.
  - Cuando tenga como objetivo la reducción de las emisiones de carbono:
    - Una explicación detallada de cómo se garantiza el objetivo de bajas emisiones de carbono con vistas a cumplir los objetivos sobre el calentamiento global a largo plazo del Acuerdo de París.
    - Cuando no se disponga de un índice de referencia de transición climática de la UE o un índice de referencia de la UE alineado con el Acuerdo de París, una explicación detallada de cómo se lleva a cabo el esfuerzo permanente de alcanzar el objetivo de reducir las emisiones de carbono con vistas a cumplir los objetivos sobre el calentamiento global a largo plazo del Acuerdo de París.
  - Dónde podrá encontrarse el método empleado para calcular los índices e índices de referencias mencionados en este apartado.
  - En el caso de utilizar instrumentos derivados para lograr su objetivo de inversión sostenible, describir cómo el uso de aquéllos logra ese objetivo de inversión sostenible.
- Los informes periódicos deberán incluir:
- el impacto global del producto financiero en relación con la sostenibilidad mediante indicadores de sostenibilidad pertinentes; o
  - cuando se haya designado un índice de referencia, una comparación del impacto global del producto financiero en relación con la sostenibilidad en función del índice designado y de un índice general del mercado mediante indicadores de sostenibilidad.

### 1.3.4. SFDR - Comparativa de criterios Art. 8 y Art. 9

A continuación, se resumen las principales diferencias relativas a la naturaleza y obligaciones de información de los productos clasificados bajo el art. 8 y bajo el art. 9 del SFDR:

## Art. 8 SFDR – Light Green

Promueve características ambientales o sociales, pero sin un objetivo sostenible concreto.

Informar sobre cómo se integra los riesgos ESG en las decisiones de inversión y los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos o explicación de por qué no se consideran significativos.

Puede invertir en una amplia gama de activos:

- Inversiones sostenibles (con objetivo)
- Inversiones que contribuyan a lograr las características ESG
- Otros activos no relevantes para las características: Cobertura, diversificación, liquidez o activos sin datos ESG

Información sobre los métodos utilizados para evaluar, medir y controlar las características medioambientales o sociales o el impacto de las inversiones sostenibles seleccionadas para el producto financiero.

Principio de no causar un perjuicio significativo ("DNSH"), únicamente para las inversiones sostenibles: valoración de PIAs + exclusiones

Informar cómo se tienen en cuenta los PIAs

Si se ha designado un índice, explicar cómo es coherente con las características

Si se usan instrumentos derivados, explicar cómo se alinean con la cartera

Información a incluir en la página web sobre el producto:

- «Resumen»;
- «Sin objetivo de inversión sostenible»; c) «Características medioambientales o sociales del producto financiero»;
- «Estrategia de inversión»;
- «Proporción de inversiones»;
- «Seguimiento de las características medioambientales o sociales»;
- «Métodos»;
- «Fuentes y tratamiento de datos»;
- «Limitaciones de los métodos y los datos»;
- «Diligencia debida»;
- «Políticas de implicación»;
- cuando se haya designado un índice de referencia para lograr las características medioambientales o sociales promovidas por el producto financiero, «Índice de referencia designado»

## Art. 9 SFDR – Dark Green

Tiene como objetivo inversiones sostenibles.

Informar sobre cómo se integra los riesgos ESG en las decisiones de inversión y los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos o explicación de por qué se consideran significativos.

Solo puede invertir en activos que sean:

- Inversiones sostenibles (con objetivo)
- Otros activos que no califiquen como inversiones sostenibles: cobertura, liquidez, activos sin datos ESG (siempre que incluyan unas salvaguardas mínimas de sostenibilidad y no pongan en riesgo el objetivo sostenible)

Información sobre los métodos utilizados para evaluar, medir y controlar el impacto de las inversiones sostenibles seleccionadas para el producto financiero.

Si persigue la reducción de emisiones de carbono: explicación de las medidas adoptadas para lograrlo y referencia al índice de referencia de transición climática de la UE o índice de referencia de la UE alineado con el Acuerdo de París. Si no se dispone de índice, explicación de cómo se lleva a cabo el esfuerzo permanente para alcanzar el objetivo.

Principio de no causar un perjuicio significativo ("DNSH"): valoración de PIAs + exclusiones

Informar cómo se tienen en cuenta los PIAs

Si se ha designado un índice, explicar:

- cómo se ajusta al objetivo sostenible
- por qué y en qué difiere el índice designado de un índice general de mercado
- dónde podrá encontrarse el método empleado para su cálculo.

Si no se ha designado índice, explicar cómo se alcanza el objetivo de la inversión sostenible.

Si se usan instrumentos derivados, explicar cómo se alinean con la cartera

Información a incluir en la página web sobre el producto:

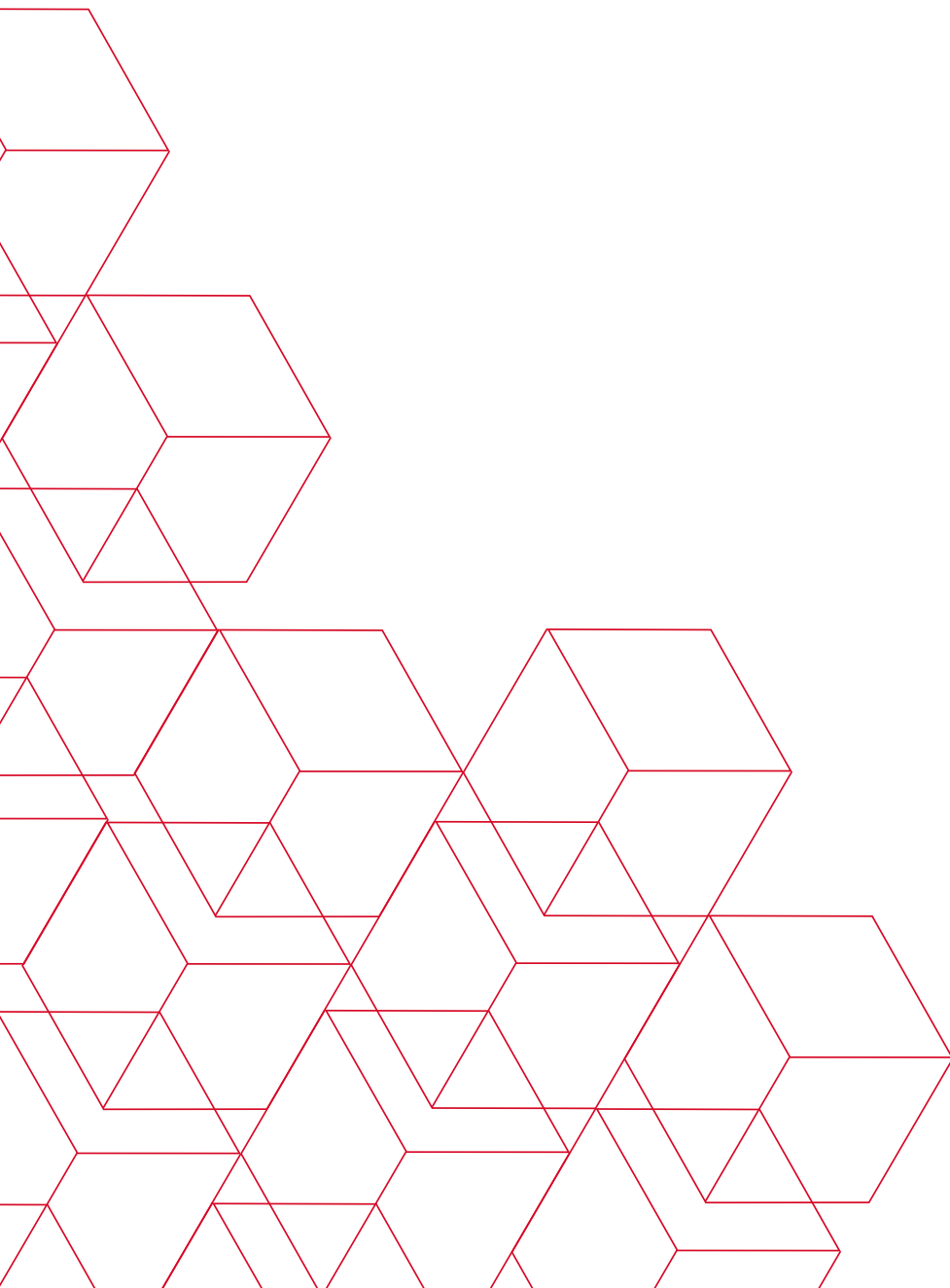
- «Resumen»;
- «Sin perjuicio significativo para el objetivo de inversión sostenible»;
- «Objetivo de inversión sostenible del producto financiero»;
- «Estrategia de inversión»;
- «Proporción de inversiones»;
- «Seguimiento del objetivo de inversión sostenible»;
- «Métodos»;
- «Fuentes y tratamiento de datos»;
- «Limitaciones de los métodos y los datos»;
- «Diligencia debida»;
- «Políticas de implicación»;
- «Logro del objetivo de inversión sostenible».

## 1.4. Objeto del Informe

Este Informe se va a centrar en el análisis cuantitativo y cualitativo de los efectos y aplicación del artículo 9 del SFDR en España a los fondos de inversión regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones

de Inversión Colectiva, tanto UCITS como no UCITS, inscritos en el registro de la CNMV.

## 2. Análisis cuantitativo del mercado

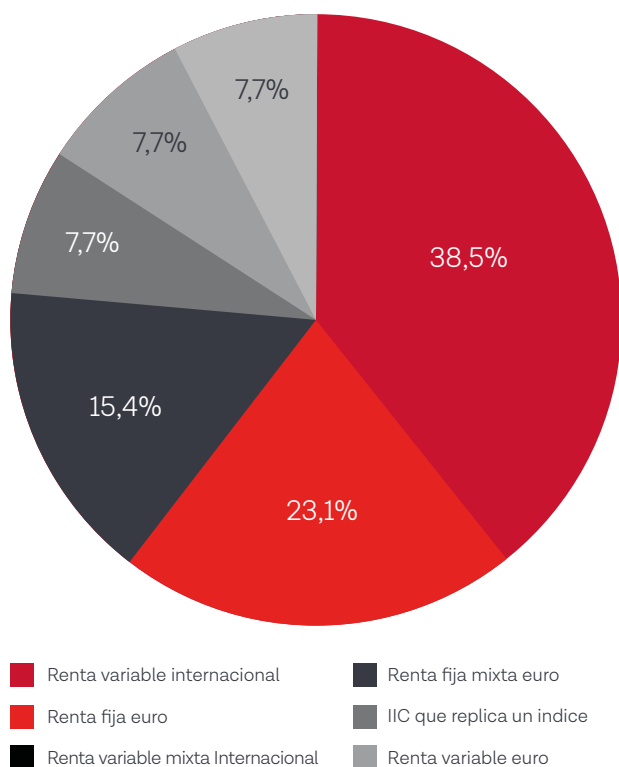


## 2.1. Mapa de fondos inscritos bajo el Art. 9

En España, a fecha de referencia del estudio (tercer trimestre de 2022), 14 instituciones de inversión colectiva (IICs) del registro de instituciones de inversión colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se clasifican como fondos con objetivo inversiones sostenibles, es decir, fondos que se acogen al artículo 9 del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros. Pero uno de ellos es un FIL, por lo que no publica información detallada sobre los activos en los que invierte, lo que reduce la muestra final de análisis a 13 fondos de inversión.

El 35,7% de dichas instituciones tienen como vocación inversora la renta variable internacional, seguidos por un 21,4% de renta fija euro y por un 14,3% de renta variable mixta internacional y un 14,3% renta fija mixta euro.

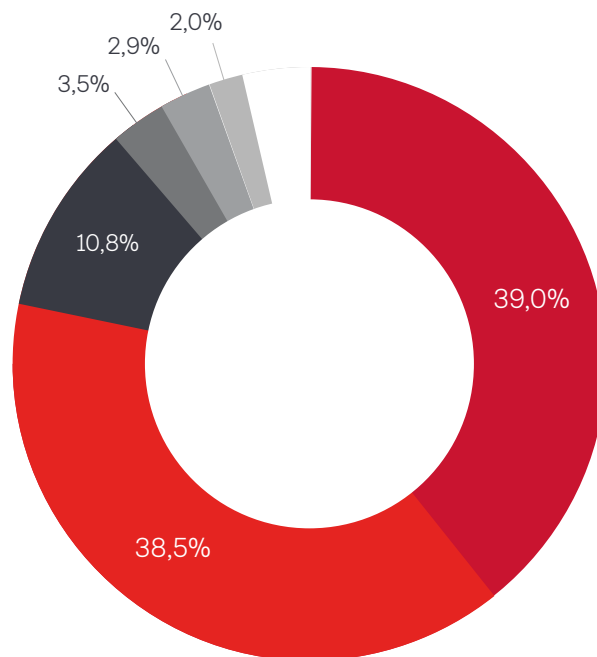
Figura 2: Vocación inversora de los fondos inscritos bajo el artículo 9



Fuente: Elaboración propia a partir de la información precontractual de los fondos.

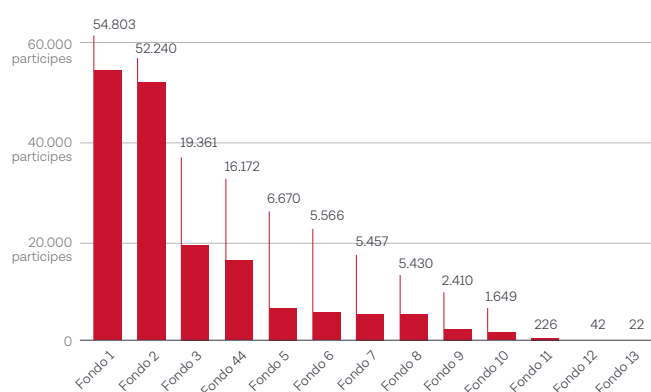
Existe disparidad en el tamaño de las IICs tanto si lo analizamos desde la perspectiva del patrimonio como si observamos el número de participantes:

Figura 3: Distribución del patrimonio de los fondos inscritos bajo el artículo 9 (Datos correspondientes al tercer trimestre de 2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de la información de los informes públicos periódicos de los fondos.

Figura 4: Número de participantes de los fondos inscritos bajo el artículo 9 (Datos correspondientes al tercer trimestre de 2022).



Fuente: Elaboración propia a partir de la información de los informes públicos periódicos de los fondos.

## 2.2. Evolución del mercado europeo

### 2.2.1. Creciente demanda de la inversión en ESG

En España, dos años después de la entrada en vigor del SFDR, el patrimonio de los fondos de inversión clasificados bajo los artículos 8 y 9 del SFDR ha experimentado un crecimiento de 84.580 millones de euros, pasando a representar, de marzo de 2021, el 9,8% del patrimonio total de fondos nacionales, hasta un 34,9% a finales de marzo de 2023. En números absolutos, en marzo de 2021 la inversión en fondos nacionales ESG ascendía a 28.335 millones de euros, mientras que en marzo de 2023, esta cifra prácticamente se multiplicaba por 4, alcanzando los 112.915 millones de euros. Sin embargo, podemos observar que el peso de los fondos del art. 9 del SFDR sobre el total ha sido casi testimonial, representando como máximo un 1,0% del total. A continuación, una tabla con los principales datos<sup>1</sup>:

#### Fondos nacionales ESG

		art. 8	art. 9	Total ESG
<b>Marzo 2021</b>	Volumen (mill. euro)	28.068	267	28.335
	% s/total	9,7%	0,1%	9,8%
<b>Diciembre 2021</b>	Volumen (mill. euro)	61.182	3.248	64.430
	% s/total	19,3%	1,0%	20,3%
<b>Diciembre 2022</b>	Volumen (mill. euro)	100.285	2.781	103.066
	% s/total	32,8%	0,9%	33,7%
<b>Marzo 2023</b>	Volumen (mill. euro)	110.302	2.614	112.915
	% s/total	34,1%	0,8%	34,9%

Estas cifras reflejan, sin lugar a duda, el interés cada vez mayor de los inversores españoles por productos ESG. Para hacer frente a esta creciente demanda, la industria se enfrenta a determinados desafíos como consecuencia de una regulación e implementación todavía incipiente y novedosa.

### 2.2.2. Retos de la industria

Entre los principales retos que afronta la industria de gestión de activos figura la comprensión de una

extensa normativa (SFDR, Taxonomía, etc.) que está en constante evolución y que exige adaptación de procesos y la actualización de la expertise de los profesionales. A esto se une la falta de datos precisos y homogéneos sobre sostenibilidad proporcionados por los emisores.

#### A. Normativa extensa y en constante evolución

La normativa europea sobre inversiones sostenibles es extensa, como se ha puesto de manifiesto en el apartado 1 de este informe. A esto hay que añadirle que está en constante evolución. A modo de ejemplo, sin querer ser exhaustivo:

- **SFDR:** En febrero de 2023 se han modificado los modelos de anexos a los folletos sobre sostenibilidad, así como los modelos de información periódica sobre sostenibilidad, de los productos art. 8 y art. 9 de SFDR, apenas dos meses después de su entrada en vigor (Reglamento Delegado (UE) 2022/1288). El propósito de esta modificación es la inclusión de información detallada sobre la exposición de los productos a actividades de gas fósil y energía nuclear cuando fueran inversiones medioambientalmente sostenibles. En junio de 2023, la Comisión Europea ha anunciado una revisión de varios aspectos de SFDR.
- **PIAs:** En junio de 2023 entraron en vigor los requerimientos a nivel de entidad para considerar los indicadores principales de impacto adverso ("PIAs"), lo que exige adaptaciones adicionales por parte de los gestores de activos.
- **Taxonomía:** En junio de 2023, la Comisión Europea aprobó dos proyectos de reglamentos delegados con, entre otros, criterios técnicos de selección ("CTS") en relación con los cuatro objetivos medioambientales restantes (uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición hacia una economía circular, prevención y control de la contaminación y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas) previstos en el Reglamento (UE) 2020/852 ("Reglamento de Taxonomía"). Quedarían pendientes de desarrollar las actividades relacionadas con los objetivos sociales.

Además, los diferentes textos normativos (SFDR, Taxonomía, MiFID II, ...) recogen conceptos sobre sostenibilidad que pueden diferir entre sí, lo que dificulta la adaptación de los procesos por parte de las entidades sujetas y la consecución de los objetivos últimos de la normativa.

1 Información del Departamento de Estudios y Estadísticas de INVERCO. Fondos de inversión nacionales ESG - 31 de marzo de 2023.

## B. Falta de información ESG

Otro gran reto para la correcta consecución de una estrategia de sostenibilidad es la falta de información ESG. Tanto la subgobernadora del Banco de España, Margarita Delgado, como la consejera de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Helena Viñes<sup>2</sup>, han apuntado que los datos ESG actualmente disponibles por las entidades no tenían la granularidad, fiabilidad y profundidad deseadas. No obstante, y dada la urgencia que existe en adoptar medidas para, entre otros, combatir el cambio climático, se ha decidido comenzar la aplicación de la normativa SFDR y la Taxonomía con los datos actualmente disponibles. En esta misma línea, los gestores de carteras<sup>3</sup> destacan que **el mayor reto dentro del mundo ESG es obtener y confiar en información ESG**.

La Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD)<sup>4</sup>, que entró en vigor el 5 de enero de 2023, mitigará parcialmente este problema. Esta directiva moderniza y refuerza las normas sobre información en sostenibilidad que las compañías deben reportar, incluyendo información ESG, establecidas por la anterior Directiva de 2014 sobre información no financiera (NFRD)<sup>5</sup>[4]. Asimismo, amplía el número de sujetos obligados a informar sobre cuestiones de sostenibilidad. La tipología de las empresas determinará la fecha en que quedarán obligadas a informar conforme a lo previsto en la CSRD. Entre las primeras en hacerlo estarán las grandes empresas de interés público (más de 500 empleados), que informarán en 2025, respecto del ejercicio 2024, mientras que las últimas obligadas, las PYMES no cotizadas, lo harán ineludiblemente a partir del 2028.

Ante esta indisponibilidad de información, según el Informe E&Y 2022, la mayoría de las empresas gestoras

utiliza proveedores externos con el fin de obtener información ESG para cumplir con SFDR y la Taxonomía, siendo los más utilizados MSCI, ISS y Sustainalytics. Sin embargo, la diversidad de criterios utilizados por estos proveedores en su análisis de información ESG resultan en calificaciones ESG muy distintas y, por tanto, menos fiables<sup>6</sup>. En el apartado 3.4. “Observaciones del análisis global de las carteras” de este informe, se recogen los resultados del análisis realizado sobre la alineación entre el rating de riesgo proporcionado por MSCI y el rating de Sustainalytics de los valores examinados.

## C. Exigencia con respecto a los fondos art. 9 de SFDR – inversión sostenible

Por otro lado, la industria se enfrenta a la complejidad de cumplir con determinados requisitos sobre las inversiones sostenibles, en particular de transparencia y con respecto a los activos aptos para la inversión. Esto, unido a la escasez de información ESG que se ha comentado en el apartado B anterior, frena la proliferación de estos fondos.

Así, las entidades se ven sujetas a unas obligaciones de información que, además de gravosas, pueden generar dudas sobre cómo deben cumplirse. Entre ellas pueden estar la obligación de proporcionar información sobre cómo las inversiones han cumplido el objetivo de inversión sostenible o la obligación de informar sobre el principio de “no causar un perjuicio significativo”, incluyendo al respecto una valoración sobre PIAs<sup>7</sup>.

Además, la interpretación literal que se ha hecho de la norma con respecto a los activos en los que pueden invertir los fondos del art. 9 de SFDR, restringe y

---

2 Margarita Delgado, en el seminario “ESG: El reto de la integración en la gestión”, y Helena Viñes, en la Jornada “The Road to net-zero: Transition plans and forward-looking análisis”.

3 Informe de E&Y sobre la encuesta realizada en 2022 a gestores de carteras sobre regulatorio ESG – ESG Regulatory Reporting Asset Management Survey 2022. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) and EU taxonomy (November 2022) (“Informe E&Y 2022”)

4 Directiva 2022/2464/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) núm. 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas.

5 Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

6 What a Difference an ESG Ratings Provider Makes! January 2020. Research Affiliates (Authors: Feifei Li, PhD; Ari Polychronopoulos, CFA). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance. Wiley (Authors: Monica Billio; Michele Costola; Iva Hristova; Carmelo Latino; Lorian Pelizzon).

7 El principio de “no causar un perjuicio significativo” está vinculado a la divulgación de las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión sobre factores de sostenibilidad. Por esta razón, las divulgaciones de los productos financieros sobre el principio de “no causar un perjuicio significativo” deben explicar el modo en que se han tenido en cuenta los indicadores de las principales incidencias adversas (Rgto. 2022/1288).



limita su ámbito de inversión. En un primer momento, las entidades habían hecho una interpretación más posibilista de los requerimientos de los activos aptos para fondos del art. 9 de SFDR, entendiendo que, junto a los activos sostenibles, cabrían otro tipo de activos, como aquéllos que promueven características ESG. Sin embargo, los reguladores han aclarado que un fondo del art. 9 exclusivamente puede invertir en activos calificados como “inversiones sostenibles”, según se define en el punto 17 del artículo 2 del Reglamento SFDR, y ni siquiera de forma transitoria podrá invertir en otro tipo de activos. Sí podrán, no obstante, incluir inversiones para ciertos fines específicos como cobertura o liquidez siempre y cuando estén en consonancia con el objetivo de inversión sostenible<sup>8</sup>.

La primera consecuencia de estas exigencias es que los gestores están siendo cautelosos a la hora de clasificar los fondos como sostenibles – art. 9 SFDR – y se inclinan más por clasificar a los fondos como que promueven características sociales o ambientales – art. 8 SFDR-. Así, el Informe de Morningstar sobre fondos del artículo 8 y artículo 9 del cuarto trimestre de 2022<sup>9</sup> resalta que 420 productos cambiaron su estatus SFDR desde septiembre del año anterior, incluyendo 307 que rebajaron su calificación de art. 9 a art. 8, representando 175 mil millones de euros de patrimonio o un 40% de la categoría del art. 9.

Como resultado de esta práctica de reclasificación, se desvirtúan los fondos del art. 8 de SFDR, convirtiéndose

en un “cajón de sastre”, donde tienen cabida fondos con estrategias ESG muy diversas. Por ello, parte de la industria intenta impulsar una nueva categoría de art. 8 plus, en el que se encuadrarían los productos con un porcentaje de inversión sostenible, frente a la totalidad que exige el art. 9, o que tienen en cuenta PIAS. Estos productos serían válidos para aquellos clientes que hubiesen mostrado “preferencia de sostenibilidad”, de conformidad con la normativa MiFID II<sup>10</sup>.

En el apartado 1.3 de este Informe se ha presentado un estudio detallado de los criterios de los fondos art. 8 y art. 9 de SFDR.

#### **D. Falta de inversión en la S de ESG**

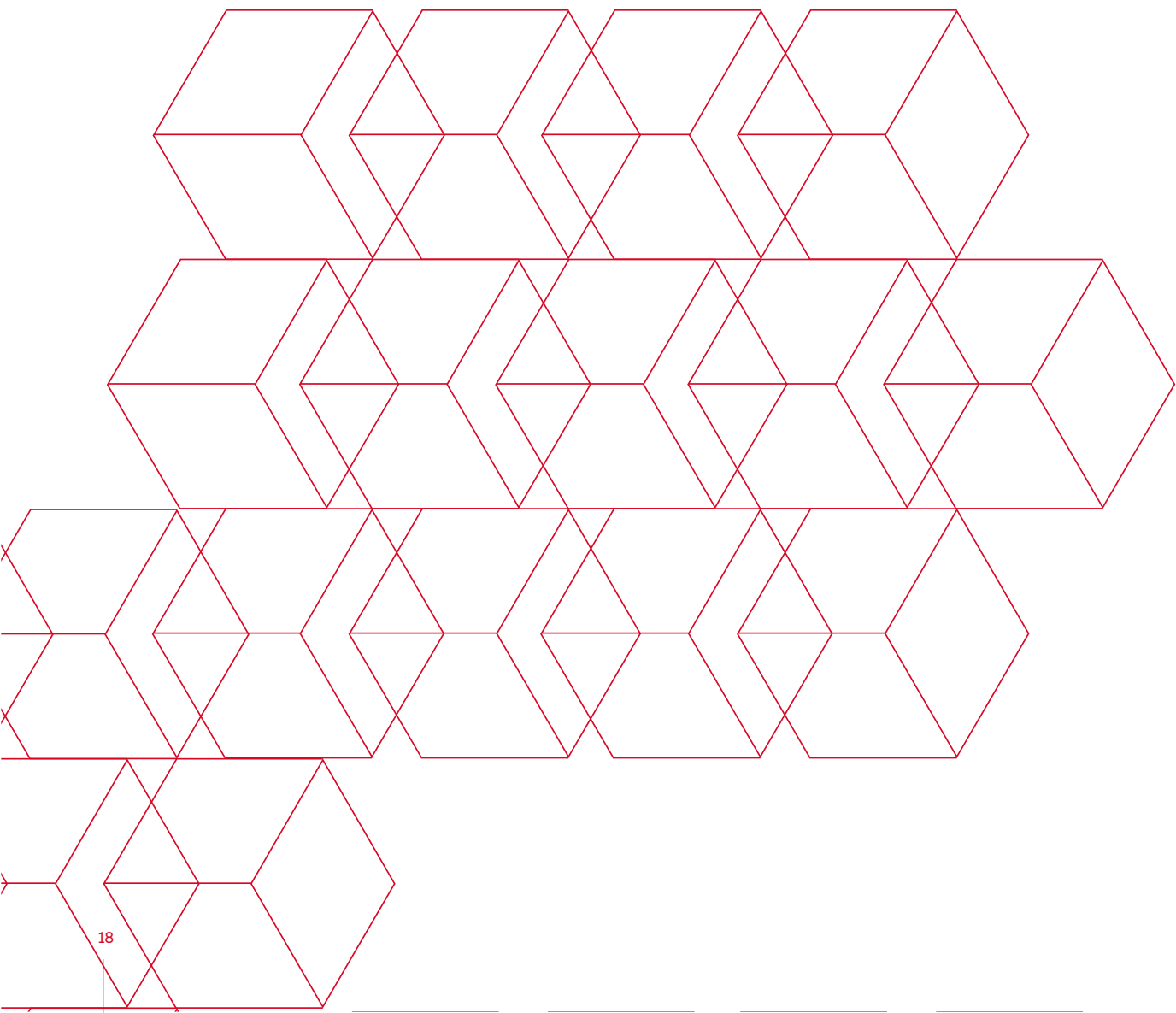
El análisis de las políticas de los fondos art. 8 y art. 9 de SFDR pone de manifiesto un desequilibrio entre el número de fondos cuya inversión gira en torno al componente medioambiental, frente a los que se centran en lo social. Una de las causas principales de este desequilibrio parece ser la falta de desarrollo de la Taxonomía de las actividades sociales, frente a las actividades medioambientales, que sí está desarrollada por la Taxonomía para los dos primeros objetivos: los de adaptación y mitigación del cambio climático. A falta de desarrollo de la Taxonomía, las gestoras interesadas en desarrollar productos sostenibles centrados en el componente social podrían tomar como referencia el marco establecido por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos por la ONU.

<sup>8</sup> Respuesta 4 bis del documento de Preguntas y Respuestas de CNMV sobre la Normativa de Sostenibilidad aplicable a los productos financieros: Reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (Taxonomía) y art. 9 de la Decisión de la Comisión Europea de 6 de julio de 2021 sobre la adopción de las respuestas a las preguntas presentadas por las Autoridades Europeas de Supervisión de 7 de enero de 2021.

<sup>9</sup> Morningstar SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2022 in Review.

<sup>10</sup> Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

# 3. Análisis cualitativo del mercado en España. La coherencia en la aplicación del Reglamento 2019/2088 (SFDR)



### 3.1. Criterios de autoclasificación como Art. 9 de los fondos españoles

Como se señalaba en el apartado 1 de este Informe, los fondos que pueden autoclasificarse bajo el art. 9 del SFDR son aquellos productos con un objetivo de inversión sostenible. Estos productos, también denominados “dark green”, se distinguen mediante la definición de un objetivo de inversión sostenible. El objetivo de inversión sostenible podrá definirse mediante:

- la inversión con un objetivo medioambiental, que podrá ser en:
  - actividades económicas que pueden considerarse medioambientalmente sostenibles con arreglo a la Taxonomía;
  - actividades económicas que no pueden considerarse medioambientalmente sostenibles con arreglo a la Taxonomía.
- la inversión en actividades con un objetivo social.

### 3.2. Ausencia de definición normativa de lo que se considera inversión sostenible

La normativa SFDR requiere a los participantes de los mercados financieros la divulgación de información sobre las características de sostenibilidad y los impactos provocados por sus inversiones. Los productos catalogados dentro del artículo 9 se caracterizan por tener un objetivo de inversión sostenible, es decir, estos deben explícitamente promover características medioambientales o sociales con la intencionalidad de dar respuesta a un objetivo de sostenibilidad concreto.

Es importante recordar que la normativa SFDR establece directrices y requisitos de divulgación para las entidades y los instrumentos financieros, sin embargo no establece un sistema específico de clasificación o rating de dichos fondos, por lo tanto la catalogación de los fondos como artículo 9 dependerá de cómo el fondo da respuesta a los

requisitos establecidos en la normativa.

Dado que la normativa no establece los indicadores de sostenibilidad que deben aplicar los instrumentos que se cataloguen como artículo 9, cada entidad debe definir sus propios indicadores de sostenibilidad e incluirlos en la información proporcionada en la documentación legal de sus instrumentos. Como resultado, la falta de homogeneidad en los criterios aplicados por las gestoras dificulta la comparativa entre instrumentos y, además, genera diferencias entre ellos según el nivel de exigencia establecido por la propia sociedad gestora.

### 3.3. Metodología de análisis

A partir de la información pública periódica publicada por las distintas gestoras en la página web de la CNMV a cierre del tercer trimestre de 2022 se han extraído las carteras de las IICs españolas con objetivos sostenibles que divulgan información en materia de sostenibilidad de acuerdo con el artículo 9 del SFDR. Se ha excluido del análisis la cartera del único fondo de inversión libre catalogado como artículo 9 debido a la falta de publicación de la información periódica sobre las carteras de este tipo de vehículos de inversión colectiva.

Una vez extraídas las carteras se ha elaborado un maestro de instrumentos compuesto principalmente por activos de las siguientes tipologías:

#### A. Activos de renta variable (acciones)

#### B. Activos de renta fija (bonos y pagarés)

- Deuda corporativa
- Deuda pública

#### C. Instituciones de Inversión Colectiva

#### D. Derivados Financieros

#### E. Depósitos

Se ha obtenido un total de 677 instrumentos financieros de 516 emisores diferentes.

Se ha optado por excluir del análisis las posiciones en derivados financieros. Aun así, en el análisis se detalla el porcentaje de la cartera con exposición a este tipo de activos con tal de determinar si los resultados obtenidos son representativos de la cartera.

Para el resto de tipologías se ha determinado una metodología a seguir:

## A. Activos de renta variable (acciones)

Se ha elaborado una plantilla que recoge los datos de las evaluaciones publicadas por MSCI y por Sustainalytics así como la puntuación del Ranking Global ESG de S&P.

Esta base de datos nos permite contrastar las clasificaciones emitidas por las distintas agencias y realizar un análisis cualitativo de cada activo en base a las controversias en las que se puede ver envuelta la compañía, su grado de contribución a los ODS, su implicación en la descarbonización, la posible involucración en sectores controvertidos y la comparativa con otras empresas de su mismo sector.

## B. Activos de renta fija (bonos y pagarés)

El primer análisis a realizar no distinguirá entre emisiones de deuda pública o corporativa, simplemente determinará si se trata de emisiones sostenibles, linkadas a la sostenibilidad, sociales o medioambientales, de acuerdo a los principios del ICMA<sup>1</sup>. En el caso de que así sea, se determinará que la totalidad de la posición está alineada a la clasificación de la IIC como artículo 9.

Para el resto de casos se realizará una evaluación u otra dependiendo de si se trata de emisiones de deuda pública o corporativa.

### 1. Deuda corporativa

Se llevará a cabo el mismo análisis que se realiza para la renta variable sobre el emisor de la posición.

### 2. Deuda pública

Se analizará el ranking y la situación por país evaluada en el Sustainable Development Report<sup>2</sup>, estudio mundial pilotado por Sustainable Development Solutions Network (SDSN), institución constituida por Naciones Unidas para promover la implementación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible a nivel nacional e internacional.

El estudio evalúa la posición de cada país con respecto al logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible por medio de una batería de 125 indicadores que permiten establecer una puntuación anual, tanto global como por ODS, sobre las actuaciones realizadas a nivel nacional para el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

En función de la evaluación de los indicadores de cada país emisor se determinará si la posición está alineada a la clasificación de la IIC como artículo 9.

## C. Instituciones de Inversión Colectiva

Se ha elaborado una plantilla que recoge los datos de las evaluaciones publicadas por MSCI y por Sustainalytics así como la puntuación del Ranking Global ESG de S&P, junto con la clasificación SFDR establecida para el fondo por su gestora.

Esta base de datos nos permite contrastar las clasificaciones emitidas por las distintas agencias y realizar un análisis cualitativo de cada activo en base a la información agrupada de los activos subyacentes del fondo participado.

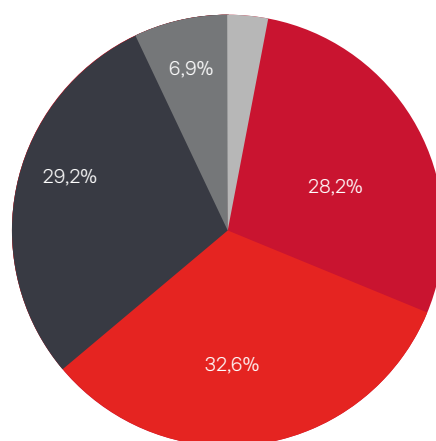
En caso de discrepancias en la valoración de los fondos entre agencias calificadoras, se realizará un análisis de los activos subyacentes a mayor detalle, al estilo del realizado para los activos de las IICs seleccionadas como objeto del estudio.

## 3.4. Observaciones del análisis global de las carteras

A continuación se presentan algunas de las observaciones recogidas en el análisis de la composición de las carteras de la muestra de fondos españoles catalogados como artículo 9.

El análisis global de las carteras incluidas en el estudio se distribuye, en función de la tipología de los activos, de la siguiente manera:

Figura 5: Distribución de las inversiones financieras



■ Deuda pública ■ Renta fija ■ Renta variable ■ IIC ■ Depósitos

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos.

1 The International Capital Market Association

2 <https://dashboards.sdgindex.org/rankings>

Destaca la inversión directa en renta fija (tanto pública como privada) y en renta variable directa. Existe una exposición residual a través de inversiones en instituciones de inversión colectiva.

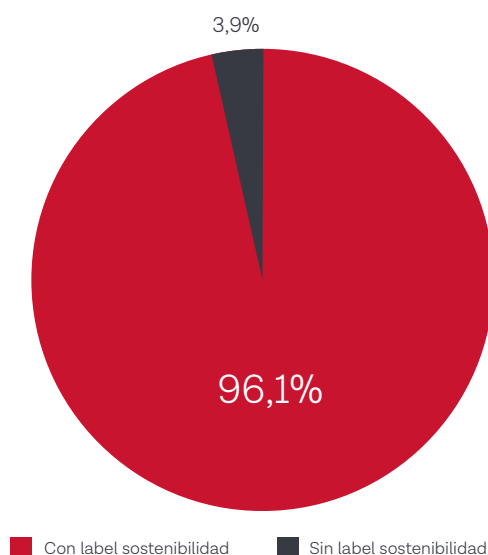
Exposición a través de renta fija privada

Del análisis de la renta fija privada se recogen las siguientes observaciones:

#### 1. Uso de etiquetas

Destacan las emisiones de renta fija que cuentan con alguna etiqueta de sostenibilidad por encima de aquellas emisiones no “etiquetadas” en esta materia. Este hecho puede ser un indicador del uso de las etiquetas como factor crítico a la hora de tomar decisiones de inversión.

**Figura 6: Distribución de la renta fija con etiqueta de sostenibilidad y sin etiqueta.**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos disponibles en Eikon Refinitiv de Thomson Reuters.

Han surgido dos normativas que se utilizan en la clasificación de carteras de renta fija: los Principios de Bonos Verdes de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA) y la Normativa de Bonos Climáticos de la Climate Bonds Initiative (CBI)<sup>3</sup>.

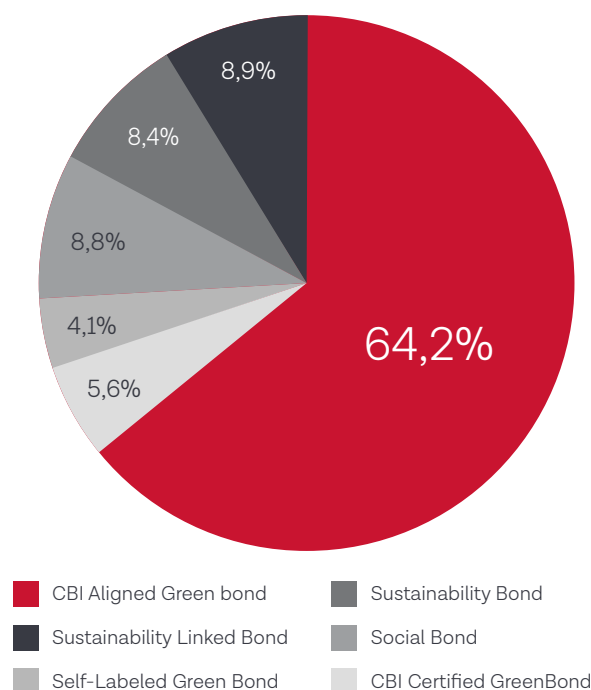
La etiqueta más utilizada es la de alineación de bonos verdes a la CBI. Estos bonos se caracterizan por cumplir con los requisitos de selección de la CBI. Esta

calificación sería el segundo mayor estándar después de los bonos verdes certificados por la ICMA, ya que ésta tiene unos requisitos menos estrictos que el CBI. Aunque la normativa define un proceso claro para la selección de proyectos y la asignación de fondos, carece de una definición clara de actividades económicas verdes y solo recomienda una revisión externa por parte de terceros (agencias de calificación o rating ESG).

Existe un 4,1% de bonos auto-clasificados como sostenibles en base a los principios del ICMA. Es decir, son bonos verdes que destinan los ingresos a proyectos climáticos o medioambientales y que han sido etiquetados como “verdes” por el emisor.

Como se puede observar el 64,2% están alineados con los principios de bonos verdes de la CBI y un 5,6% están certificados como bonos verdes. El resto son bonos sostenibles o alineados con bonos sociales.

**Figura 7: Distribución de las etiquetas de sostenibilidad de la renta fija etiquetada**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos disponibles en Eikon Refinitiv de Thomson Reuters.

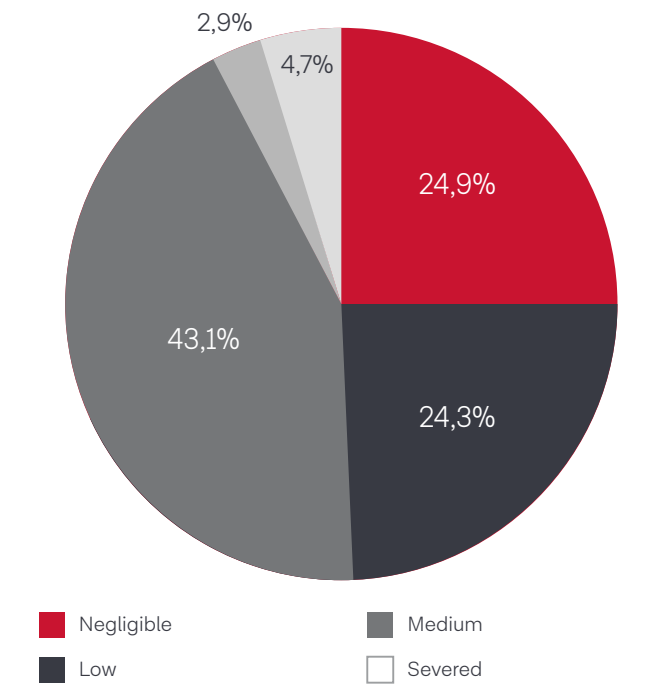
#### 2. Nivel de riesgo ESG

Cerca del 50% de las emisiones de renta fija incluidas en las carteras presentan un riesgo bajo de ESG (negligible

<sup>3</sup> La normativa CBI también incluye una taxonomía con criterios de selección para definir las actividades económicas verdes, y exige que los bonos verdes sean certificados por revisores externos aprobados. En 2020, alrededor de una cuarta parte de los bonos verdes de todo el mundo se emitieron con arreglo a la norma CBI. Esta normativa voluntaria, basada inicialmente en directrices sobre mejores prácticas establecidas en 2014 por un consorcio de bancos de inversión, ha sido desarrollada y supervisada desde entonces por una secretaría independiente albergada por ICMA. Las directrices se actualizaron en 2018 y junio de 2021, y son la normativa mundial de facto. Los bonos verdes de la UE de próxima generación también estarán alineados con dicha normativa.

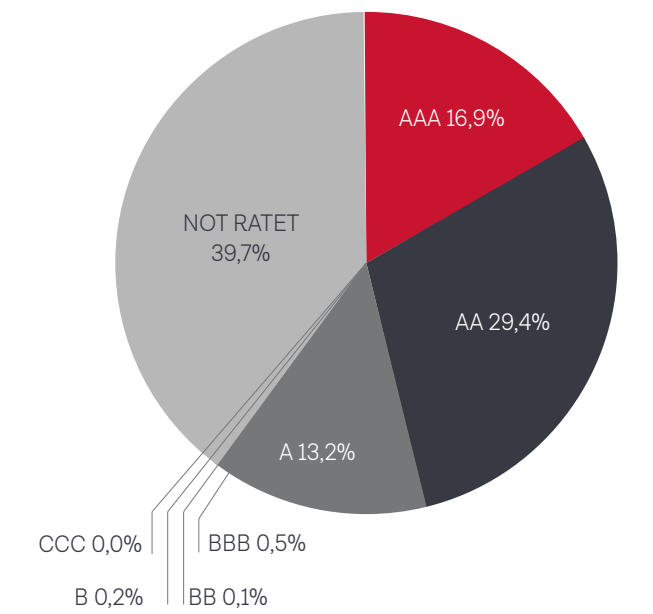
o bajo según los datos de Sustainalytics). Al contrario de lo que sucede con las etiquetas, el nivel de riesgo parece no ser un factor determinante en la toma de decisiones de inversión por lo que respecta a la renta fija. Lo que puede indicar que los gestores proporcionan una mayor valoración de las etiquetas de la emisión en lugar de realizar un análisis del riesgo ESG del emisor.

Figura 8: Nivel de riesgo ESG de las emisoras de renta fija de acorde a Sustainalytics



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de Sustainalytics.

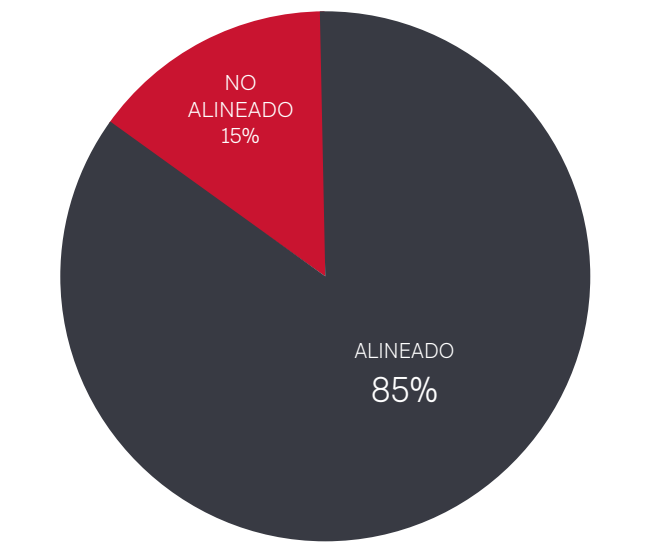
Figura 9: Nivel de riesgo ESG de las emisoras de renta fija de acorde a MSCI



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

En el 80% de las empresas emisoras analizadas, existe una alineación entre el rating proporcionado por MSCI y el proporcionado por Sustainalytics, por lo tanto existe coherencia entre los datos del mercado. Es importante destacar que en los datos públicos de MSCI únicamente se valoran empresas cotizadas.

Figura 10: Alineación entre los ratings de riesgo ESG de Sustainalytics y MSCI de las emisoras de renta fija



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI y Sustainalytics.

### 3. Análisis por sectores

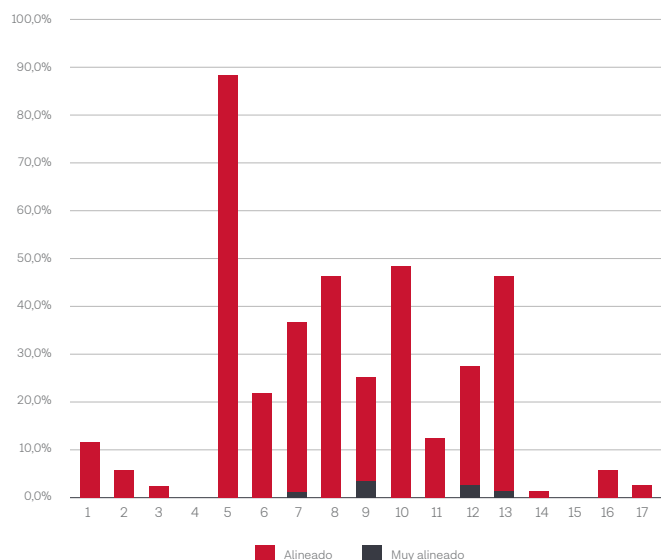
En la inversión en emisiones de renta fija, destaca:

- Un 46,1% de la exposición al sector bancario.
- Un 4,5% de las emisiones corresponden a sectores controvertidos .
- Un 2,1% al sector metalúrgico y a la producción de petróleo y gas.

### 4. Contribución a los ODS

Para el 48,8% de las emisiones de renta fija no se han encontrado datos sobre el grado de contribución a los distintos ODS. De las emisiones con datos disponibles, únicamente se detecta un emisor que no contribuye a ningún ODS, mientras el resto contribuyen entre 2 y 4 ODS.

**Figura 11: Grado de alineación de las de las emisoras de renta fija a cada uno de los ODS**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Los ODS que más destacan serían los siguientes:

- ODS 5 de “Igualdad entre géneros y empoderamiento de las mujeres y niñas”.
- ODS 10 de “Reducir la desigualdad en y entre los países”.
- ODS 8 de “Promover el crecimiento económico sostenido y el trabajo decente para todos”.
- ODS 13 de “Adoptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos”.

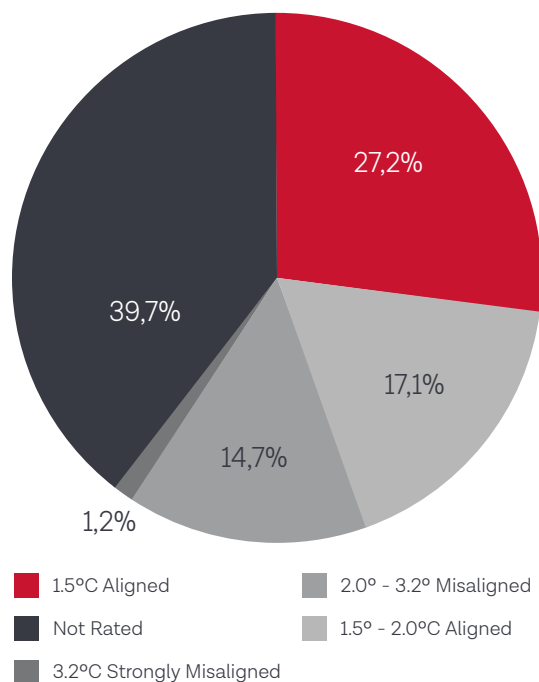
Sin embargo, destaca el alto grado de alineación a los siguientes ODS aunque algunos de estos tengan una menor presencia que los ODS citados anteriormente:

- ODS 7 de “Acceso a una energía asequible, segura y sostenible”.
- ODS 9 de “Construir infraestructuras resilientes y fomentar la innovación”.
- ODS 12 de “Garantizar modalidades de consumo y producción sostenibles”.

## 5. Análisis climático

Analizando el “Aumento de Temperatura Implícito” facilitado por el MSCI ESG Research<sup>4</sup>, una métrica diseñada para mostrar una visión de su exposición al riesgo y su alineación con los objetivos globales de temperatura de las empresas, carteras y fondos con los objetivos de temperatura global (MSCI). Se detecta que el 44,3% de las emisiones están alineadas a los objetivos del Acuerdo de París mientras que un 15,9% están desalineadas.

**Figura 12: Grado de alineación de las de las emisoras de renta fija a los objetivos del acuerdo de París**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Al observar los compromisos climáticos de las empresas emisoras, un 56.6% de las emisiones tienen un plan consistente para descarbonizarse<sup>5</sup>. Pero si nos fijamos exclusivamente en las “emisoras no alineadas” con la descarbonización de los objetivos del Acuerdo de París (15,9% de las emisoras), el 78,3% tienen ya un plan consistente de descarbonización, que les permitiría solucionar su situación actual.

La mayoría de planes de descarbonización están

<sup>4</sup> MSCI ESG Research realiza un seguimiento que permite medir y comparar sus datos climáticos y de ESG con los de sus homólogos, al tiempo que identifica posibles lagunas en la divulgación de información a través de tablas, gráficos y mapas intuitivos.

<sup>5</sup> La Unión Europea se ha fijado el objetivo de tener una economía con cero emisiones netas de gases de efecto invernadero. Esta meta constituye el núcleo del Acuerdo Verde Europeo y está en línea con el compromiso comunitario de aumentar la acción climática global en línea con los compromisos del Acuerdo de París. El Acuerdo de París, adoptado en 2015 por las partes de la Convención Marco de las Naciones Unidas para el Cambio Climático y ratificado por España en 2017, establece, en su artículo 2, como límite del calentamiento global: “mantener el aumento de la temperatura media mundial por debajo de los 2°C con respecto a los niveles preindustriales, y proseguir los esfuerzos para limitar ese aumento de la temperatura a 1,5°C con respecto a los niveles preindustriales”.

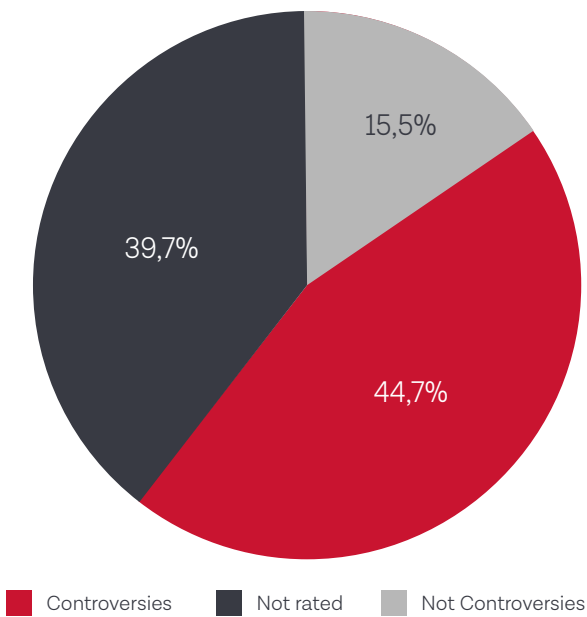
orientados al largo plazo. El 84% tienen como año objetivo el año 2050, mientras que un 16% tiene un plan a medio plazo para el año 2030. Si nos centramos únicamente en la muestra de aquellas “emisoras no alineadas” a los objetivos del Acuerdo de París, el 69,2% tiene planes de descarbonización que tiene como objetivo el año 2050 y el 30,8% el año 2030.

En este sentido, no todas las empresas emisoras presentan datos que permitan analizar sus objetivos sobre la reducción de la huella de carbono. De las emisoras que presentan datos, el 73,1% cubren el 100% de su huella de carbono. Sin embargo para aquellas emisoras desalineadas con los objetivos del Acuerdo de París que representan el 15,9% de la muestra, el 82,2% no llega a cubrir el 50% de la huella de carbono que generan.

### 6. Análisis de controversias

El análisis de las controversias ESG en las que se puede ver envuelta una compañía o un emisor de renta fija puede ser útil para detectar tanto el desarrollo de la entidad en términos de ESG como posibles fluctuaciones en el nivel de riesgo de sostenibilidad.

Figura 13: Controversias ESG de las emisoras de renta fija

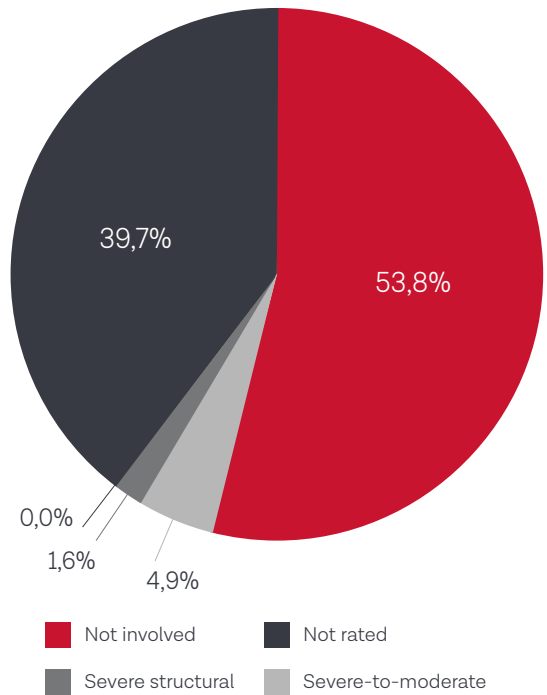


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Cabe resaltar que un 39,7% no tienen calificación, y que un 44,7% de las emisoras analizadas tiene controversias en algún indicador ESG. Si desglosamos cada uno de los indicadores detectamos que:

- Las controversias en el enfoque ambiental son bajas, sin embargo, algunas de estas controversias detectadas, aunque residuales, son estructurales

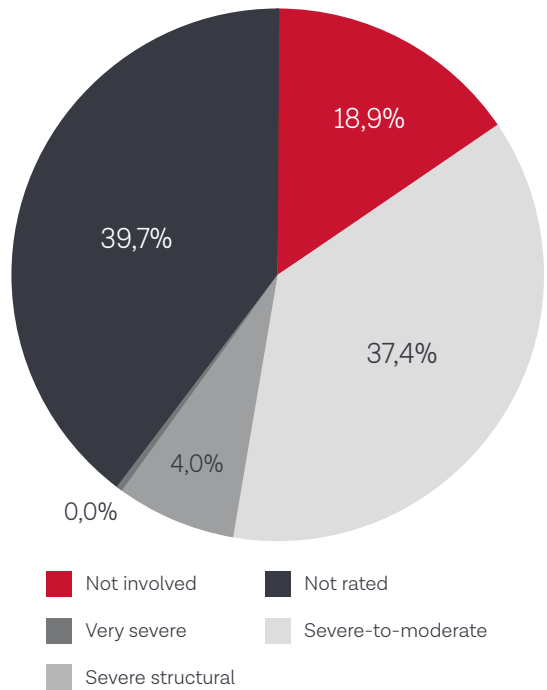
Figura 14: Controversias ambientales de las emisoras de renta fija



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

- El enfoque social es el que mayores controversias presenta, únicamente un 15,6% de los emisores no presenta ninguna controversia y el 7,3% tienen controversias estructurales (violación de los derechos humanos, trabajos precarios, mano de obra infantil, precarias condiciones laborales...).

Figura 15: Controversias sociales de las emisoras de renta fija

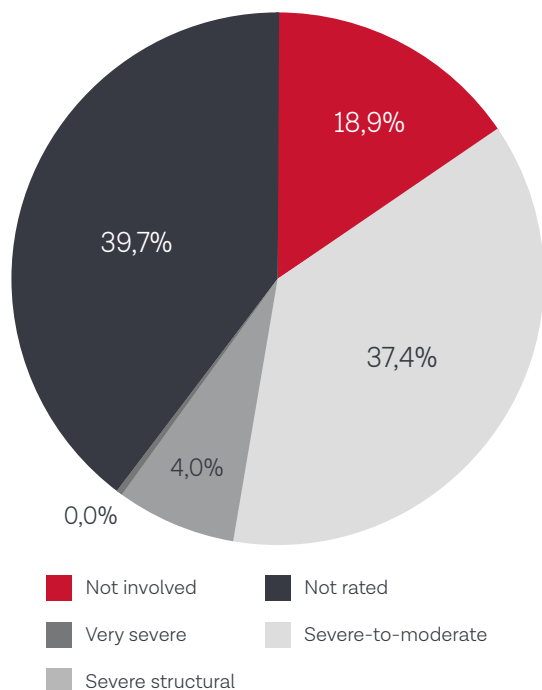


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

- En el enfoque de la gobernanza se produce una

situación similar, únicamente un 18,9% de las emisoras no tiene controversias, sin embargo el porcentaje de controversias estructurales es menor, del 4% (sobornos y fraudes, estructuras de gobierno o bien inversiones controvertidas).

**Figura 16: Controversias de gobernanza de las emisoras de renta fija**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

## Exposición a través de renta fija pública

Un 73% de la inversión en deuda pública se canaliza a través de deuda soberana, correspondiendo el 27% a deuda subsoberana, es decir, deuda pública de entes subnacionales de gobierno.

Toda la inversión en deuda pública se concentra en países miembros de la OCDE, principalmente europeos. La única excepción es una exposición muy residual en deuda soberana de China.

La evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública es actualmente el gran reto pendiente, no existen herramientas estandarizadas, como las existentes para la deuda privada, que permitan medir la exposición soberana a los riesgos de sostenibilidad.

Una aproximación a su evaluación puede realizarse a través de la evaluación de los indicadores del Sustainable Development Report. La información de los 125 indicadores, disponibles en su totalidad para

166 países, se extiende hasta el año 2000, cubriendo no solo el periodo de vigencia de los ODS, aprobados el 25 de septiembre de 2015, sino que abarca también el periodo anterior en que estaba vigente el marco previo a los ODS, los Objetivos del Milenio. La mayor posición en deuda pública es de un 32%, y se mantiene con deuda emitida por la Unión Europea. Siendo la Unión Europea la líder mundial en la lucha contra el cambio climático, la inversión en la deuda pública emitida por la Unión Europea mantiene una correlación como apoyo a sus políticas medioambientales.

El resto de exposiciones significativas, corresponden a deuda pública nacional por este orden: Alemania (26%), España (17%), Francia (8%), Bélgica (6%), Irlanda (5%), Eslovaquia (3%), Países Bajos (2%) y Austria (1%).

Todos los países en que se mantiene una exposición significativa de deuda pública, mantienen una puntuación en Sustainable Development Report que los sitúa dentro del ranking de los 25 primeros países en la evaluación de su situación respecto a los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Alemania ocupa la posición 4 mundial y Eslovaquia con la posición 23 es el país que peor posicionado está entre los reseñados.

A pesar de la buena posición en la clasificación global, fruto de la puntuación obtenida con los 125 indicadores, ésta viene más condicionada por el nivel socio-económico estructural histórico de estos países que por un compromiso con la implementación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Así la puntuación mundial en la implementación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible ha avanzado un 4,5% desde su aprobación en 2015 (8,1% durante los 15 años anteriores correspondientes a los Objetivos del Milenio). Y centrándonos en la puntuación de los países miembros de la OCDE, objetivo de inversión de la muestra de fondos del análisis, su puntuación ha evolucionado en un 2,2% desde 2015 hasta 2022 y 5,5% entre 2000 y 2015.

Entre los países en que se mantiene una exposición significativa, solo España con un 3,3% y Francia con un 2,8%, han mantenido una mejora en la puntuación en la implementación de los ODS, desde su entrada en vigor, superior a la media de los países miembros de la OCDE.

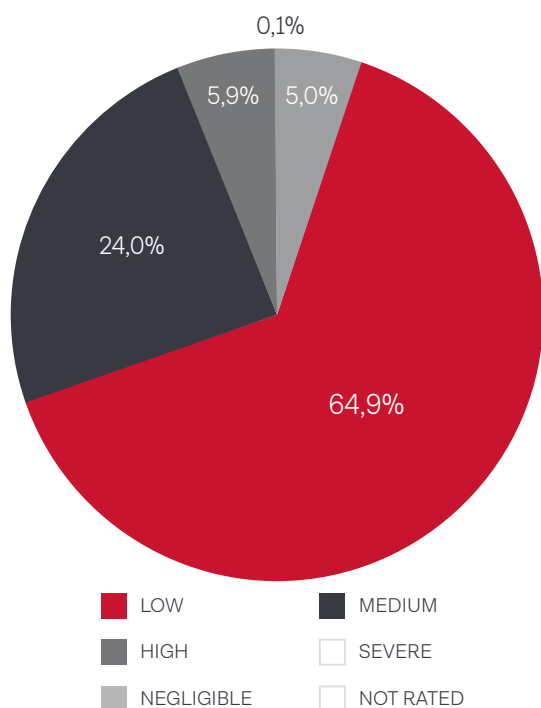
La posición global y la puntuación por ODS con datos de 2022 de Sustainable Development Report, junto con la tendencia estimada de los países en que se mantienen exposiciones significativas, es la siguiente:



De la anterior evaluación cabe considerar como remarcable el consenso en la evaluación de los ODS 12 de “Garantizar modalidades de consumo y producción sostenibles” y ODS 13 de “Adoptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos”, donde todos los países en que se mantiene exposición en deuda pública presentan retos importantes para abordar su logro. Incluso algunos presentan una tendencia de estancamiento e incluso algunos de decrecimiento. Los ODS 12 y 13 forman parte de los objetivos en que los países industrializados pueden tener una mayor incidencia para el logro de la también denominada Agenda 2030.

## Exposición a través de renta variable directa

**Figura 17: Nivel de riesgo ESG de las emisoras de renta variable de acorde a Sustainalytics**



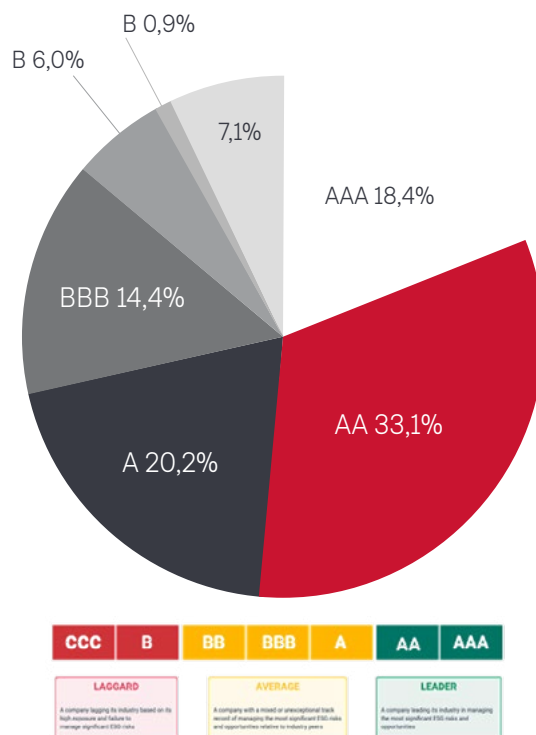
Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de Sustainalytics.

La inversión directa en renta variable directa supone el 29,2% de las carteras. Del análisis de la renta variable se recogen las siguientes observaciones:

### 1. Nivel de riesgo ESG

Cerca del 70% de las emisiones de renta variable incluidas en las carteras presentan un riesgo bajo de ESG (negligible o bajo según los datos de Sustainalytics) y un 10,9% es de riesgo alto para Sustainalytics y un 6% con rating BB según MSCI. El nivel de riesgo ESG parece ser un factor determinante para los gestores a la hora de tomar decisiones de inversión.

**Figura 18: Nivel de riesgo ESG de las emisoras de renta variable de acorde a MSCI**

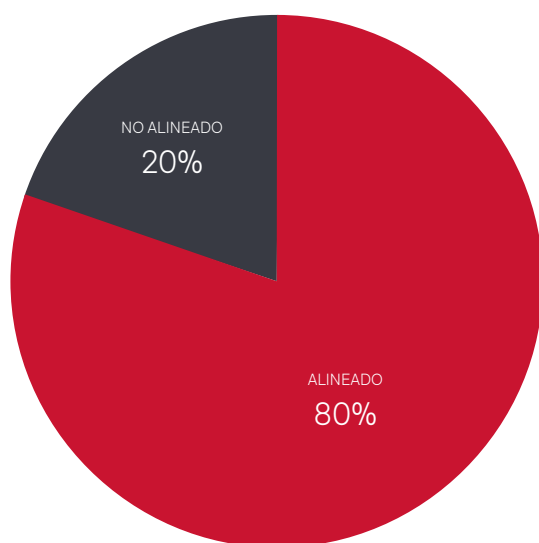


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Para el 85% de las empresas analizadas existe una alineación entre el rating de riesgo proporcionado por

MSCI y el rating de Sustainalytics, por lo que existe una coherencia de datos entre distintas entidades de rating.

**Figura 19: Alineación entre los ratings de riesgo ESG de Sustainalytics y MSCI de las emisoras de renta variable**



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI y Sustainalytics.

## 2. Análisis por sectores

Al analizar la exposición a distintos sectores destacan las inversiones en el sector farmacéutico, software y hardware, sector bancario, equipos eléctricos y servicios públicos.

Pese a que el 84% de la cartera está involucrada en sectores no controvertidos, se identifica un 8,5% en sectores controvertidos (tabaco, alcohol, juego y armamento). Además se deben tener en consideración otros sectores como minería (0,4%) y petrolero (0,1%).

Si analizamos la posición sectorial en términos de sostenibilidad de las compañías que forman la renta variable encontramos que el 73,7% de las compañías se encuentran dentro del 20% de las mejores compañías de su sector. Este hecho indica que se aplican criterios best-in-class en los procesos de toma de decisiones de inversión. De hecho el 45% de las empresas analizadas son líderes en la implementación de factores ESG en sus procesos según MSCI.

## 3. Contribución a los ODS

Únicamente un 5,7% de las empresas incluidas en las carteras no están involucradas en la consecución de ningún ODS. Es necesario destacar que para el 27,7% de las empresas no se dispone de esta información.

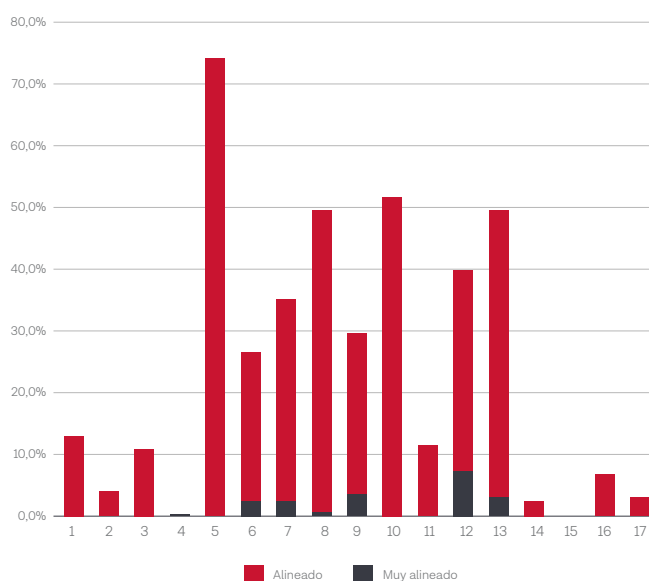
Los ODS que más destacan serían los siguientes:

- ODS 5 de “Igualdad entre géneros y empoderamiento de las mujeres y niñas”.
- ODS 8 de “Promover el crecimiento económico sostenido y el trabajo decente para todos”.
- ODS 10 de “Reducir la desigualdad en y entre los países”.
- ODS 13 de “Adoptar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos”.

Sin embargo, destaca el alto grado de alineación a los siguientes ODS aunque algunos de estos tengan una menor presencia que los ODS citados anteriormente:

- ODS 6 de “Agua limpia y saneamiento”.
- ODS 7 de “Acceso a una energía asequible, segura y sostenible”.
- ODS 9 de “Construir infraestructuras resilientes y fomentar la innovación”.
- ODS 12 de “Garantizar modalidades de consumo y producción sostenibles”.

**Figura 20: Grado de alineación de las de las emisoras de renta variable a cada uno de los ODS**

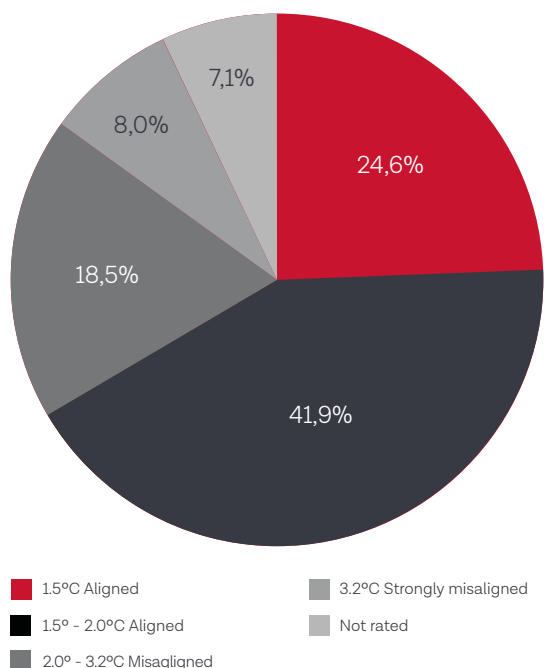


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

## 4. Análisis climático

A nivel climático se detecta que un 66,5% de la cartera está alineada a los objetivos del acuerdo de París mientras que un 26,5% está desalineada con los objetivos.

Figura 21: Grado de alineación de las de las emisoras de renta variable a los objetivos del acuerdo de París



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Al observar los compromisos climáticos de las empresas, un 51% tiene un plan consistente para descarbonizarse. Si nos fijamos exclusivamente en las emisoras no alineadas a los objetivos del Acuerdo de París, el 40% tiene un plan consistente de descarbonización pero el 60% restante no dispone de un plan consistente o concreto en esta materia.

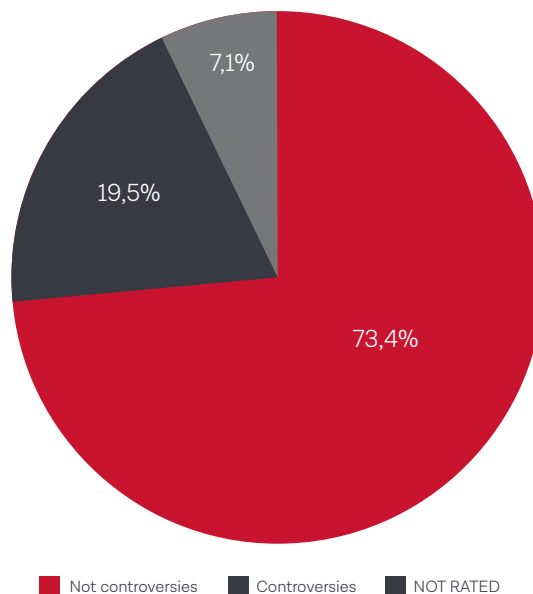
La mayoría de planes de descarbonización están orientados al largo plazo, teniendo el 61,5% como año objetivo el año 2050 mientras que un 38,5% tiene un plan a medio plazo para el año 2030. Si volvemos a tomar únicamente la muestra de aquellas emisoras no alineadas a los objetivos del Acuerdo de París, el 20,9% tiene como objetivo el año 2050 y el 71,9% el año 2030.

De los planes consistentes, un 42,3% no llega a cubrir el 50% de la huella de carbono, de hecho, un 28% no llega a cubrir ni el 10%. Es decir, son actividades puntuales para reducir la huella de carbono y es necesario que las empresas realicen un análisis de su propia actividad.

## 5. Análisis de controversias

El análisis de las controversias ESG en las que se puede ver envuelta una compañía puede ser útil para detectar tanto el desarrollo de la entidad en términos de ESG como posibles fluctuaciones en el nivel de riesgo de sostenibilidad.

Figura 22: Controversias ESG de las emisoras de renta variable

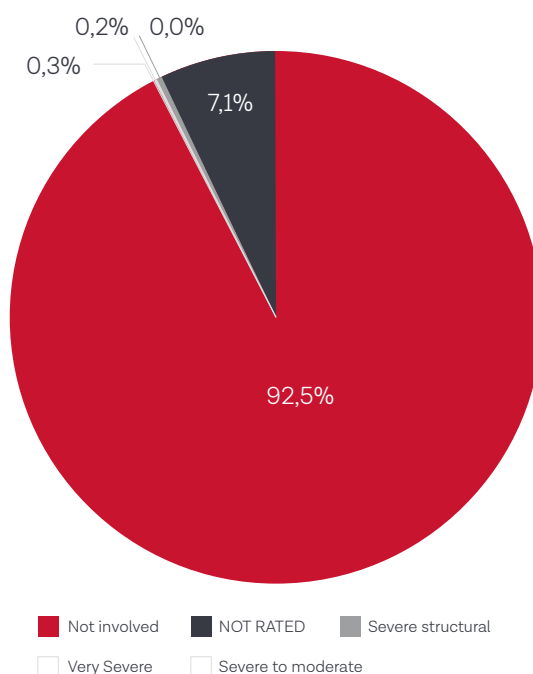


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

Un 19,5% de las empresas analizadas tiene controversias en algún indicador ESG. Si desglosamos cada uno de los indicadores detectamos que:

- Las controversias en el enfoque ambiental son residuales.

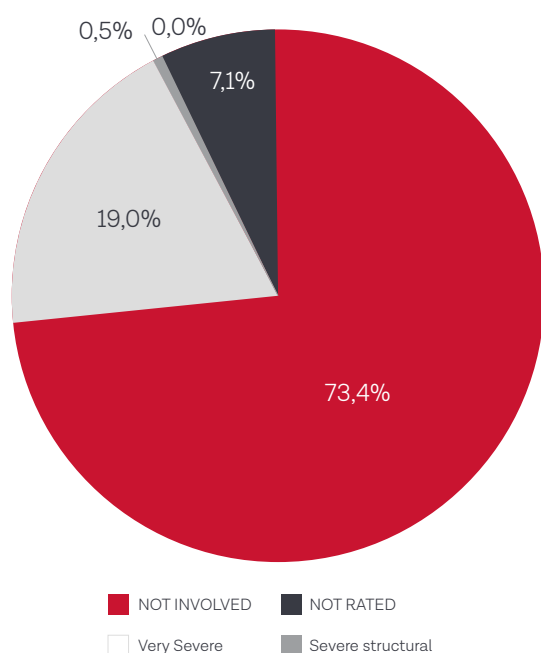
Figura 23: Controversias ambientales de las emisoras de renta variable



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

- El enfoque social es el que mayores controversias presenta, un 19% presenta controversias severas-moderadas.

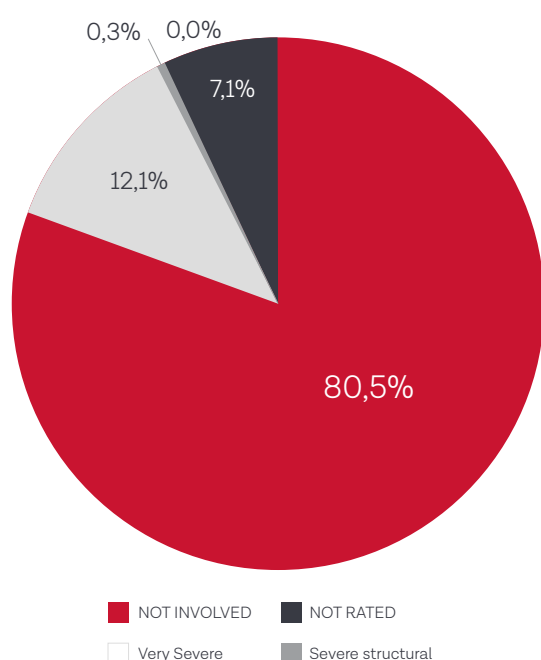
Figura 24: Controversias sociales de las emisoras de renta variable



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

- En el enfoque de la gobernanza se produce una situación similar; el 80% de las empresas no tiene controversias, sin embargo el porcentaje de controversias severas-moderadas es del 12,1%.

Figura 25: Controversias de gobernanza de las emisoras de renta variable



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

## Exposición a través de instituciones de inversión colectiva

Existe una exposición residual a través de inversiones en instituciones de inversión colectiva (6,9% del patrimonio de los fondos).

Todas las IICs a las que se tiene exposición se acogen a los requisitos establecidos en el artículo 8 del SFDR ya que promueven características medioambientales y/o sociales y, aunque no tiene como su objetivo una inversión sostenible, todas ellas establecen una proporción mínima de inversiones sostenibles. Estas inversiones sostenibles se caracterizan por (i) tener un objetivo medioambiental en actividades económicas no alineadas con la Taxonomía de la UE o (ii) con un objetivo social.

En las distintas IIC en que los fondos tienen exposición, sus activos subyacentes presentan las siguientes características:

- Las empresas emisoras están calificadas como líderes en criterios ESG. En este sentido, se ha invertido un 61% en emisoras líderes en materia ESG y el 39% restante tienen una calificación inferior.
- Las posiciones en inversiones que son calificadas como no alienadas en cuestiones ESG de acuerdo con la catalogación de MSCI oscilan entre el 0% y el 4% de exposición máxima.

Constatándose que la exposición de los fondos analizados a otras instituciones de inversión colectiva es realizada a través de productos que tienen en consideración criterios ESG para constituir sus carteras de inversión. Incluso en productos cuyos activos subyacentes obtienen calificaciones ESG similares, o en algunos casos incluso superiores, a los fondos objeto de análisis.

## 3.5. Hallazgos y conclusiones

Del análisis realizado destacan algunas observaciones que pueden poner en duda la naturaleza sostenible de las instituciones de inversión colectiva analizadas. Concretamente nos referimos a la exposición a sectores controvertidos como el sector del tabaco, alcohol, juego y armamento o sectores como la minería o el petrolero. Aunque residual, este hecho puede poner en duda la contribución a los objetivos sociales o medioambientales que tienen establecidos las IIC analizadas.

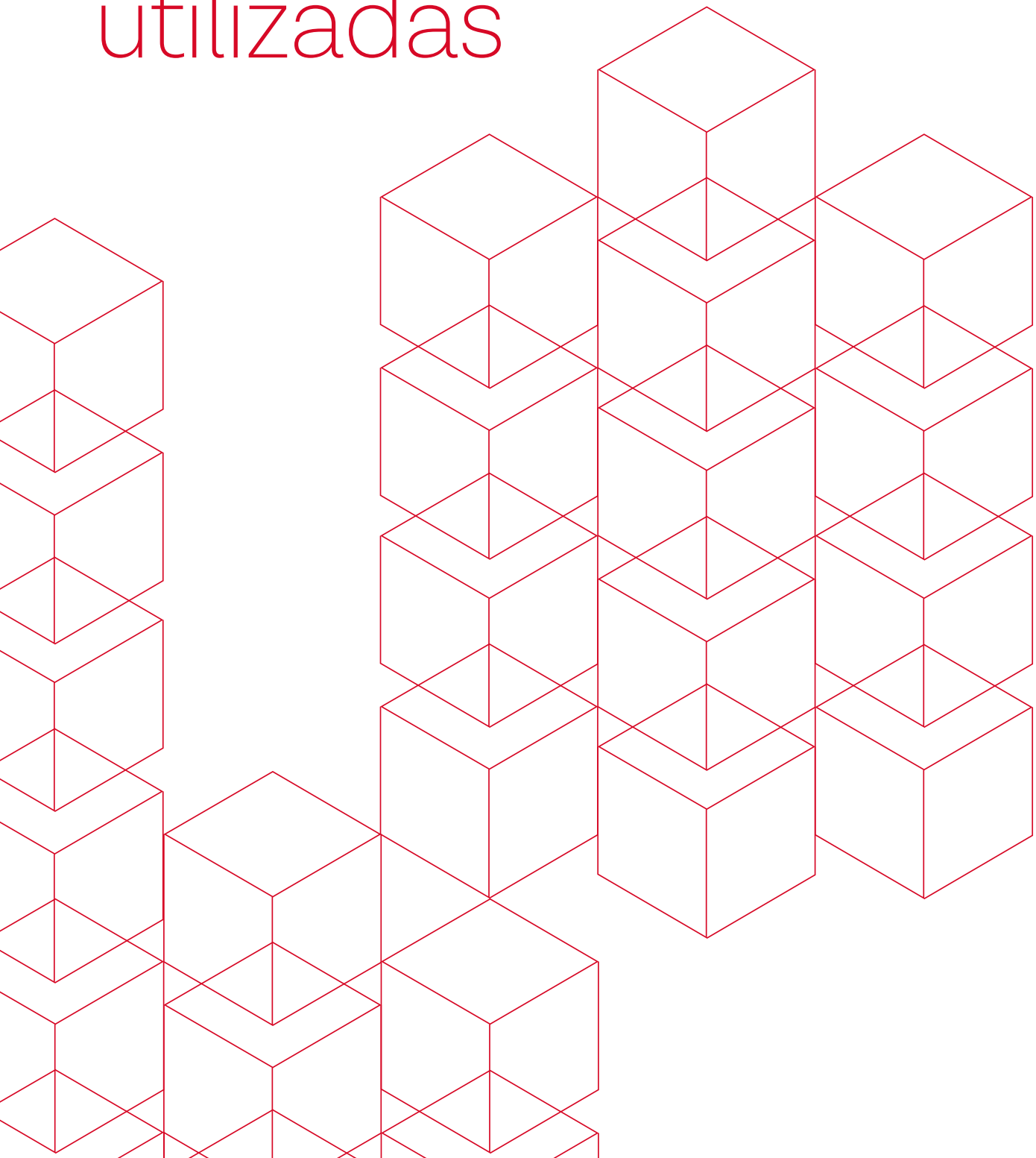
Respecto a la inversión en IICs, destacar que la inversión en fondos que promueven características sostenibles (art. 8) no implica necesariamente que la totalidad de la inversión pueda considerarse inversión sostenible.

De nuestro análisis de las carteras de los fondos analizados, sobre el empleo de ratings ESG como indicadores de sostenibilidad se ha observado divergencias entre las distintas agencias. Aunque

coinciden en emitir los ratings comparando empresas del mismo sector. Existen otras agencias que permiten una comparación tanto intra como inter-sectorial, lo que permite no discriminar a una empresa por el sector de actividad. Es decir, califican su rating ESG en relación a las empresas del mismo sector, permitiendo así discriminar las mejores prácticas dentro del sector.



# 4. Análisis de los criterios de sostenibilidad y métricas utilizadas



A continuación, se analizan los criterios de sostenibilidad y métricas utilizados por los fondos objeto de este estudio. Este análisis se ha realizado sobre la información recogida en los anexos de sostenibilidad de los folletos de los fondos, que se centra principalmente en el impacto en sostenibilidad (materialidad de impacto) y no tanto en los riesgos y oportunidades derivados de los aspectos ESG (materialidad financiera).

Los fondos clasificados como art. 9 del SFDR, según sus folletos, invierten en emisiones con impacto positivo social o medioambiental, principalmente según los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU.

## 4.1. Indicadores para la medición de la consecución de los objetivos de sostenibilidad

Para la medición de la consecución de estos objetivos de sostenibilidad, las gestoras utilizan diferentes indicadores, entre los que cabe destacar:

- El porcentaje de la cartera destinada a inversiones sostenibles;
- La contribución directa o alineamiento de las inversiones sostenibles a los ODS;
- La contribución indirecta o impacto ligado a la gestión de los factores ASG por parte de los emisores;
- Para la renta fija, el seguimiento del cumplimiento de los estándares definidos por ICMA o los que desarrolle la UE.
- En el caso de fondos de inversión de impacto, indicadores específicos de medición de impacto según la temática de impacto.

## 4.2. Criterios de análisis de sostenibilidad de las inversiones

Las gestoras aplican en su mayoría una metodología propia para evaluar

los criterios de sostenibilidad en la selección de las inversiones sostenibles. Para dicha evaluación, las gestoras se basan en la información publicada por las entidades emisoras, recabada directamente y/o a través de proveedores de datos ASG.

Las gestoras atienden a diferentes criterios de análisis de la sostenibilidad de las inversiones, entre las que cabe destacar:

### a) Análisis de controversias:

Se restringe la inversión en compañías involucradas en controversias de cierta relevancia que afectan al ámbito de la sostenibilidad, al incumplir normas o estándares reconocidos internacionalmente.

### b) Criterios valorativos o de integración:

- Estrategia Best-in-class: consiste en seleccionar o sobreponderar aquellos activos o emisores con mejor valoración general ASG, por encima de la media en su rating relativo respecto a sector y región.
- Rating mínimo de calidad ASG de los activos/ empresas/cartera proporcionado por alguno de los proveedores habituales como MSCI, Sustainalytics, Bloomberg .....

### c) Voto/compromiso:

- Se ejercen los derechos políticos en la mayoría de títulos invertidos, votando a favor de aquellas estrategias y prácticas ASG para las que haya información y transparencia suficiente.
- Estrategias de diálogo activo (implicación/ engagement) con compañías en las que se detecte una carencia sostenible significativa.

### d) Criterios excluyentes:

Un criterio común a todos los fondos UCITS es el de excluir sectores especialmente expuestos a riesgos de sostenibilidad, como los relacionados con el juego, el alcohol y el tabaco. Se aplican criterios de exclusión basados en la actividad del emisor. Se excluyen del universo de inversión actividades consideradas como no alineadas con los objetivos de sostenibilidad del fondo.

### 1. No exclusión de actividades relacionadas con el gas fósil o energía nuclear

Llama la atención que la mayoría de fondos no excluye sectores relacionados con el gas fósil o la energía nuclear.

En este sentido, el Reglamento Delegado (UE) 2022/1214<sup>1</sup> modificó el Reglamento (UE) 2021/2139 Delegado de Taxonomía, entre otros, para introducir los criterios técnicos de selección que determinan en qué condiciones se considera que determinadas actividades relacionadas con el gas fósil o la energía nuclear contribuyen de forma sustancial a la mitigación y a la adaptación al cambio climático. Así, la Taxonomía califica como “sostenibles” y permite que estén incluidas en el ámbito de las “inversiones sostenibles” determinadas actividades relacionadas con el gas fósil y la energía nuclear.

Como continuación de esta modificación, el Reglamento Delegado (UE) 2023/363<sup>2</sup>, que modifica el Reglamento Delegado 2022/1288 de SFDR, establece la información sobre la exposición de los productos financieros a las inversiones en actividades relacionadas con el gas fósil y la energía nuclear que debe facilitarse en los documentos precontractuales, sitios web e informes periódicos. El objetivo es aumentar la transparencia respecto de estas actividades sobre las que un inversor con vocación sostenible podría tener reticencias, a pesar de haber sido calificadas por la Taxonomía como “sostenibles”<sup>3</sup>.

En relación a la inversión de renta variable encontramos que el 73,7% de las compañías se encuentran dentro del 20% de las mejores compañías de su sector. Este hecho indica que se aplican criterios best-in-class en los procesos de toma de decisiones de inversión. De hecho el 45% de las empresas analizadas son líderes en la implementación de factores ESG en sus procesos según MSCI.

## 2. Exclusión del sector de armas “controvertidas”

También llama la atención que la mayoría de los fondos excluye el sector de armas controvertidas, como pueden ser las bombas racimo, permitiendo así su inversión en la industria armamentística convencional. Aunque algunos fondos excluyen, adicionalmente, los contratos militares, la política de otros permite la inversión en la industria armamentística convencional.

Como se ha puesto de manifiesto, en las carteras de los fondos analizados encontramos inversiones en empresas de sectores controvertidos. Aunque residual, este hecho puede poner en duda la contribución a los objetivos sociales o medioambientales de las IIC analizadas.

## 3. Exclusión de sectores que atenten contra un ideario religioso

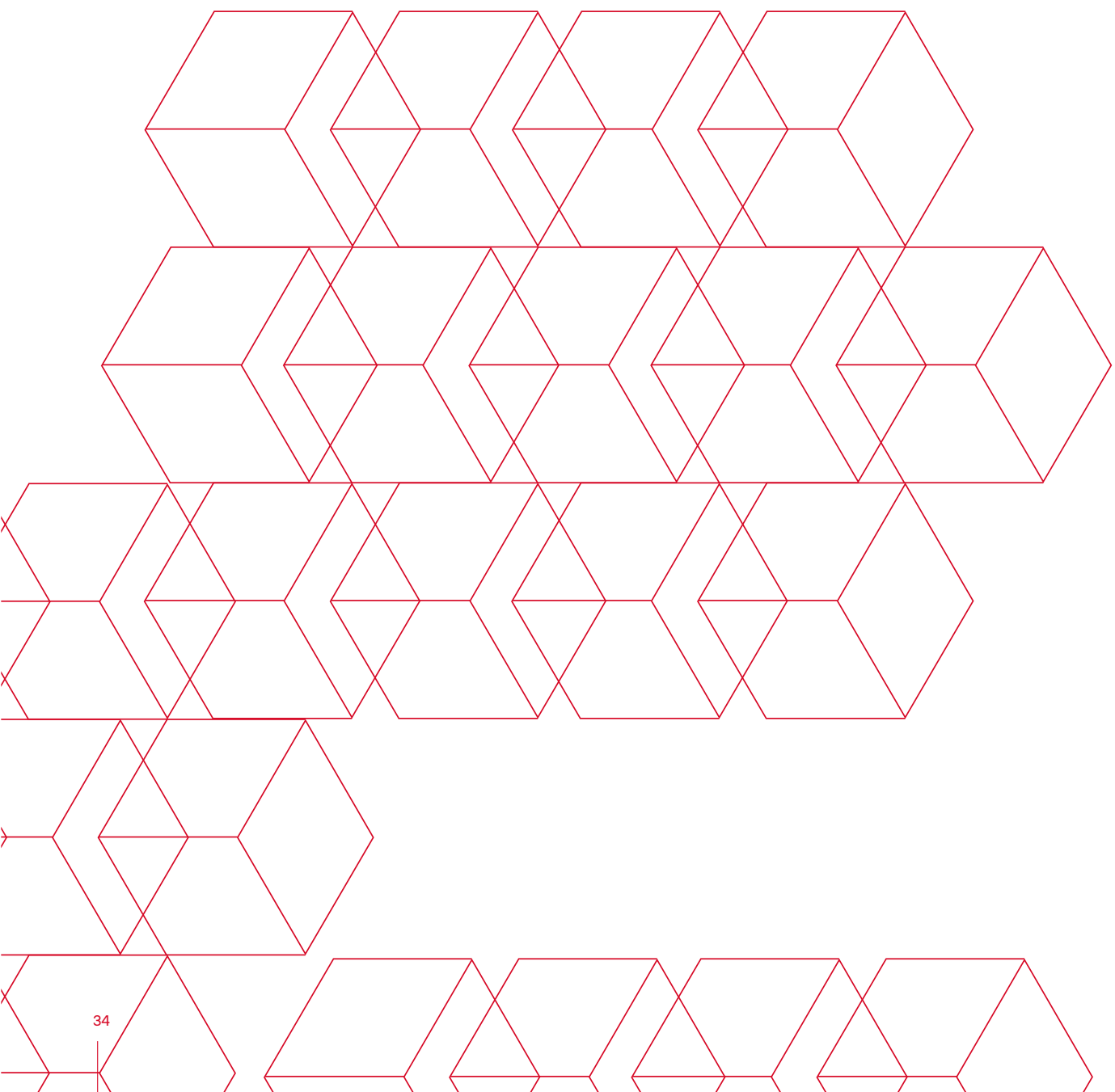
Por último, destaca un fondo que expresamente excluye a empresas que atenten contra la vida o la dignidad humana y, del mismo modo, trata de evitar compañías que participen en sectores que atenten contra el ideario católico. De esta forma, se introduce un ideario religioso como un criterio de selección de las inversiones para lograr el objetivo de inversión sostenible, equiparando así principios de una creencia religiosa a objetivos de sostenibilidad. Se nos antoja una interesante discusión doctrinal y filosófica sobre esta equiparación y, en particular, sobre la interrelación entre el ideario católico y los ODS, pero consideramos que no es objeto de este informe.

1 Reglamento Delegado (UE) 2022/1214 de la Comisión, de 9 de marzo de 2022, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2021/2139 en lo que respecta a las actividades económicas en determinados sectores energéticos y el Reglamento Delegado (UE) 2021/2178 en lo que respecta a la divulgación pública de información específica sobre esas actividades económicas

2 Reglamento (UE) 2023/363 de la Comisión, de 31 de octubre de 2022, por el que se modifica y corrigen las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 en lo que respecta al contenido y la presentación de la información en relación con la divulgación de información en los documentos precontractuales y los informes periódicos relativos a los productos financieros que invierten en actividades económicas medioambientalmente sostenibles

3 La controversia derivada del gas viene provocada por tratarse de una energía emisora, aunque en cantidad sustancialmente menor que el carbón o el petróleo. Hay voces que abogan por mantenerla en la etapa de transición y otras que la consideran incompatible con la descarbonización. En el caso de la energía nuclear, se puede alegar que contribuye a la mitigación del cambio climático. Sin embargo, y siguiendo el principio DNSH (no hacer daño significativo a otros objetivos) de la Taxonomía, se puede considerar que la gestión de sus residuos puede afectar negativamente a la salud de los ecosistemas, la gestión del agua y la contaminación. La inclusión de ambos casos parece más el resultado de acuerdos políticos que criterios estrictamente técnicos.

# 5. Breve reflexión sobre la relación entre los objetivos ligados a la sostenibilidad y el riesgo financiero



Todos los fondos analizados sujetos a UCITS, declaran en su folleto informativo que su sociedad gestora integra los riesgos de sostenibilidad en su proceso de inversión. Los riesgos de sostenibilidad incluyen riesgos medioambientales (por ejemplo, exposición al cambio climático y riesgos de transición), riesgos sociales (por ejemplo, desigualdad, salud, inclusión y relaciones laborales) y de gobernanza (por ejemplo, falta de supervisión sobre aspectos materiales de sostenibilidad o falta de políticas y procedimientos relacionados con la ética de la entidad).

Con esta declaración cumplen con lo previsto en el art. 6 del SFDR, que obliga a los participantes en los mercados financieros a incluir en la información precontractual una descripción de la manera en que se integran los riesgos de sostenibilidad en las decisiones de inversión y los resultados de la evaluación de las posibles repercusiones de los riesgos de sostenibilidad en la rentabilidad de los productos financieros que ofrecen. De esta manera se implementa el principio de doble materialidad, atendiendo, por un lado, al impacto ESG que generan las inversiones y, por otro, al impacto que pueden tener los riesgos ESG sobre la cartera.

En cuanto al riesgo financiero de los fondos art. 9, al margen de los riesgos ESG, indicar que sus políticas de inversión establecen la posibilidad de invertir en todo tipo de instrumentos financieros (renta variable, renta fija, ...), incluyendo instrumentos financieros calificados como especialmente complejos por la Circular 1/2018<sup>1</sup>, así como en instrumentos financieros considerados ilíquidos, que conllevan riesgos adicionales a la inversión en instrumentos financieros no complejos o líquidos. Destacar que se prevé la inversión en:

### A) Instrumentos Financieros Derivados

Todos los fondos analizados contemplan la posibilidad de contratar instrumentos financieros derivados, bien como cobertura, bien como cobertura e inversión. Además, la mayoría de ellos contempla la posibilidad de contratar instrumentos financieros OTC, es decir, aquellos que se negocian al margen de un mercado organizado. Como advierten los propios folletos, la inversión en estos instrumentos conlleva riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio del subyacente y puede multiplicar las pérdidas de valor de las carteras. Asimismo, la operativa con instrumentos financieros derivados no contratados en mercados

organizados de derivados conlleva riesgos adicionales, como el de que la contraparte incumpla, dada la inexistencia de una cámara de compensación que se interponga entre las partes y asegure el buen fin de las operaciones.

En relación con lo anterior, subrayar que todos los fondos UCITS indican que su grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de derivados es el importe del patrimonio neto.

En concreto, la mayoría de los subyacentes de los instrumentos derivados de las carteras de los fondos art. 9 analizados son emisiones de deuda pública europea, seguido por los derivados sobre divisa y alguna exposición puntual a índices bursátiles (concretamente el índice E-Mini S&P y el EUROSTOXX50).

### B) Activos del art. 48.1.j) del Reglamento de IIC

La mayoría de los fondos analizados contemplan la posibilidad de invertir en alguno de los activos previstos en el art. 48.1.j) del Reglamento de IIC, que permite la inversión de hasta un máximo conjunto del 10% del patrimonio en activos que podrían introducir un mayor riesgo que el resto de las inversiones como consecuencia de sus características, entre otras, de la iliquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor.

En su mayoría, las políticas de inversión de los fondos analizados prevén la opción de invertir en acciones y participaciones de entidades de capital riesgo y en renta fija negociada en mercados no similares a los mercados oficiales españoles.

Sin embargo, en los informes públicos periódicos del tercer trimestre de 2022 no se reporta para ninguna de las carteras de los fondos art. 9 analizados inversiones en este tipo de activos.

### C) Bonos convertibles contingentes (CoCos)

Además, muchos de los fondos analizados permiten la inversión en bonos convertibles del tipo de conversión a acciones del tipo “principal write-down”, es decir, aquellos para los que la contingencia ligada al bono provocaría, en caso de producirse, una reducción del principal del bono. Los bonos canjeables o convertibles pueden incluir una opción de conversión, que en algunas ocasiones puede ser ejercida por el emisor de los activos o ser bonos de conversión obligatoria.

No se han detectado en las carteras de los fondos

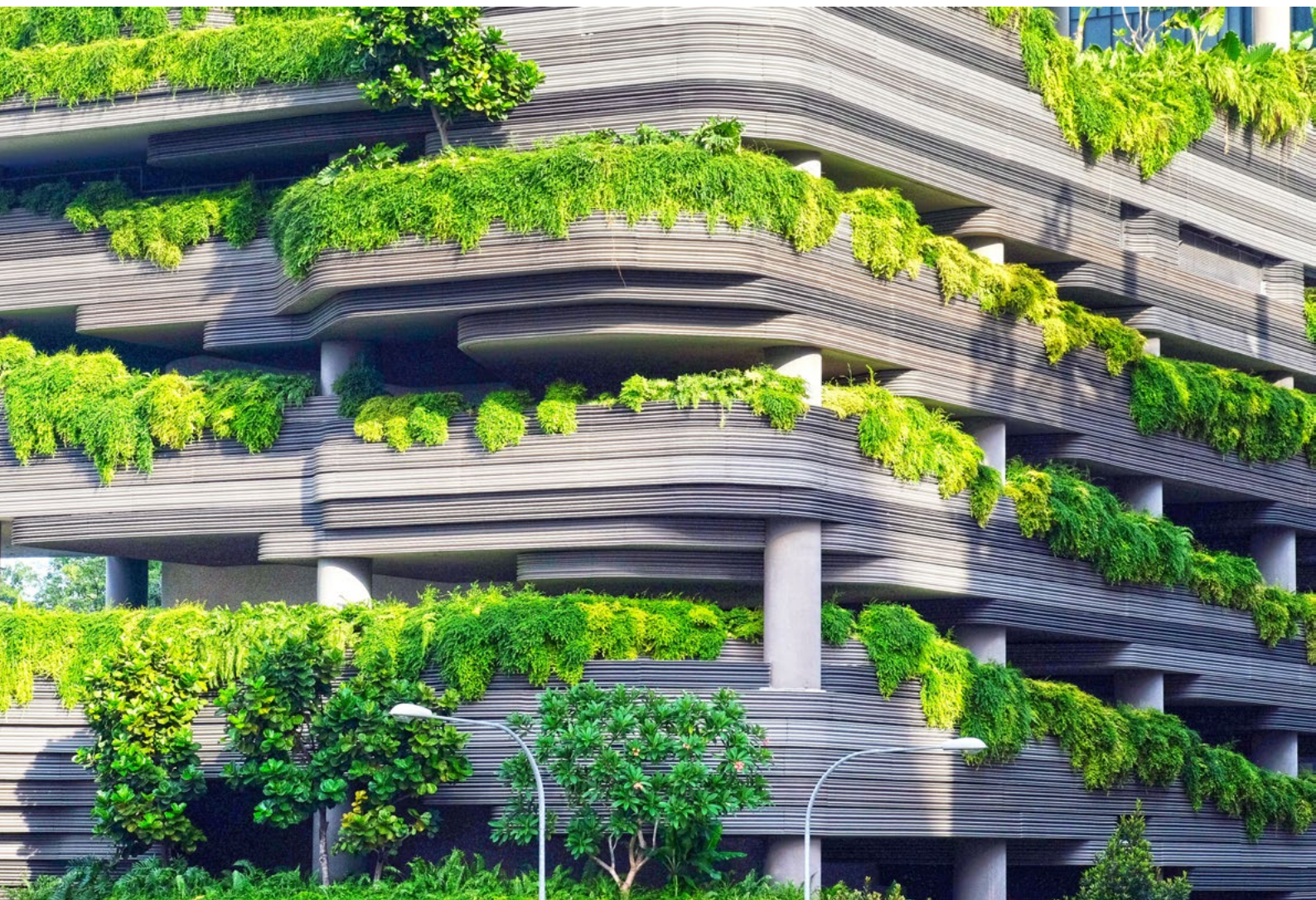
---

1 Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros

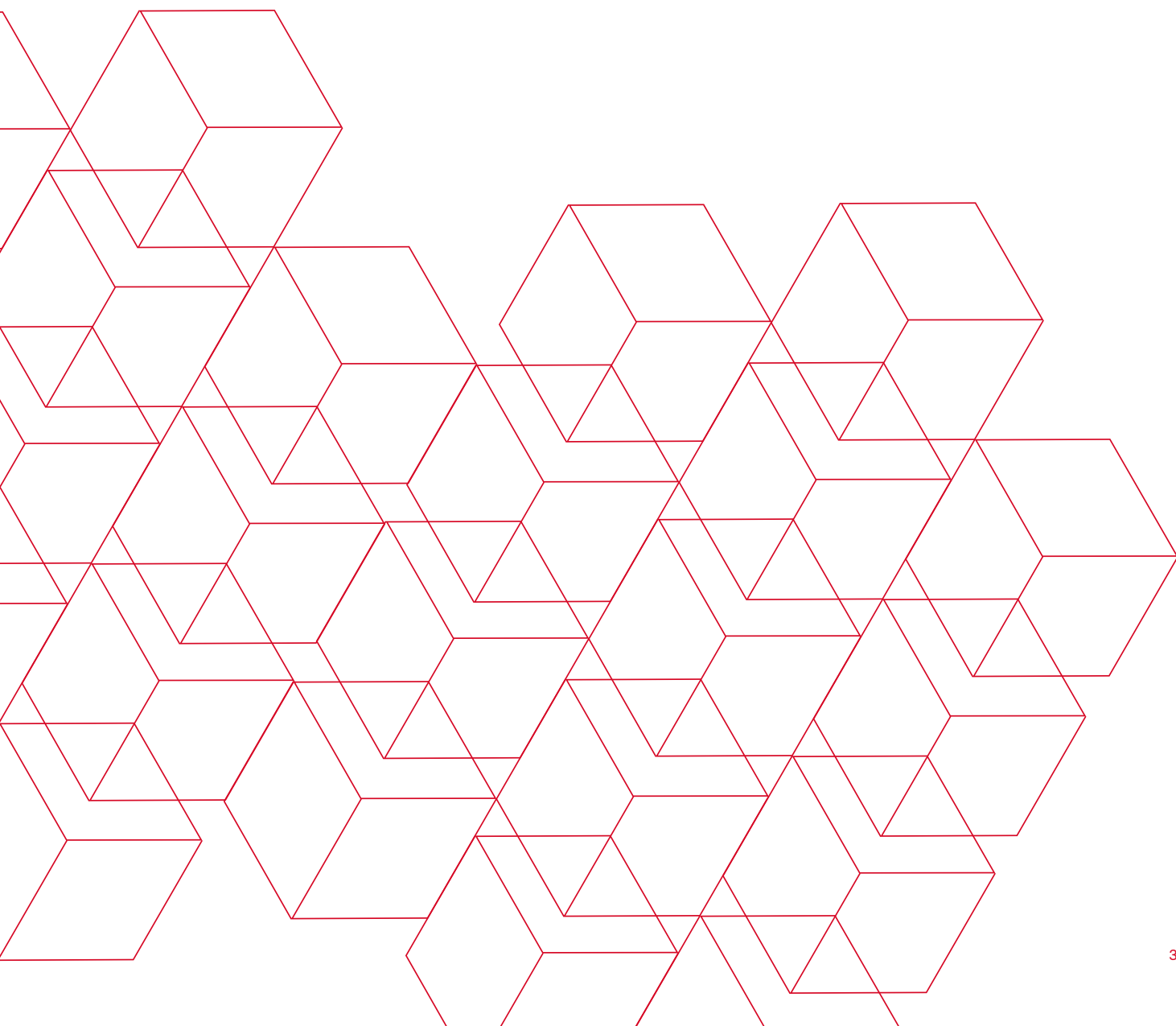
art. 9 analizados bonos convertibles contingentes, sin embargo, 5 de los fondos analizados advierten en su folleto de la posibilidad de invertir en este tipo de activos.

Tras este análisis, podemos concluir que los partícipes de los fondos art. 9 del SFDR no tienen una protección,

frente al riesgo financiero derivado del tipo de instrumentos financieros que componen sus carteras, mayor que la de los partícipes de fondos calificados como art. 8 o art. 6 del SFDR.



# 6. El caso de los FESE como fondos bajo el Art. 9. Algunas propuestas



El régimen jurídico de los fondos de emprendimiento social europeos ("FESE"), aparece recogido en España en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en su artículo 40.

Este artículo básicamente se remite a las normas contenidas en el Reglamento (UE) n.º 346/2013, de 17 de abril de 2013, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos de emprendimiento social europeos ("Reglamento FESE") para su comercialización. Adicionalmente, establece una reserva de denominación de los fondos de emprendimiento social europeos y su abreviatura, FESE, y apunta que los FESE se inscribirán en el registro administrativo creado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Con posterioridad e independientemente del régimen especificado para los FESE, se aprueba el Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros ("SFDR"). Se nos plantea la duda de si los FESE deberían ser considerados productos del art. 9 del SFDR por su propia naturaleza y requisitos a los que están sometidos. Para ello, es necesario analizar dos aspectos de los FESE:

- si se encuentran dentro del objeto del SFDR, y
- si su régimen de inversión es el exigido para los productos art. 9 del SFDR.

## 6.1. FESE como objeto del SFDR

La cuestión que nos planteamos en este apartado es si los FESE están dentro del ámbito de aplicación del SFDR.

El artículo 1 del SFDR define que su Objeto es establecer "normas armonizadas sobre la transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad y el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad en sus procesos y la información en materia de sostenibilidad respecto de productos financieros".

Adicionalmente, el artículo 9 del SFDR establece obligaciones para los participantes en los mercados

financieros de divulgar determinada información cuando un producto financiero tenga como objetivo inversiones sostenibles, principalmente la prevista en los artículos 4 y 6 del SFDR.

Por lo tanto, debemos confirmar, por un lado, que los FESE son un producto financiero y, por otro, si los gestores de FESE son "participante en los mercados financieros", según la terminología del SFDR.

Con respecto a lo primero, parece claro que los FESE son un producto financiero, como se deduce, entre otros, del artículo 1 del Reglamento FESE que define su objeto como establecer "un conjunto de requisitos y condiciones uniformes aplicables a los gestores de organismos de inversión colectiva que deseen utilizar la designación «FESE» en relación con la comercialización de fondos de emprendimiento social europeos admisibles en la Unión (...)".

Con respecto a lo segundo, observamos que la definición de los participantes en los mercados financieros dada por artículo 2 del SFDR incluye expresamente en su apartado g) a "todo gestor de fondos de emprendimiento social admisibles registrado de conformidad con el artículo 15 del Reglamento (UE) n.º 346/2013.

Concluimos, así, que tanto los FESE como sus gestores están dentro del ámbito de aplicación del SFDR.

## 6.2. Régimen de Inversiones FESE vs. Inversión sostenible

En este apartado analizamos si el régimen de inversiones de los FESE es el exigido para los productos del art. 9 del SFDR, de tal forma que cualquier FESE deba considerarse necesariamente como un producto de inversión sostenible de conformidad con SFDR.

Por un lado, el Reglamento FESE define a los FESE como un organismo de inversión colectiva que:

- se proponga invertir como mínimo el 70% del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles en un plazo establecido en el reglamento o los documentos constitutivos,
- nunca utilice más del 30% del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido para la adquisición de activos distintos de las inversiones admisibles, y

- esté establecido en el territorio de un Estado miembro.

A su vez, establece como inversiones admisibles, además de la inversión en otros FESE que cumplan determinados requisitos, la inversión en diferentes instrumentos de capital, cuasi capital o, deuda emitidos por empresas que cumplan los siguientes requisitos, así como préstamos concedidos por un FESE a estas empresas:

- en la fecha de inversión por el FESE, no se admita a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación (SMN), y
- tenga como objetivo primordial la consecución de un impacto social positivo y medible, de conformidad con su escritura de constitución, sus estatutos o cualquier otro reglamento o documento constitutivo de la empresa, siempre que esta:
  - proporcione servicios o bienes a personas vulnerables, marginadas, desfavorecidas o excluidas,
  - emplee un método de producción de bienes o servicios que represente su objetivo social, o
  - proporcione ayuda financiera exclusivamente a las empresas sociales tal como se definen en los dos primeros guiones,
- utilice sus beneficios principalmente para la consecución de su objetivo social primordial, de conformidad con su escritura de constitución, sus estatutos o cualquier otro reglamento o documento constitutivo de la empresa. Estos reglamentos o documentos constitutivos habrán implantado procedimientos y normas predefinidos que regulen todas las circunstancias en las cuales se repartan beneficios a los accionistas y propietarios, garantizándose que dicho reparto de beneficios no socave su objetivo primordial, así como
- sea objeto de una gestión responsable y transparente, en especial involucrando a los empleados, los clientes y los interesados afectados por su actividad,
- esté establecida en los territorios de un Estado miembro o en un tercer país, siempre y cuando el tercer país:
  - no figure en la lista de países y territorios no cooperantes establecida por el Grupo de acción financiera sobre el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo,
  - haya firmado un acuerdo con el Estado miembro de origen del gestor del fondo de emprendimiento social europeo admisible y con cada Estado

miembro en que se pretende comercializar las participaciones o acciones del fondo de emprendimiento social europeo admisible, de tal modo que se garantice que el tercer país se ajusta plenamente a los preceptos establecidos en el artículo 26 del Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la OCDE y vela por un intercambio efectivo de información en materia tributaria, incluyendo, si procede, acuerdos multilaterales en materia de impuestos;

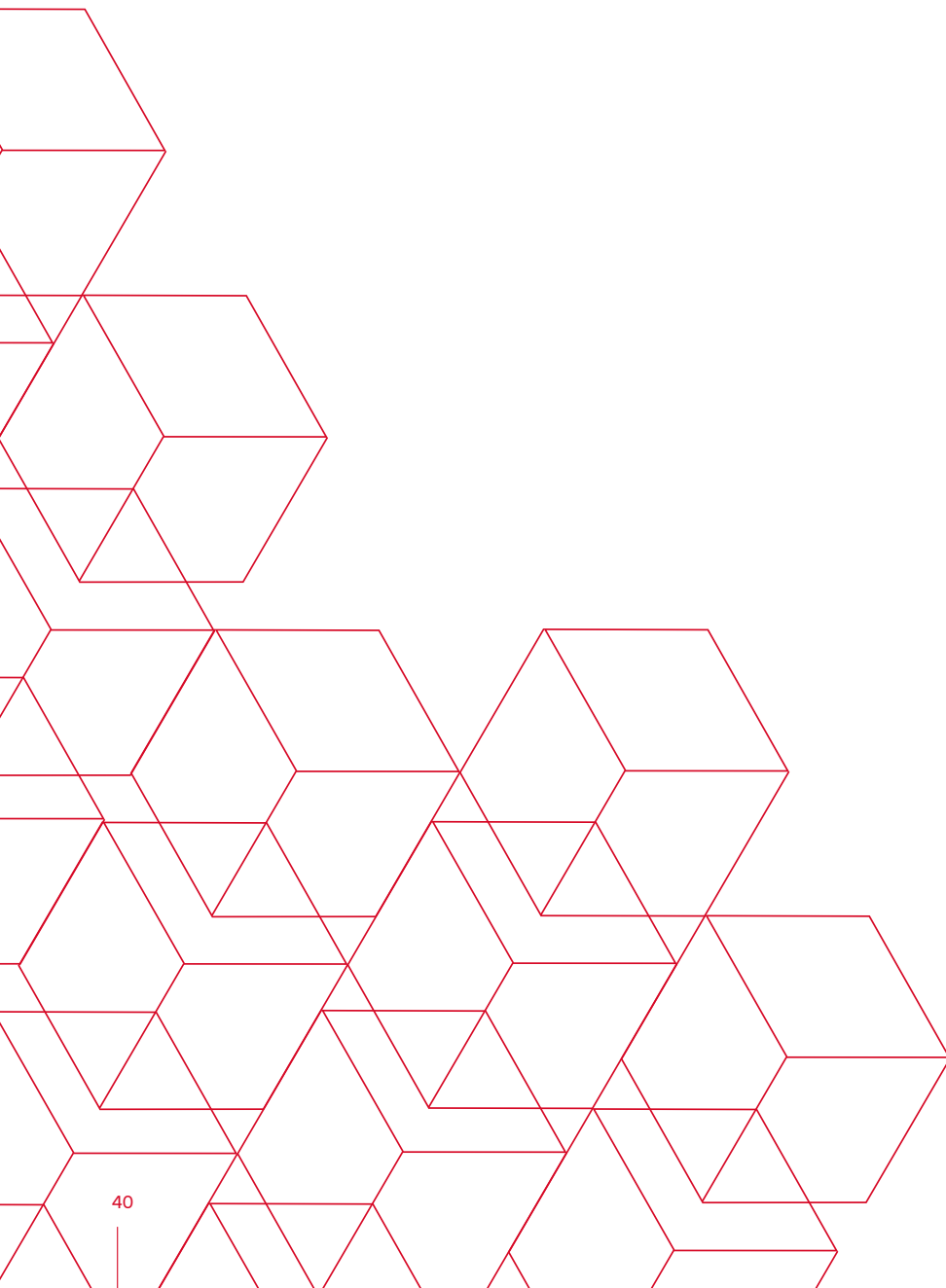
Por su lado, el artículo 2.17 del SFDR define las inversiones sostenibles como *“inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo, a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo de materias primas, agua y suelo, producción de residuos y emisiones de gases de efecto invernadero e impacto sobre la biodiversidad y la economía circular o las inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo social y, en particular, toda inversión que contribuya a luchar contra la desigualdad, toda inversión que refuerce la cohesión social, la integración social y las relaciones laborales, o toda inversión en capital humano o en comunidades económica o socialmente desfavorecidas; siempre y cuando las inversiones no perjudiquen significativamente a ninguno de dichos objetivos y las empresas beneficiarias sigan prácticas de buena gobernanza, en particular en lo que respecta a que sus estructuras de gestión, relaciones con los asalariados y remuneración del personal pertinente sean sanas y cumplan las obligaciones tributarias;”*

Por tanto, si comparamos los activos objeto de inversión de los FESE con los de los productos del art. 9 de SFDR, entendemos que las inversiones admisibles de los FESE se enmarcarían perfectamente dentro del objetivo de inversión sostenible de los productos del art. 9 de SFDR.

No obstante lo anterior, para poder concluir que todos los FESE son productos del art. 9 de SFDR per se, tendría que existir un criterio claro sobre que el porcentaje mínimo de inversión sostenible para los productos del art. 9 de SFDR es de un 70%.

A la redacción de este informe, parece que las autoridades regulatorias se inclinan porque es necesario que el 100% de los activos esté destinado a la “inversión sostenible”, a excepción de incluir inversiones para ciertos fines específicos, como cobertura o liquidez, siempre y cuando estén en consonancia con el objetivo de inversión sostenible. Sin embargo, los FESE permiten destinar hasta un 30% de su capital a la adquisición de activos distintos de las inversiones admisibles.

# 7. Conclusiones



Actualmente una de las preocupaciones dentro del sector financiero y, en especial, en la industria de la gestión de activos (Asset Management) es cumplir con determinados requisitos sobre las inversiones sostenibles, en particular de transparencia en la información y divulgación con respecto a los activos aptos para la inversión. Sin embargo, la escasez de información de calidad en cuanto a la consideración ESG de los diferentes activos, está frenando la proliferación de estos fondos.

Además, la interpretación literal que se ha hecho hasta ahora de la norma con respecto a los activos en los que pueden invertir los fondos del art. 9 de SFDR, restringe y limita su ámbito de inversión. En un primer momento, las entidades habían hecho una interpretación más posibilista de los requerimientos de los activos aptos para ser objeto de inversión de los fondos del art. 9 del SFDR, entendiendo que, junto a los activos sostenibles, cabrían otro tipo de activos, como aquéllos que promueven características ESG. Sin embargo, los reguladores han aclarado que un fondo del art. 9 exclusivamente puede invertir en activos calificados como “inversiones sostenibles”<sup>1</sup>. En este artículo se ha presentado la situación actual del sector, la normativa aplicable y se han analizado en detalle los fondos registrados como artículo 9 que había en España en el tercer trimestre del 2022. De ese análisis se pueden destacar una serie de reflexiones y conclusiones:

## 1. Crecimiento de la inversión sostenible, pero no de los fondos art. 9 del SFDR

La primera consecuencia de estas detalladas exigencias es que los gestores están siendo cautelosos a la hora de clasificar los fondos como sostenibles (art. 9) y se inclinan más por clasificar a los fondos como fondos que promueven características sociales o ambientales (art. 8).

En España, el patrimonio de los fondos de inversión clasificados bajo los artículos 8 y 9 del SFDR ha experimentado un crecimiento importante en los últimos dos años. Sin embargo, podemos observar que el peso de los fondos del art. 9 del SFDR sobre el total de fondos amparados por ambos artículos (8 y 9), ha sido casi testimonial, representando como máximo un 1% del total.

Si consideramos que los fondos amparados por el artículo 9 son los que verdaderamente representan un carácter más transformador y que se orientan a verdadera inversión sostenible con impacto, dado su

papel testimonial, nos encontramos ante un panorama francamente mejorable en el que, en su gran mayoría, son los fondos amparados por el artículo 8 (cuyo nivel de “sostenibilidad” es mucho más discreto e incluso discutible en ocasiones) los que están siendo comercializados a los inversores como “inversiones sostenibles”.

Desde un punto de vista formal, la confusión que pueda tener un cliente minorista respecto a la información sobre sostenibilidad que recibe, no debería considerarse greenwashing ya que fundamentalmente es debida a la asimetría entre la información que dominan las gestoras y la de los inversores minoristas. Es decir, que un cliente invierta en un fondo que es menos sostenible de lo que realmente cree que es.

## 2. Sostenibilidad de las inversiones de los fondos art. 9

Efectivamente, una de las preocupaciones principales de reguladores y supervisores en relación con las inversiones sostenibles es el llamado greenwashing.

Tras el análisis detallado de la sostenibilidad de las carteras de los 13 fondos de inversión que se consideran artículo 9, es decir, fondos de inversión “verde oscuro” (“Dark Green”) que tienen como objetivo inversiones sostenibles, se han obtenido las siguientes conclusiones:

El uso del artículo 9 de SFDR como etiqueta. La normativa SFDR establece directrices y requisitos de divulgación para las entidades y los instrumentos financieros. Sin embargo, no establece un sistema específico de clasificación o rating de dichos fondos y, por lo tanto, la catalogación de los mismos como artículo 9 dependerá de cómo el fondo y la entidad gestora dan respuesta a los requisitos establecidos en la normativa. La categorización como productos financieros del artículo 9 del SFDR, hoy por hoy, no constituye una “etiqueta” que garantice el desempeño en materia de sostenibilidad. Esto lleva a plantearse si no se está utilizando un instrumento de divulgación como instrumento de catalogación de productos.

Indicadores de sostenibilidad. Dado que la normativa no establece los indicadores de sostenibilidad que deben aplicar los fondos de inversión que se autocataloguen como artículo 9, cada entidad debe definir sus propios indicadores de sostenibilidad e incluirlos en la información proporcionada en la documentación legal de sus instrumentos. Dado que existe una falta

1 Excepto los destinados a ciertos fines específicos, como cobertura y liquidez.

de homogeneidad en los criterios aplicados por las gestoras, ello dificulta la comparativa entre instrumentos y genera diferencias entre estos, según el nivel de exigencia establecido por la propia sociedad gestora.

Composición de las carteras. Del análisis realizado destacan algunas observaciones que pueden poner en duda la naturaleza sostenible de las instituciones de inversión colectiva analizadas. Concretamente nos referimos a la exposición a sectores controvertidos como el sector del tabaco, alcohol, juego y armamento o sectores como la minería o el petrolero. Aunque residual, este hecho puede poner en duda la contribución a los objetivos sociales o medioambientales que tienen establecidos las IIC analizadas. Esta inversión en sectores controvertidos, o en minería y petróleo, se da tanto en la cartera de deuda corporativa como en la de renta variable. Si analizamos la posición sectorial en términos de sostenibilidad de las compañías que forman la renta variable encontramos que el 73,7% de las compañías se encuentran dentro del 20% de las mejores compañías de su sector. Este hecho indica que se aplican criterios best-in-class en los procesos de toma de decisiones de inversión. Finalmente, en la inversión en IICs, se constata que la exposición de los fondos analizados a otras instituciones de inversión colectiva es realizada a través de productos que tienen en consideración criterios ESG para constituir sus carteras de inversión. Remarcar que la inversión en fondos que promueven características sostenibles (art. 8) no implica necesariamente que la totalidad de la inversión pueda considerarse inversión sostenible.

Cerca del 20% de las empresas analizadas presentan controversias con algún factor ESG, aunque cabe señalar que en el enfoque ambiental estas diferencias son residuales, mientras que en el enfoque social y de gobernanza son mayores.

Tanto el hecho de la inversión residual en sectores controvertidos como la utilización mayoritaria de criterios best-in-class para la toma de decisiones de inversión, arroja ciertas dudas sobre el verdadero carácter transformador de las carteras y sobre la calificación de algunos fondos como artículo 9.

Uso de ratings ESG como indicadores de sostenibilidad. Se han observado divergencias entre los ratings ESG de las distintas agencias. Las agencias de calificación utilizadas para evaluar el rating han sido MSCI y Sustainalytics. Aunque no coinciden al 100% en sus evaluaciones, el nivel de divergencia observado ha sido bajo. Es decir, coinciden en emitir los ratings comparando empresas del mismo sector. Existen otras agencias que permiten una comparación tanto intra

como inter-sectorial, lo que permite no discriminar a una empresa por el sector de actividad. Es decir, califican su rating ESG en relación a las empresas del mismo sector, permitiendo así discriminar las mejores prácticas dentro del sector. Al analizar la cartera de renta fija, en el 80% de las empresas emisoras analizadas, existe una alineación entre el rating proporcionado por MSCI y el proporcionado por Sustainalytics, por lo tanto, existe coherencia entre los datos del mercado. En el caso de la cartera de renta variable, en el 85% de las empresas analizadas existe una alineación entre el rating de riesgo proporcionado por MSCI y el rating de Sustainalytics, por lo que existe una coherencia de datos entre distintas entidades de rating. Es importante destacar que en los datos públicos de MSCI únicamente se valoran empresas cotizadas. En la cartera de renta fija pública, todos los países en que los fondos analizados mantienen una exposición significativa de deuda pública, mantienen una puntuación en Sustainable Development Report que los sitúa dentro del ranking de los 25 primeros países en la evaluación de su situación respecto a los Objetivos de Desarrollo Sostenible. En la cartera de renta variable, cerca del 70% de las emisiones de renta variable incluidas en las carteras presentan un riesgo ESG bajo (negligible o bajo según los datos de Sustainalytics) y un 10,9% es de riesgo alto para Sustainalytics y un 6% con rating BB según MSCI. En base a lo anterior, el nivel de riesgo ESG parece ser un factor determinante para los gestores a la hora de tomar decisiones de inversión.

### 3. Criterios de sostenibilidad utilizados por las gestoras - ODS

La mayoría de gestoras hacen una referencia genérica a los ODS como criterio de sostenibilidad.

De acuerdo a las aclaraciones proporcionadas por la CNMV en su documento de “Resultados de la revisión de la primera fase de la implementación en las IIC de la normativa sobre sostenibilidad”, publicado el 4 de mayo de 2023, consideramos que sería aconsejable un mayor nivel de concreción que identificara los ODS y las metas de estos más relevantes en los que se desee impactar y no solo una declaración de alineamiento de las inversiones sostenibles con los 17 ODS.

Debe tenerse en cuenta que los ODS se diseñaron principalmente como guía de naciones y estados, con un enfoque amplio y genérico necesario para tal fin. Sin embargo, a la hora de determinar criterios para la selección de inversiones sostenibles, existe un gran margen para la concreción que fomentaría la transparencia con el inversor.

#### 4. Los fondos verde oscuro prevén invertir en instrumentos financieros derivados, entidades de capital riesgo y CoCos

La mayoría de los fondos calificados como art. 9 del SFDR objeto de análisis invierten o, de acuerdo con sus folletos, tienen la posibilidad de invertir en instrumentos financieros calificados como especialmente complejos por la normativa, así como en instrumentos financieros considerados ilíquidos, que conllevan riesgos adicionales a la inversión en instrumentos financieros no complejos o líquidos. Entre ellos, cabe destacar los instrumentos financieros derivados, participaciones o acciones de entidades de capital riesgo o CoCos.

Por tanto, podemos concluir que los fondos sostenibles tienen un riesgo financiero derivado del tipo de instrumento financiero en el que invierten equiparable al

de los fondos calificados como art. 8 o art. 6 del SFDR. En este aspecto no se dan diferencias sustanciales.

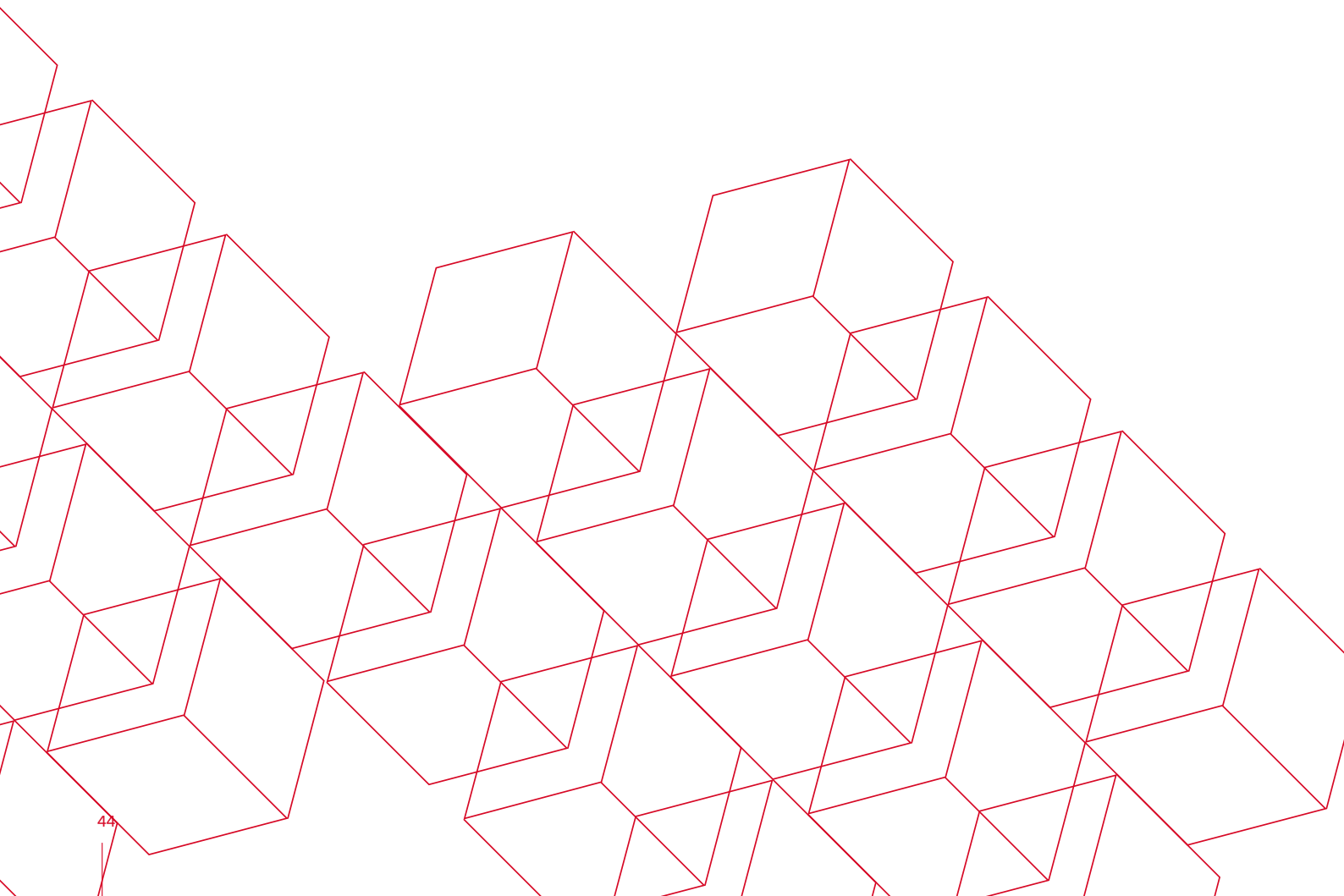
#### 5. Actualmente, los FESE no pueden considerarse fondos del art. 9 del SFDR per se

Para que los FESE puedan considerarse fondos verde oscuro per se, sería necesario que el regulador o supervisor establecieran que a éstos les basta con invertir como mínimo un 70% de su patrimonio en activos sostenibles para ser calificados como verde oscuro.

Creemos que esto ayudaría a consolidar la figura de los FESE, otorgándole un lugar dentro del marco de regulación actual sobre sostenibilidad.



# 8. Recomendaciones



## 8.1. Recomendaciones a la industria o sector

Entre los principales retos que afronta la industria de gestión de activos a la hora de lanzar y comercializar fondos “verde oscuro” figura la comprensión de una extensa normativa (SFDR, Taxonomía, MIFID, etc.) que está en constante evolución y que exige adaptación de procesos y la actualización de la expertise de los profesionales. A esto se une la falta de datos precisos y homogéneos sobre sostenibilidad proporcionados por los emisores de los diferentes activos. Además, nos encontramos ante la interpretación restrictiva sobre el ámbito de inversión de los fondos art. 9 del SFDR, que lo limita en gran medida a activos sostenibles (excepto los destinados a ciertos fines específicos, como cobertura y liquidez); o la falta de desarrollo de la Taxonomía con respecto a los criterios técnicos de selección (CTS) para las actividades económicas sociales. Todo ello hace muy complejo el correcto desarrollo de los fondos art.9.

En este sentido, como veremos más adelante, parece aconsejable que reguladores y supervisores tomen medidas destinadas a solucionar estos problemas, por ejemplo, mediante la publicación de guías técnicas y aclaraciones sobre la interpretación de la norma.

No obstante, parece esencial generar confianza en el inversor que opta por productos financieros sostenibles, para que los flujos de inversiones hacia este tipo de fondos crezcan en la medida en que las necesidades medioambientales y sociales, muchas de ellas urgentes, lo requieran. Aquí las gestoras y los diferentes intermediarios financieros pueden jugar un importante papel.

Las gestoras deberían intentar orientar los flujos de capital hacia la inversión sostenible, integrar la sostenibilidad en la gestión del riesgo y promover la transparencia y el enfoque a largo plazo.

En este sentido deberían publicar en sus páginas web su política de integración de riesgos de sostenibilidad (riesgos ESG) en el proceso de toma de decisiones o en su asesoramiento sobre inversiones o seguros, según sean, respectivamente, participantes en los mercados financieros o asesores. Y si se tienen en cuenta los PIAs, cómo lo hace el producto financiero. Deberán también las gestoras seguir formando a todos sus expertos, analistas, gestores y otro personal clave, para tener una comprensión verdaderamente profunda de lo que significa invertir con criterios ESG en sus principales dimensiones.

En relación con las empresas privadas en las que invierten los fondos, su gestión debe integrar los criterios ESG. En consecuencia, ya no son meros objetivos de transparencia hacia fuera, sino que deben estar traduciendo en medidas ESG concretas que afectan a aspectos estratégicos y operativos de las compañías, es decir, en acciones y resultados que han de ser medibles y comparables. Todo ello impulsado desde el consejo de administración y vehiculado por la alta dirección. Como elemento adicional y como consecuencia de lo anterior, el departamento de control de gestión y la figura del controller interno de dichas compañías adquiere gran relevancia, ya que debería garantizar que las actividades de la empresa cumplan los objetivos ESG establecidos por la propia entidad y que le permitirán ser objeto de inversión por parte de los fondos art.9 en el futuro.

Actualmente no se puede verificar que el 100% de los activos en los que invierten los fondos objeto de nuestro análisis estén alineados con los objetivos de sostenibilidad. Es decir, el gran reto que se le presenta a las empresas invertibles en general es conseguir una transversalidad que permita identificar qué es sostenible, cómo medirlo y cómo reportarlo.

Por lo tanto, a la tradicional labor de la sociedad gestora de un fondo de inversión que es tomar decisiones de inversión, se añade el compromiso de garantizar que dichas inversiones (en empresas privadas o en estados) persiguen un objetivo de sostenibilidad para formar parte de los activos de su cartera. Una labor compleja, como ya hemos visto, dada la enorme divergencia en cuanto al tipo de información de que se dispone sobre este tema para cada activo invertible, y las diferencias en cuanto a la calidad de la misma.

En este sentido la inversión en renta fija conlleva ciertos riesgos que no siempre se tienen en cuenta, sobre todo para el inversor tradicional (adverso al riesgo) y que busca una rentabilidad sostenible y con poca volatilidad que supere la inflación. Los bonos soberanos que están vinculados a la financiación de proyectos que luchan contra el cambio climático, podrían sufrir un deterioro de su precio en el mercado secundario, si los inversores perciben riesgos de daños sobre la naturaleza provocados por el cambio climático y la acción del hombre. Esto podría provocar unas revisiones a la baja de sus calificaciones crediticias que pudieran comprometer su cotización en el mercado de bonos. De confirmarse, situaciones de estas características podrían afectar también a la liquidez ya que los inversores

huirían de dichas inversiones y sería difícil vender dichos bonos, afectando ello finalmente al precio. Por lo tanto, como cualquier bono, un bono verde tiene tres grandes riesgos: de crédito, de liquidez y de mercado y ahora un riesgo adicional que es el de sostenibilidad.

Desde la perspectiva de la renta variable, podría darse el caso de que priorizar la inversión en empresas comprometidas con los objetivos de sostenibilidad, pero que fueran de pequeño tamaño (small caps) o de poco volumen de negociación en el mercado secundario, podrían suponer una sobreponderación de los riesgos tradicionales (liquidez, mercado y crédito). Hay que gestionar ese tipo de realidades.

En general, y en línea con la propuesta que recoge la CNMV en su documento “Resultados de la revisión de la primera fase de la implementación en las IIC de la normativa sobre sostenibilidad”, publicado el 4 de mayo de 2023, consideramos que sería aconsejable un mayor nivel de concreción que identificara los ODS y las metas de estos más relevantes en los que se desee impactar y no solo una declaración de alineamiento de las inversiones sostenibles con los 17 ODS. En este sentido, no hay que perder de vista que los ODS se diseñaron principalmente como guía de naciones y estados, con un enfoque amplio y genérico necesario para tal fin, y no tanto para determinar las acciones de empresas y actores privados, más allá de proveer de un paraguas conceptual. Por ello, a la hora de determinar criterios para la selección de inversiones sostenibles, existe un gran margen para la concreción que fomentaría la transparencia para con el inversor. Entendemos que la futura publicación de las normas de información en sostenibilidad, que se prevé en cumplimiento de la CSRD, facilitará que las entidades gestoras delimiten con mayor precisión los criterios de sostenibilidad utilizados.

Además, una mayor concreción de los ODS y metas de estos más relevantes en los que se desea impactar evitará o, al menos, reducirá en gran medida las sospechas de greenwashing.

Finalmente, informar adecuadamente sobre los métodos utilizados para evaluar, medir y controlar las características medioambientales o sociales, de los activos en los que invierte el fondo, así como la justificación del índice de referencia que se utilice, es un aspecto fundamental.

A falta de desarrollo de la Taxonomía, las gestoras interesadas en desarrollar productos sostenibles centrados en el componente social podrían tomar como referencia el marco establecido por los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) definidos por la ONU.

## 8.2. Recomendaciones al regulador

La normativa SFDR establece directrices y requisitos de divulgación para las entidades y para los instrumentos financieros que desarrollen. Sin embargo, no establece un sistema específico de clasificación o rating de dichos fondos, por lo tanto, la catalogación de los fondos como artículo 9 dependerá de cómo el fondo y la entidad gestora den respuesta a los requisitos establecidos en la normativa. La categorización como productos financieros del artículo 9 de SFDR, no constituye una “etiqueta” que garantice el desempeño en materia de sostenibilidad. Este hecho debe ser objeto de reflexión por parte del regulador.

Dado que la normativa no establece los indicadores de sostenibilidad que deben aplicar los fondos de inversión que se cataloguen como artículo 9, cada entidad debe definir sus propios indicadores de sostenibilidad e incluirlos en la información proporcionada en la documentación legal de sus instrumentos. Puesto que existe una falta de homogeneidad en los criterios aplicados por las gestoras, ello dificulta la comparativa entre instrumentos y genera diferencias entre ellos según el nivel de exigencia establecido por la propia sociedad gestora. Este es otro aspecto sobre el que el regulador debería incidir.

La evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública es actualmente el gran reto pendiente, no existen herramientas estandarizadas, como las existentes para la deuda privada, que permitan medir la exposición soberana a los riesgos de sostenibilidad.

Mediante desarrollo normativo o criterio de las autoridades regulatorias se estableciera que los productos del art. 9 de SFDR deben invertir al menos un 70% de su patrimonio en inversión sostenible, consideramos que todos los FESE per se deberían considerarse producto del art. 9 de SFDR. Creemos que esto ayudaría a consolidar la figura de los FESE, otorgándole un lugar dentro del marco de regulación sobre sostenibilidad actual.

Otra cuestión es que los gestores de los FESE pudiesen ser reticentes a clasificarlos como art. 9 por las obligaciones adicionales que hemos visto conlleva dicha categorización.

Para finalizar y, tan solo a título de comentario adicional, nos gustaría destacar la iniciativa normativa en el

Reino Unido, que pese a no haber sido el pionero en la materia, sí que se ha fijado como objetivo convertirse en el primer centro financiero mundial en emisiones netas cero. La estrategia británica de finanzas verdes incluye también el desarrollo normativo de una taxonomía, así como de una normativa de divulgación de finanzas sostenibles, asimilable al SFDR europeo. Ambas regulaciones se encuentran en desarrollo, se han publicado borradores de ellas, pero no se encuentran todavía en vigencia.

En el SFDR del Reino Unido se proponen tres clasificaciones (enfoque, mejoradores, impacto), que pretenden ser etiquetas de sostenibilidad y no definir requisitos de divulgación como el SFDR europeo.

Las tres etiquetas están diseñadas como una orientación a las diferentes preferencias de los consumidores:

- **a)** Sustainable Focus estaría destinado a productos que tienen principalmente un enfoque ambiental o social. Corresponde a fondos de inversión que mantienen un alto estándar de sostenibilidad en su portafolio de inversiones. En el actual borrador de la norma se sugiere que debe invertir al menos el 70% en activos sostenibles. Lo que estaría en línea con la propuesta de establecer un mínimo de inversiones sostenibles para los fondos artículo 9 para que los FESE puedan considerarse artículo 9 per se.

- **b)** Sustainable Improvers etiqueta a fondos de inversión que no pueden considerarse actualmente como sostenibles, pero que pretenden tener un impacto ambiental o social positivo en el futuro. Recoge un concepto novedoso, ya que da la idea de una administración del portafolio de inversiones en base a una mejora medible en el desempeño ASG de sus activos subyacentes.
- **c)** Sustainable Impact recogería fondos que invierten en problemas del mundo real y están logrando contribuciones medibles en beneficios ambientales o sociales. Esta etiqueta incluiría productos con un resultado sostenible específico como objetivo, sin que se requiera una inversión mínima sostenible.

A la vista de esta propuesta de categorización, una gestora de activos podría tener productos de inversión que estén clasificados en el artículo 8 o 9 del SFDR, pero que no cumplan con los criterios de calificación para las etiquetas de inversión dentro del SFDR británico. Esto podría ser un origen de confusiones en el mercado donde un producto sea visto como sostenible de acuerdo a un régimen, pero no a otro. El regulador europeo debería observar la evolución sobre este aspecto en el Reino Unido de cara a obtener inspiración adicional para la mejora de la normativa europea, pero también debería hacer esfuerzos para buscar una mayor armonización entre la normativa de este tipo de inversiones entre diferentes jurisdicciones. Una mayor transparencia a nivel global sería muy deseable.



