

# 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

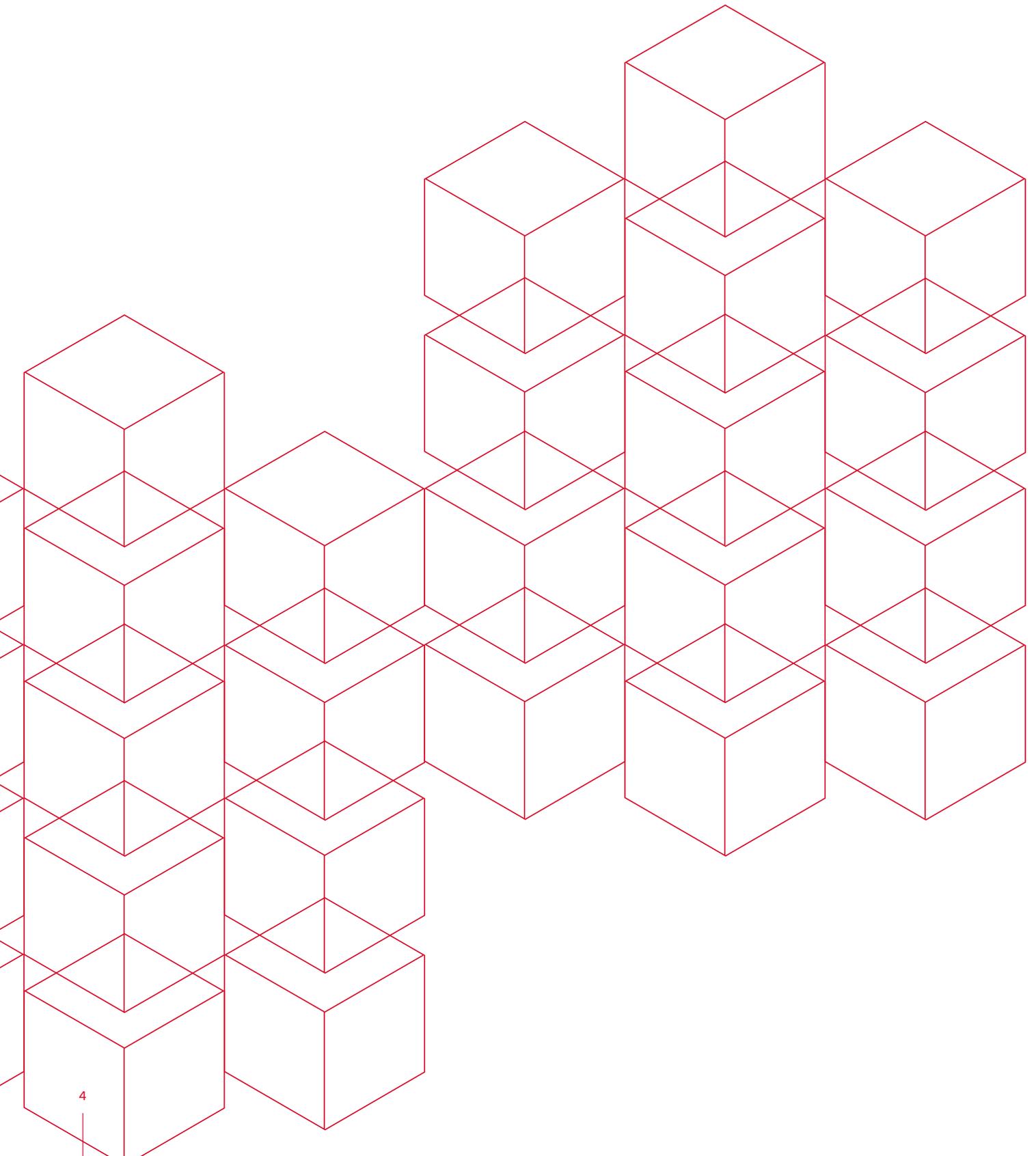
## Autores

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

## Consejo académico

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

# 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

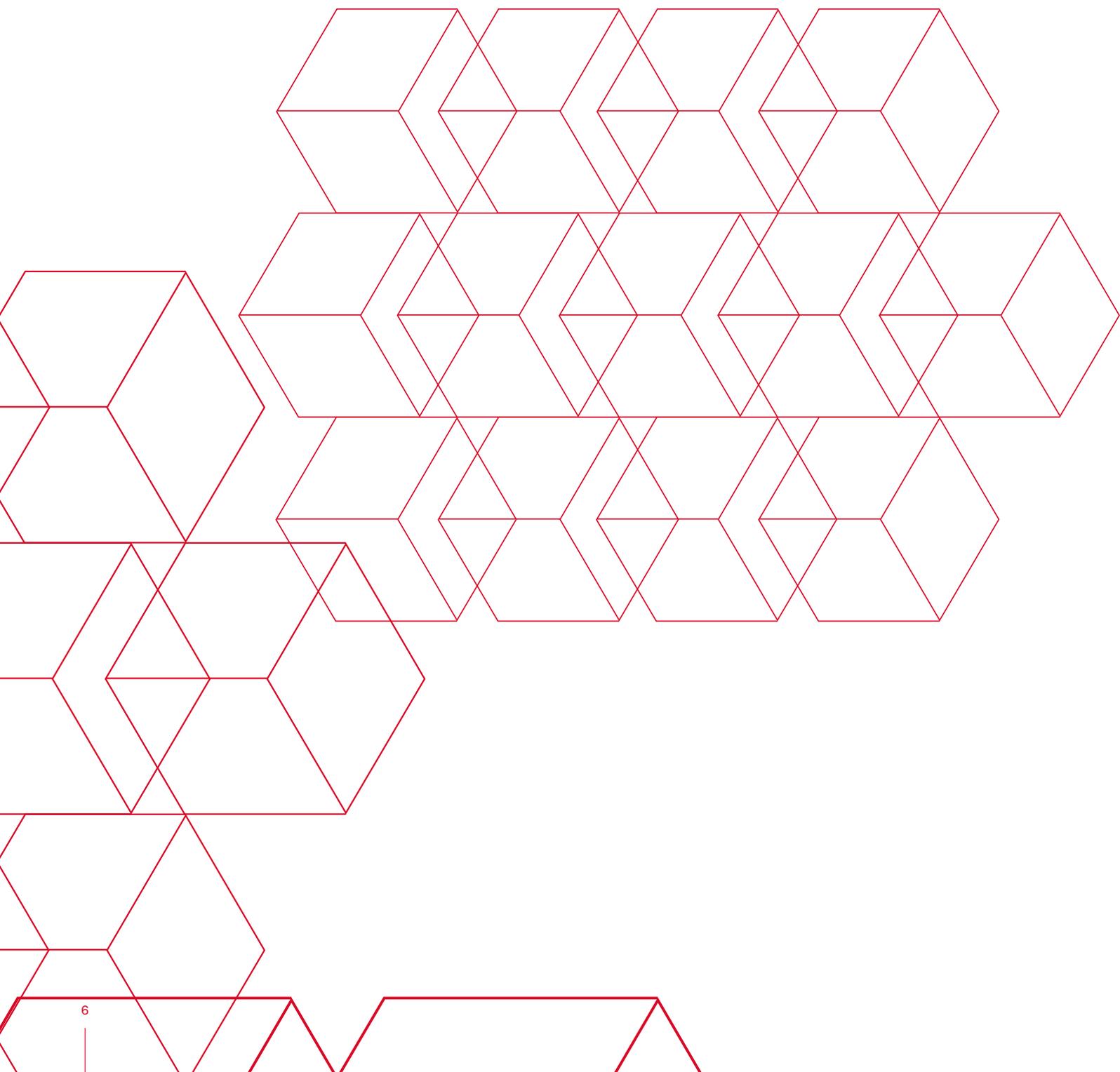
inversiones sostenibles es el llamado ecoblanqueo o greenwashing.

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 ilícitos, 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.

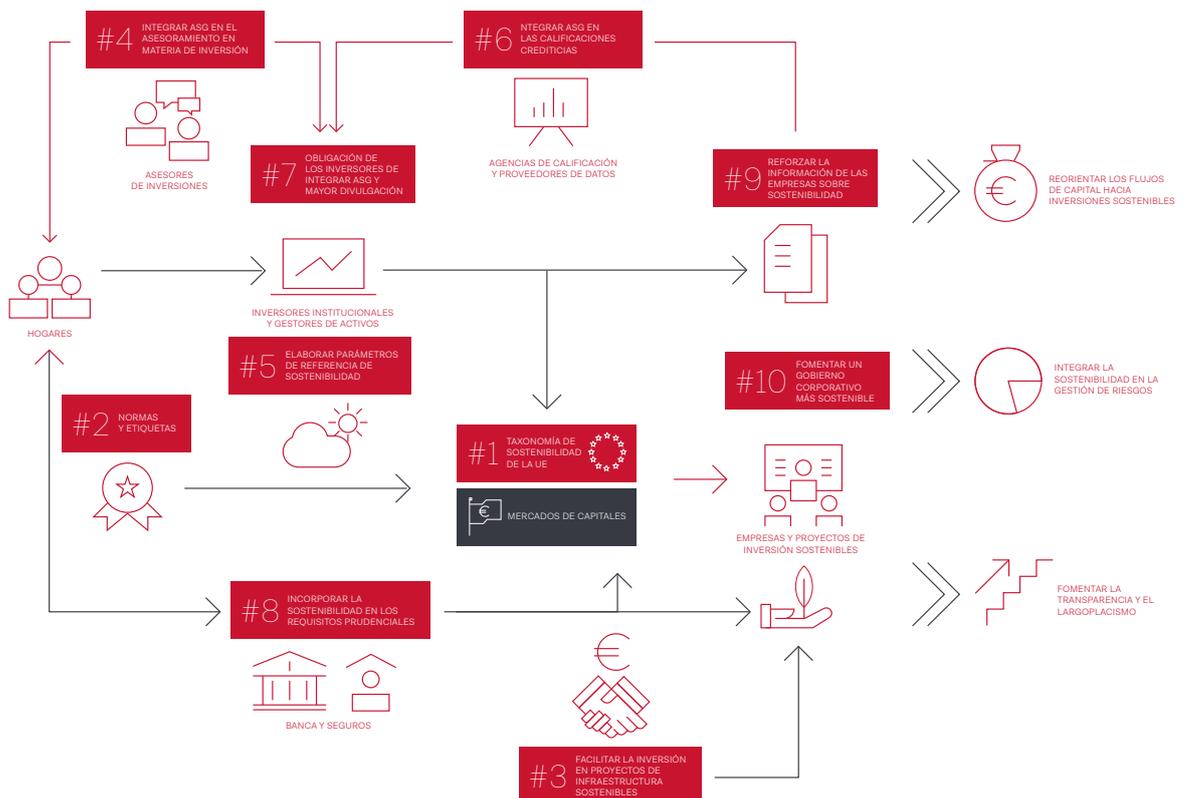
La transición a una economía hipocarbónica, más sostenible, eficiente en el uso de los recursos y circular, en consonancia con los ODS, es fundamental para garantizar la competitividad a largo plazo de la economía de la Unión. El Acuerdo de París aspira a reforzar la respuesta al cambio climático logrando, 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, SGIIC, aseguradoras, intermediarios de seguros)
- SGIIC, 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

3 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).

4 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.

5 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.

<sup>6</sup> 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.

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

<sup>8</sup> 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:

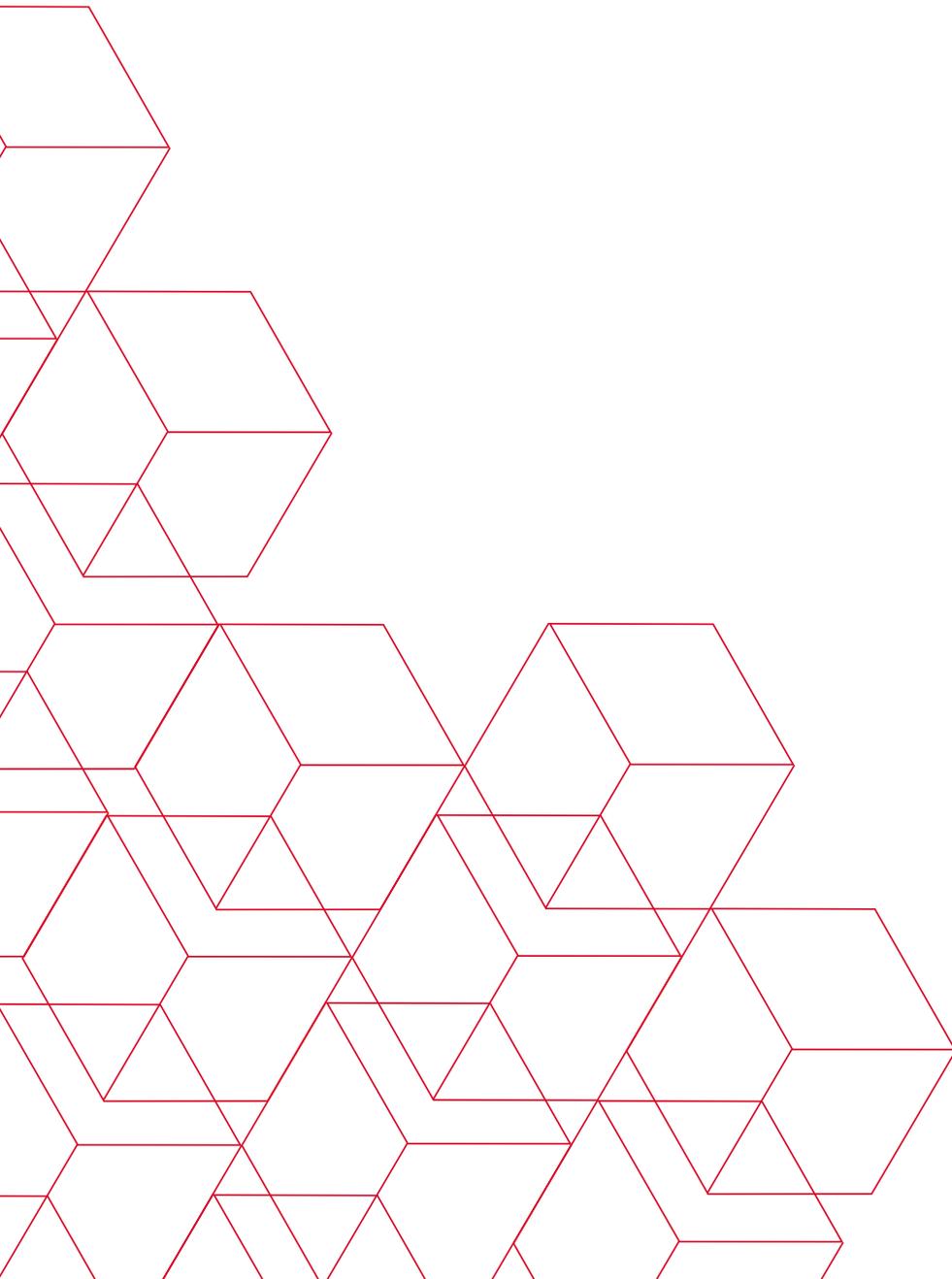
- «Resumen»;
- «Sin perjuicio significativo para el objetivo de inversión sostenible»;
- «Objetivo de inversión sostenible del producto financiero»;
- «Estrategia de inversión»;
- «Proporción de inversiones»;
- «Seguimiento del objetivo de inversión sostenible»;
- «Métodos»;
- «Fuentes y tratamiento 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

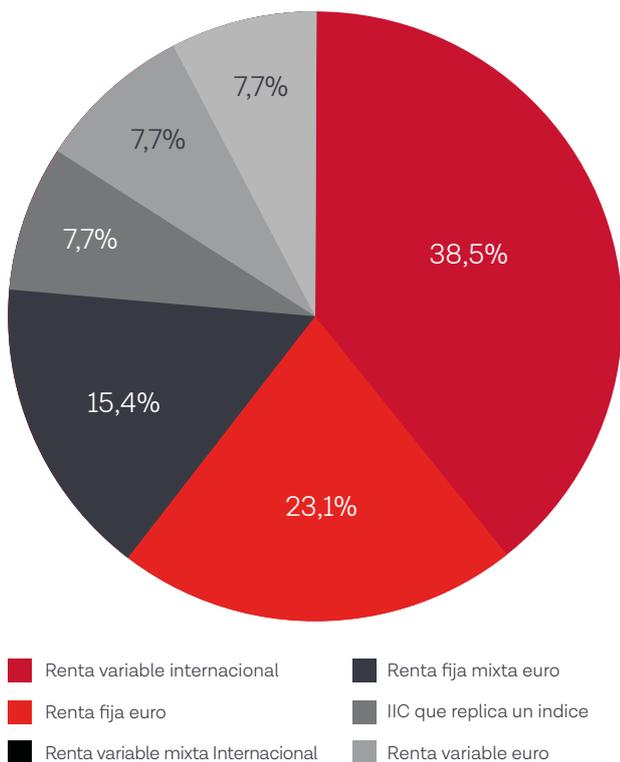


## 2.1. Mapa de fondos inscritos bajo el Art. 9

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.

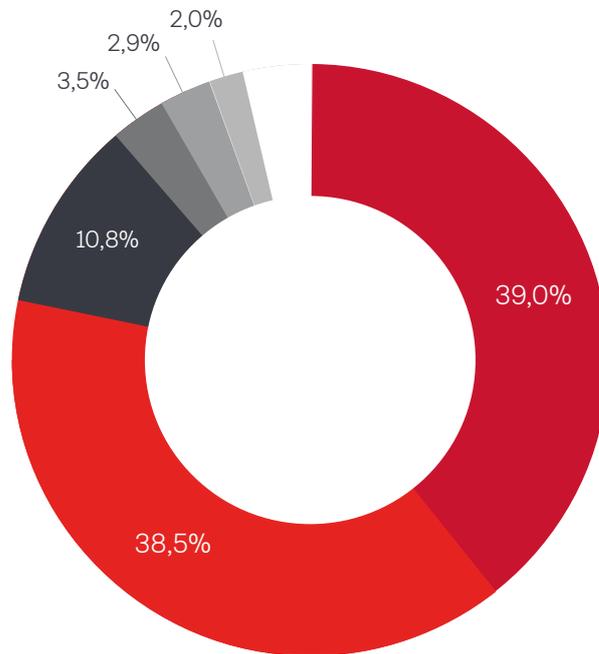
Figura 2: Vocación inversora de los fondos inscritos bajo el artículo 9



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

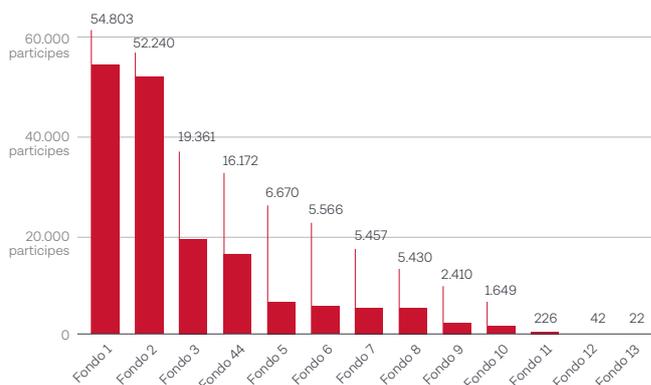
Existe disparidad en el tamaño de las IICs tanto si lo analizamos desde la perspectiva del patrimonio como si observamos el número de partícipes:

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 partícipes 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
Marzo 2021	Volumen (mill. euro)	28.068	267	28.335
	% s/total	9,7%	0,1%	9,8%
Diciembre 2021	Volumen (mill. euro)	61.182	3.248	64.430
	% s/total	19,3%	1,0%	20,3%
Diciembre 2022	Volumen (mill. euro)	100.285	2.781	103.066
	% s/total	32,8%	0,9%	33,7%
Marzo 2023	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**

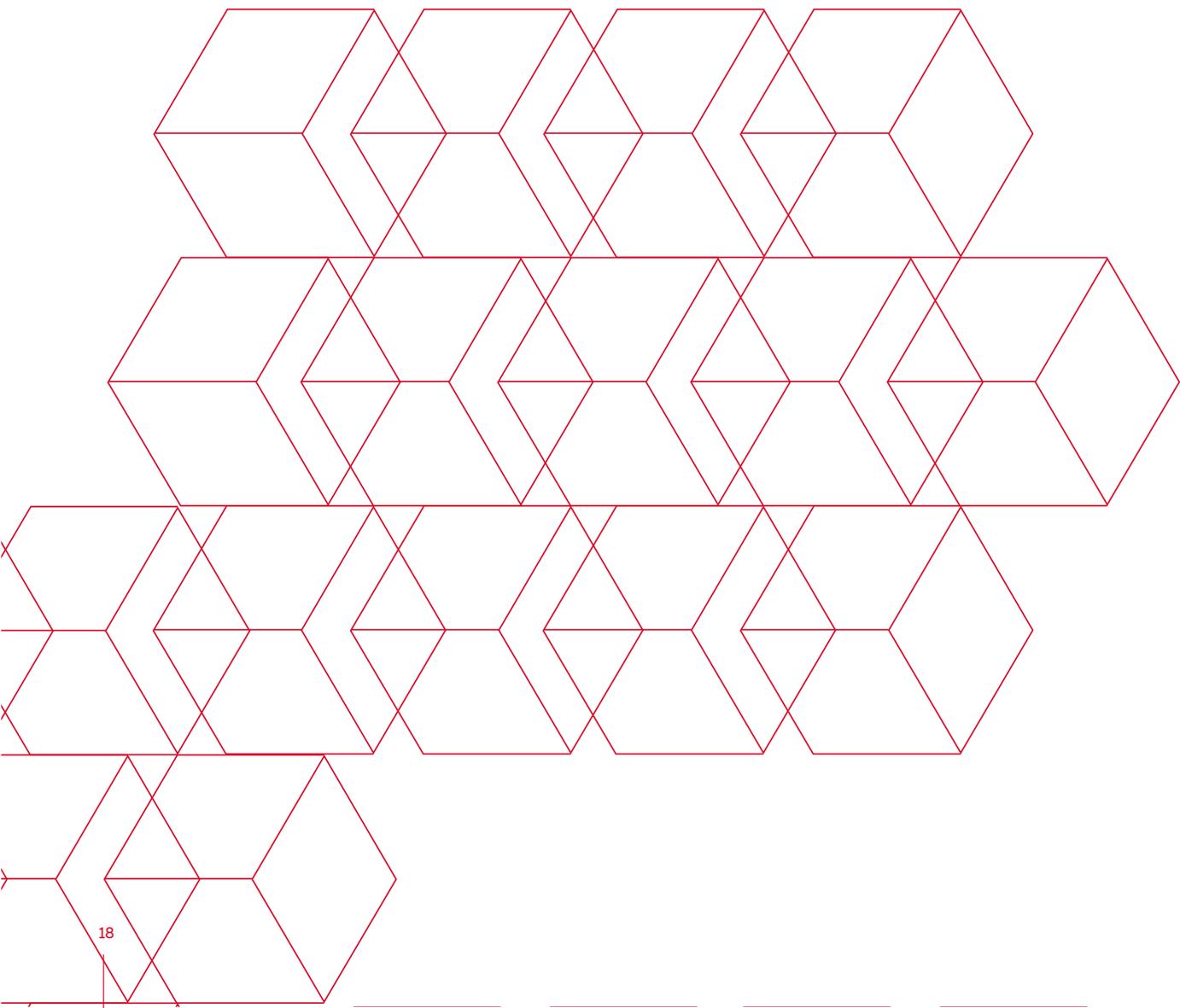
El análisis de las políticas de los fondos art. 8 y art. 9 de SFDR pone de manifiesto un desequilibrio entre el número de fondos cuya inversión gira en torno al componente medioambiental, frente a los que se centran en lo social. Una de las causas principales de este desequilibrio parece ser la falta 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 autclasificación como Art. 9 de los fondos españoles

Como se señalaba en el apartado 1 de este Informe, los fondos que pueden autclasificarse 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.

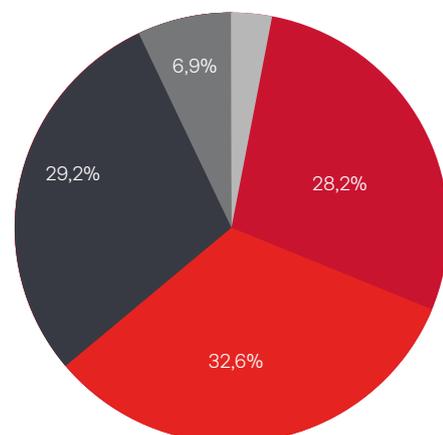
En caso de discrepancias en la valoración de los fondos entre agencias calificadoras, se realizará un análisis de los activos subyacentes a mayor detalle, al estilo del realizado para los activos de las IICs seleccionadas como objeto del estudio.

## 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.

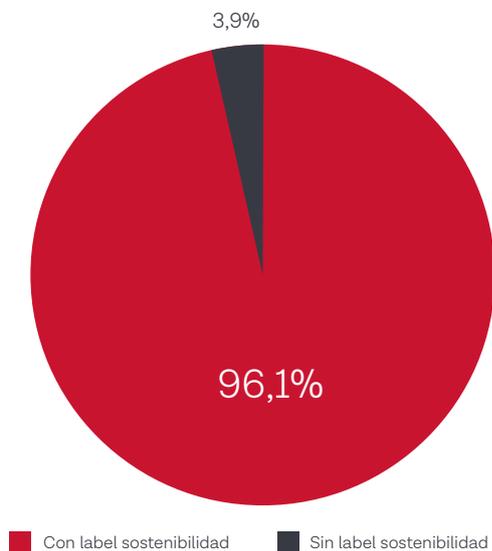
Exposición a través de renta fija privada

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>.

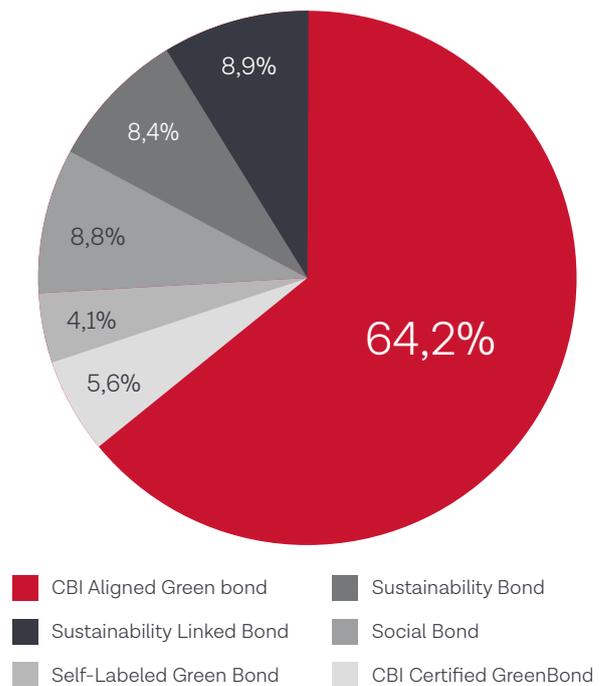
La etiqueta más utilizada es la de alineación de bonos verdes a la CBI. Estos bonos se caracterizan por cumplir con los requisitos de selección de la CBI. Esta

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.

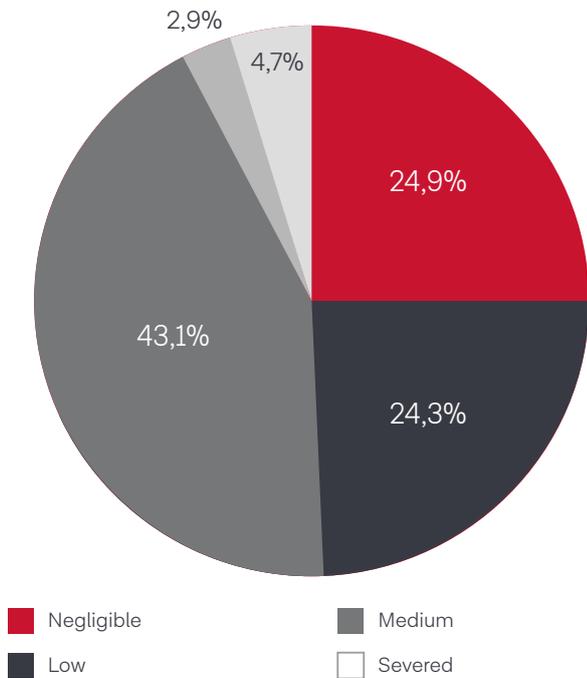
### 2. Nivel de riesgo ESG

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.

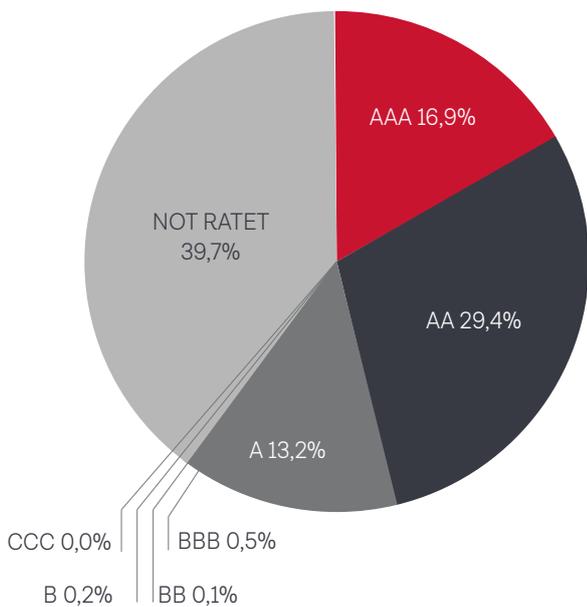
o bajo según los datos de Sustainalytics). Al contrario de lo que sucede con las etiquetas, el nivel de riesgo parece no ser un factor determinante en la toma de decisiones de inversión por lo que respecta a la renta fija. Lo que puede indicar que los gestores proporcionan una mayor valoración de las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



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

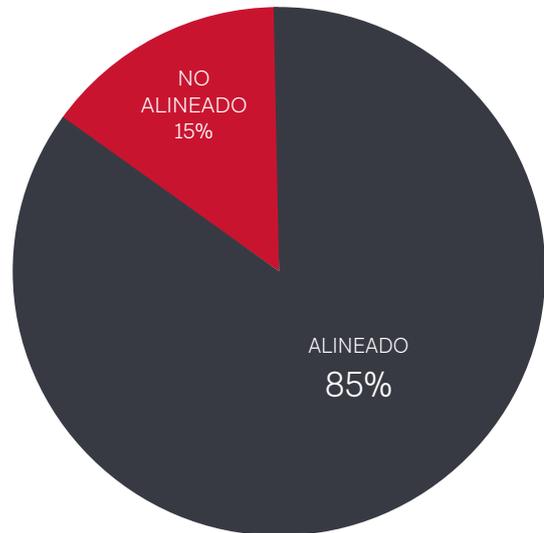
**Figura 9: Nivel de riesgo ESG de las emisoras de renta fija de acuerdo a MSCI**



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

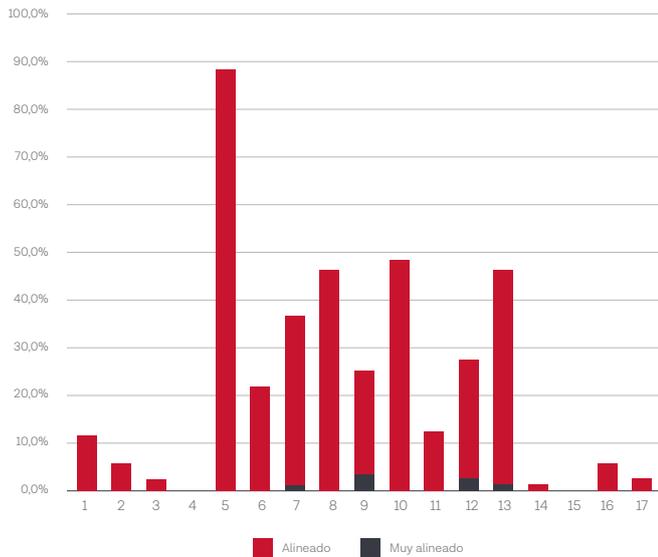
En la inversión en emisiones de renta fija, destaca:

- 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”.

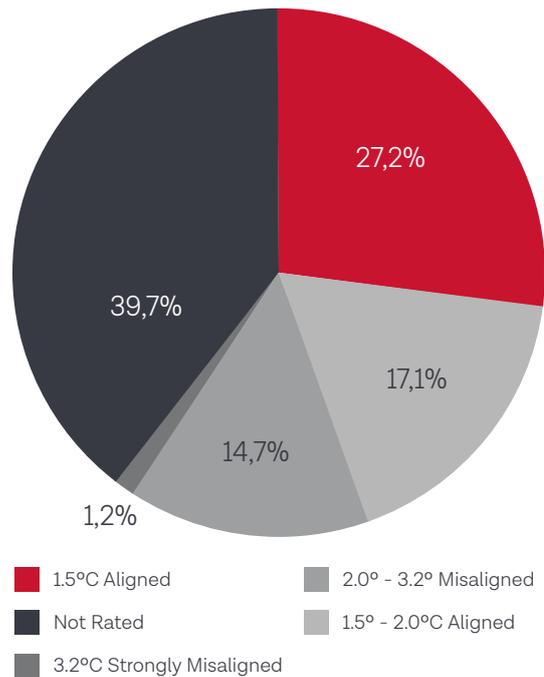
Sin embargo, destaca el alto grado de alineación a los siguientes ODS aunque algunos de estos tengan una menor presencia que los ODS citados anteriormente:

- 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”.

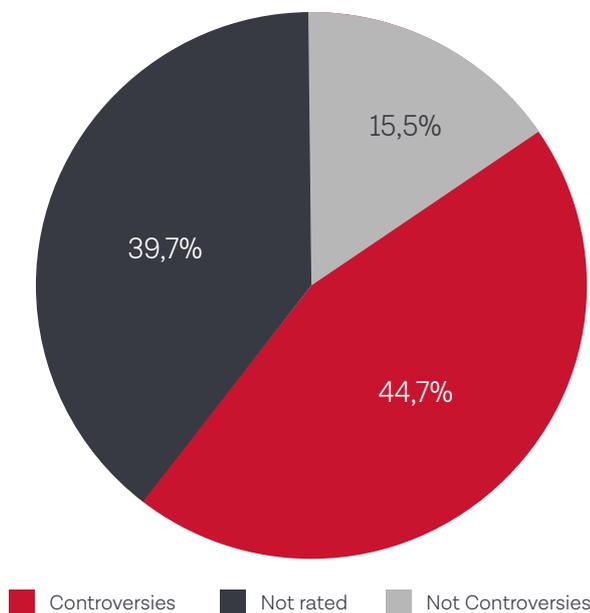
orientados al largo plazo. El 84% tienen como año objetivo el año 2050, mientras que un 16% tiene un plan a medio plazo para el año 2030. Si nos centramos únicamente en la muestra de aquellas “emisoras no alineadas” a los objetivos del Acuerdo de París, el 69,2% tiene planes de descarbonización que tiene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

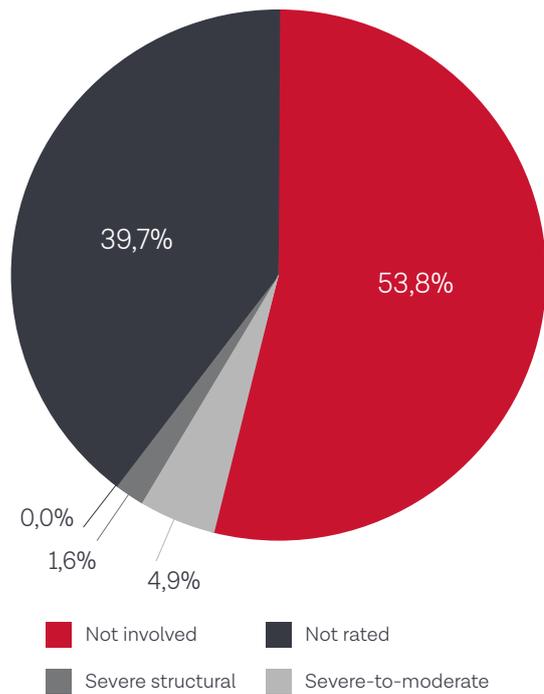


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

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

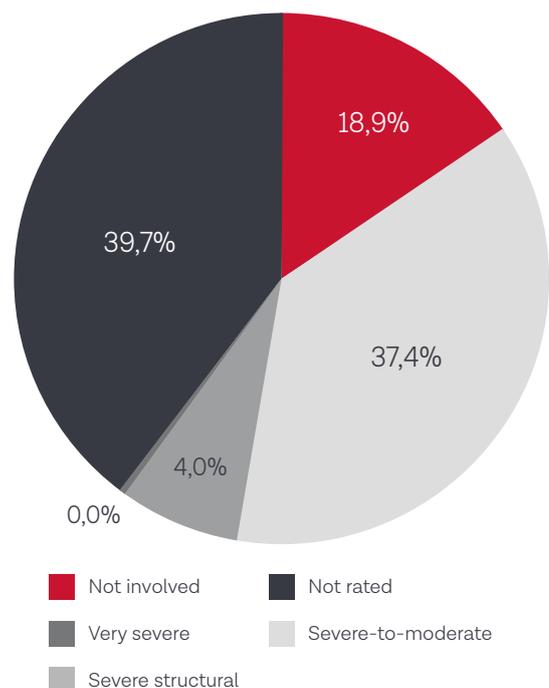
Figura 14: Controversias ambientales de las emisoras de renta fija



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

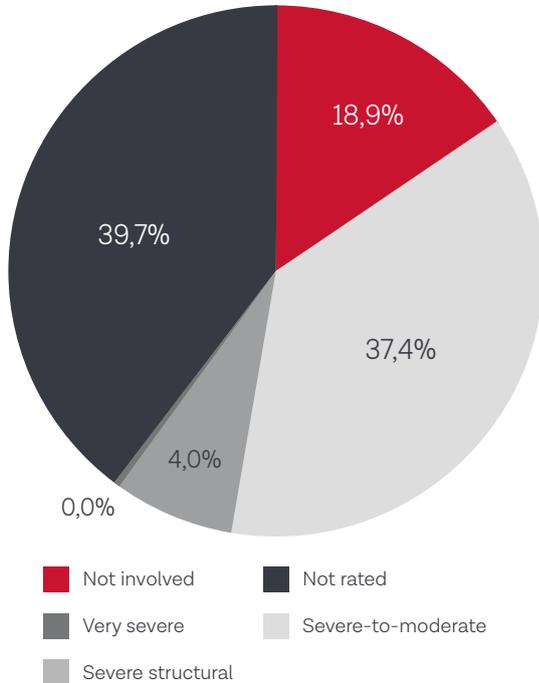


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

- 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.

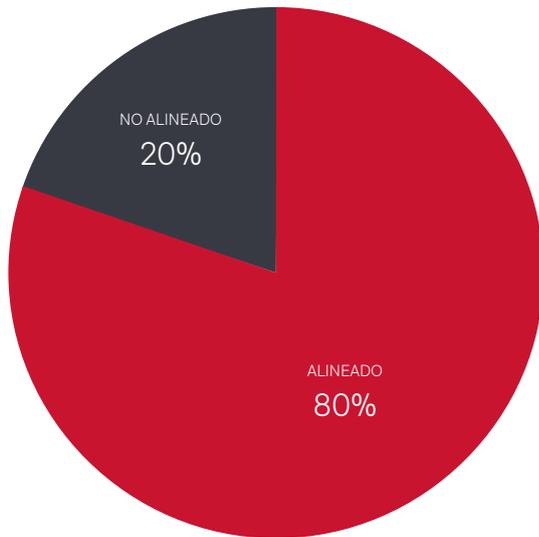
Entre los países en que se mantiene una exposición significativa, solo España con un 3,3% y Francia con un 2,8%, han mantenido una mejora en la puntuación en la implementación de los ODS, desde su entrada en vigor, superior a la media de los países miembros de la OCDE.

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:



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.

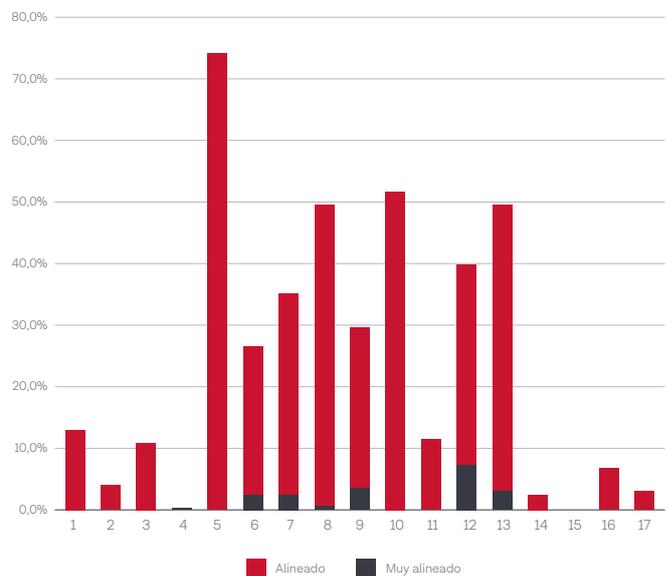
Los ODS que más destacan serían los siguientes:

- 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

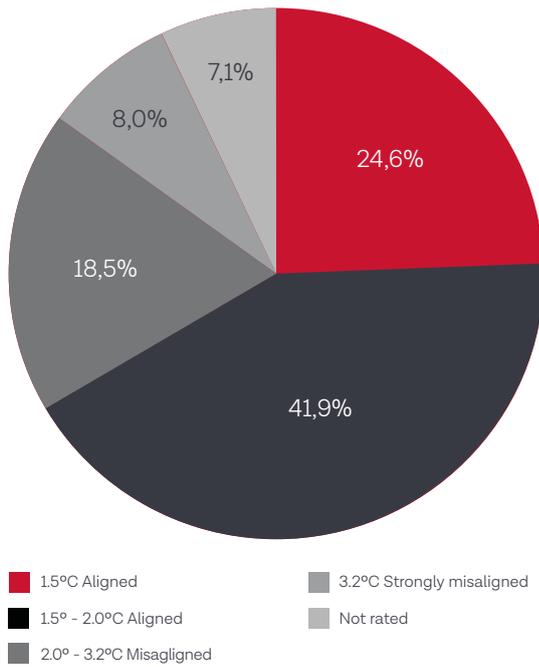


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

## 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.

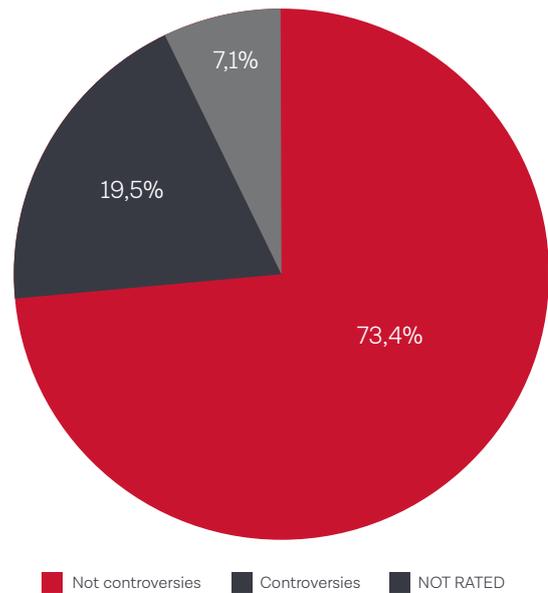
La mayoría de planes de descarbonización están orientados al largo plazo, teniendo el 61,5% como año objetivo el año 2050 mientras que un 38,5% tiene un plan a medio plazo para el año 2030. Si volvemos a tomar únicamente la muestra de aquellas emisoras no alineadas a los objetivos del Acuerdo de París,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

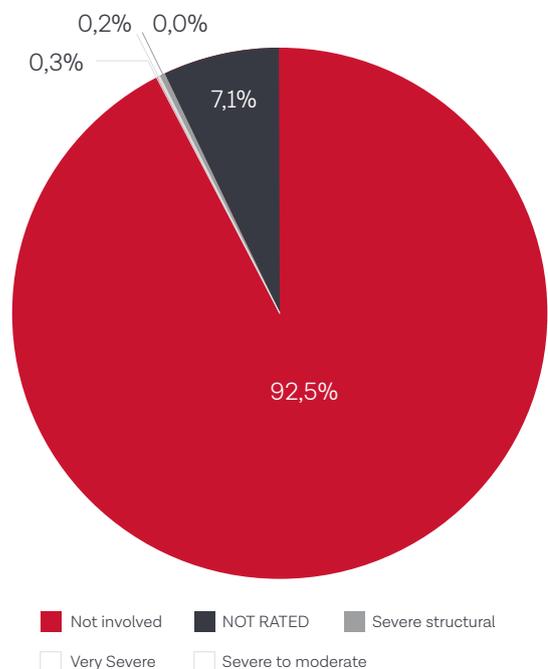


Fuente: Elaboración propia a partir de los informes públicos periódicos de los fondos, los datos públicos de MSCI.

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.

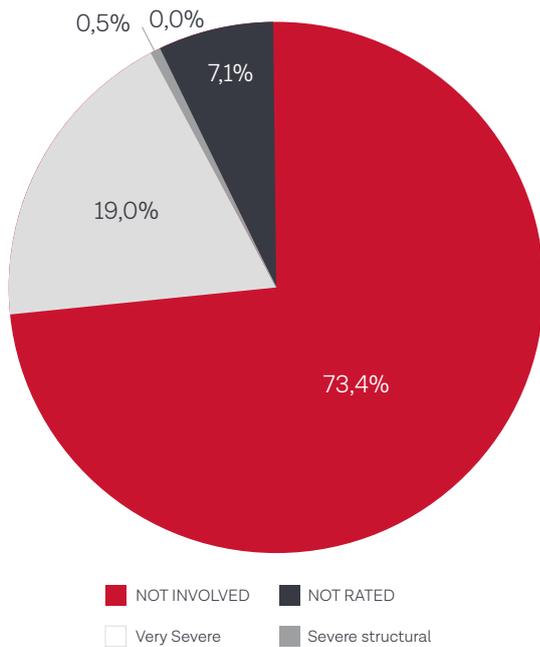
**Figura 23: Controversias ambientales de las emisoras de renta variable**



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.

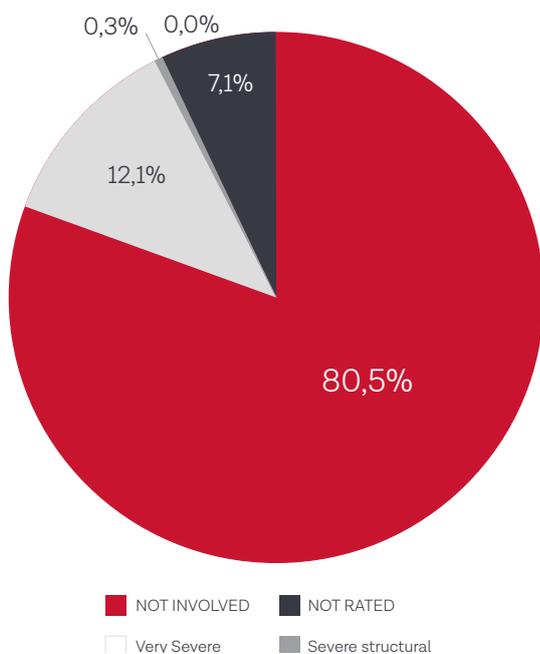
Figura 24: Controversias sociales de las emisoras de renta variable



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.

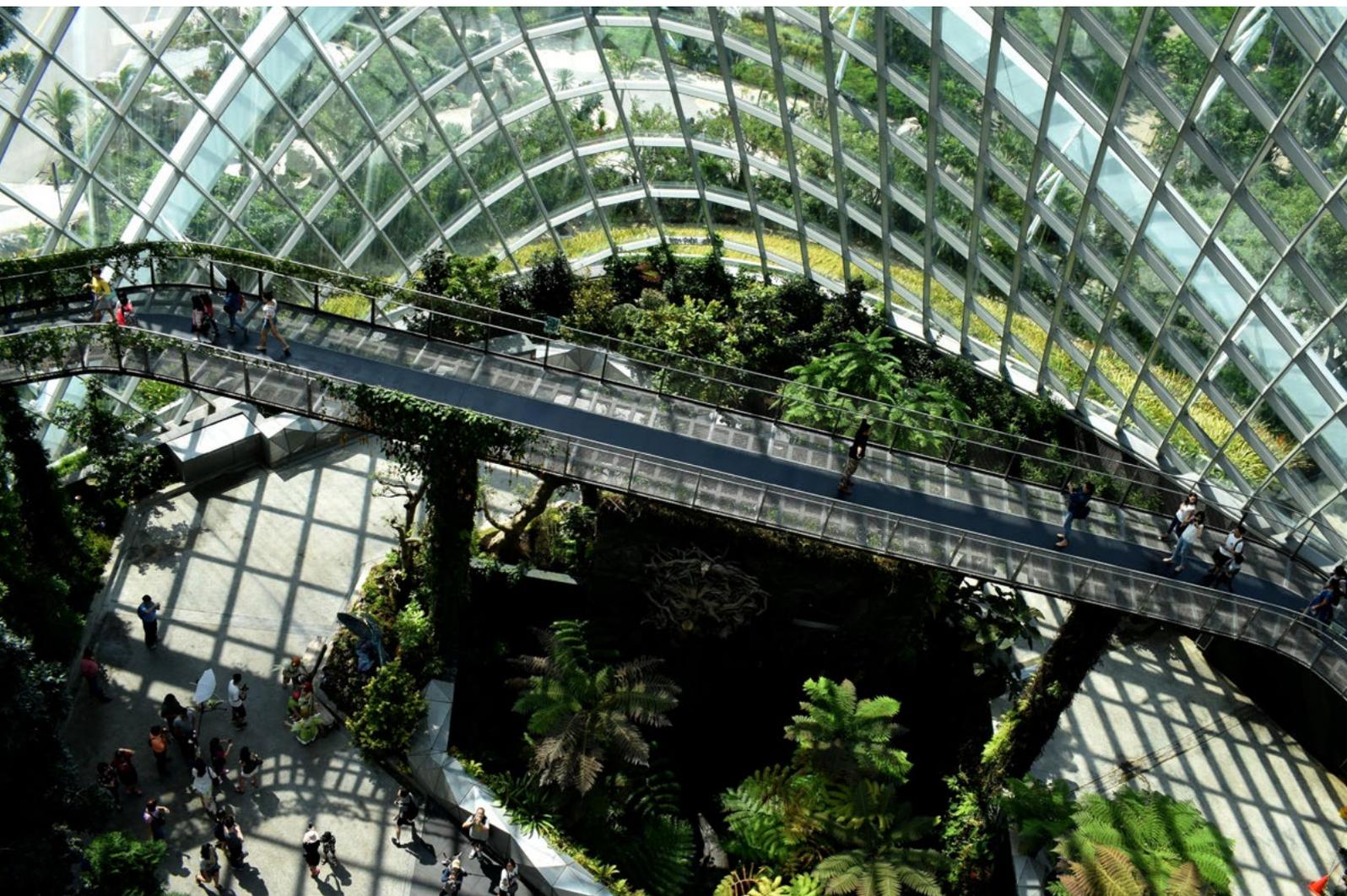
## 3.5. Hallazgos y conclusiones

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.

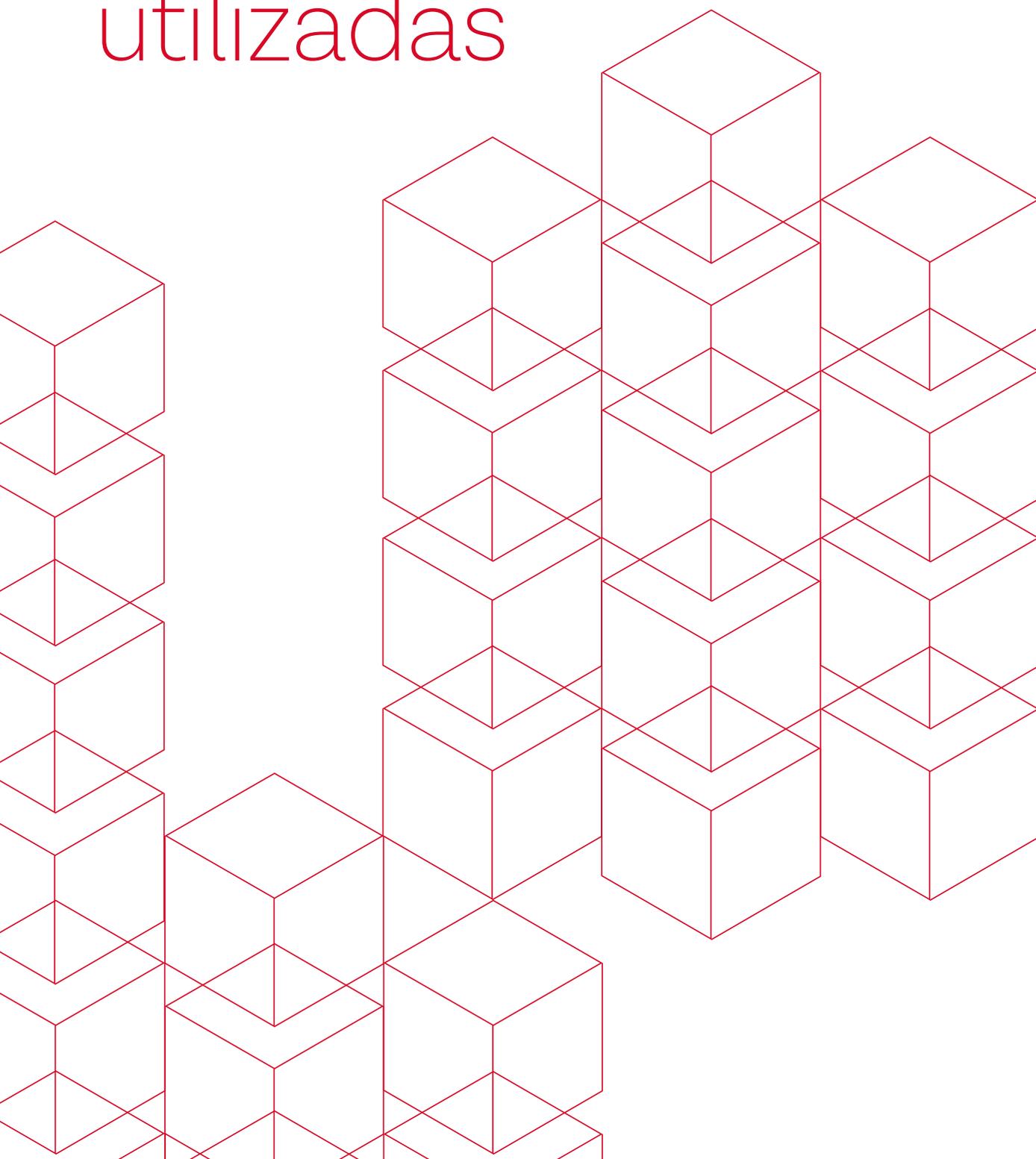
Respecto a la inversión en IICs, destacar que la inversión en fondos que promueven características sostenibles (art. 8) no implica necesariamente que la totalidad de la inversión pueda considerarse inversión sostenible.

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.

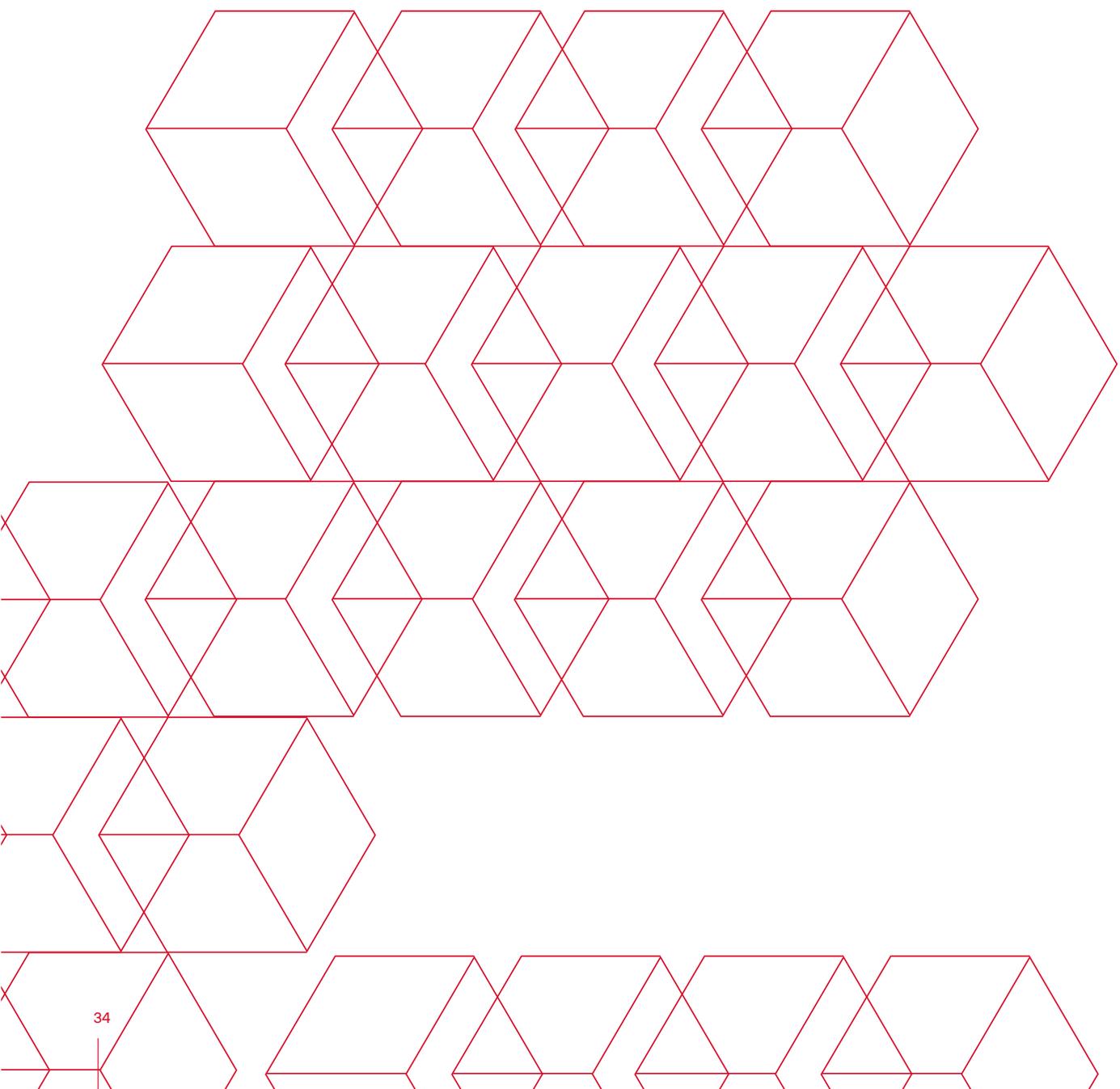
---

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

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

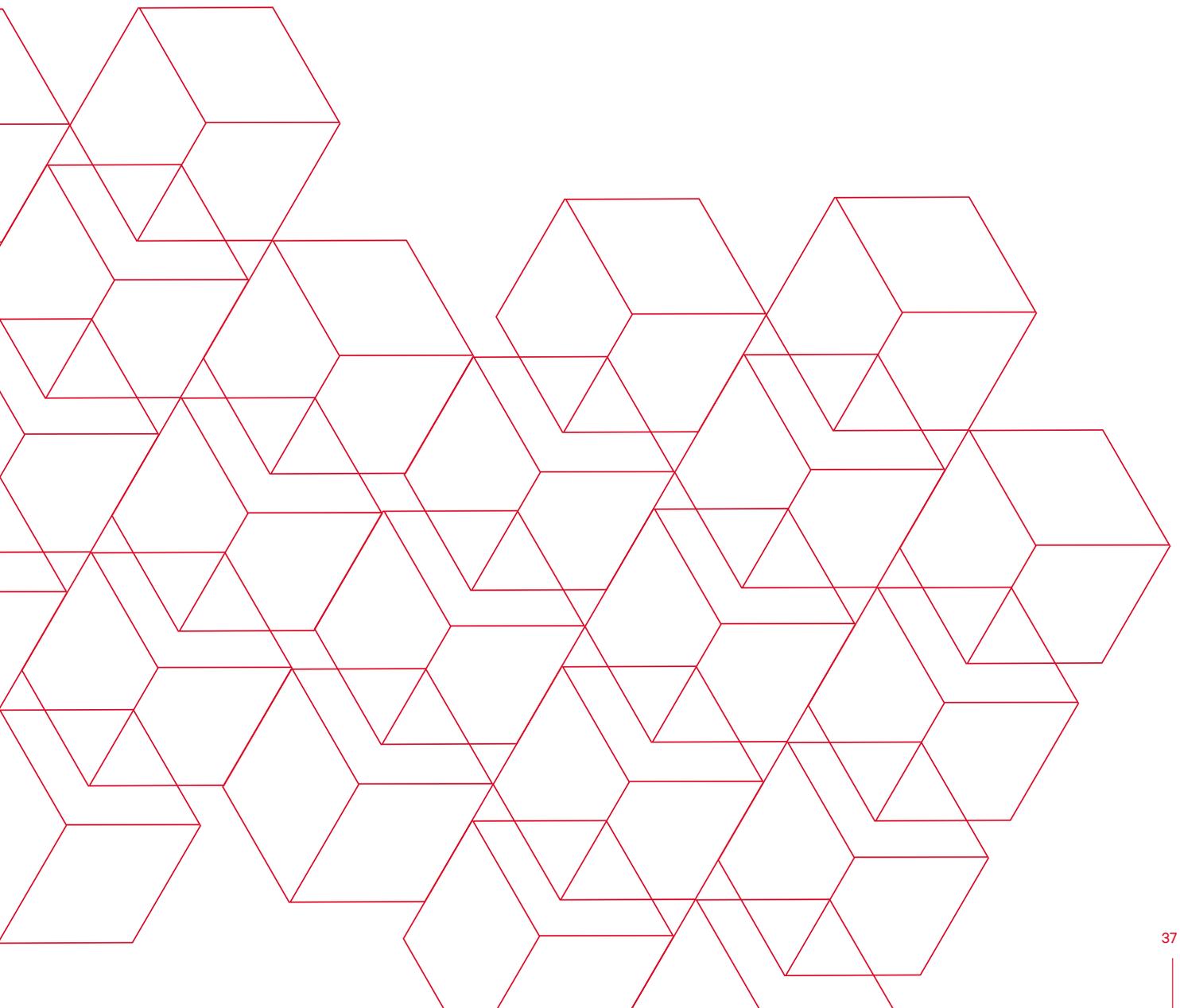
art. 9 analizados bonos convertibles contingentes, sin embargo, 5 de los fondos analizados advierten en su folleto de la posibilidad de invertir en este tipo de activos.

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;

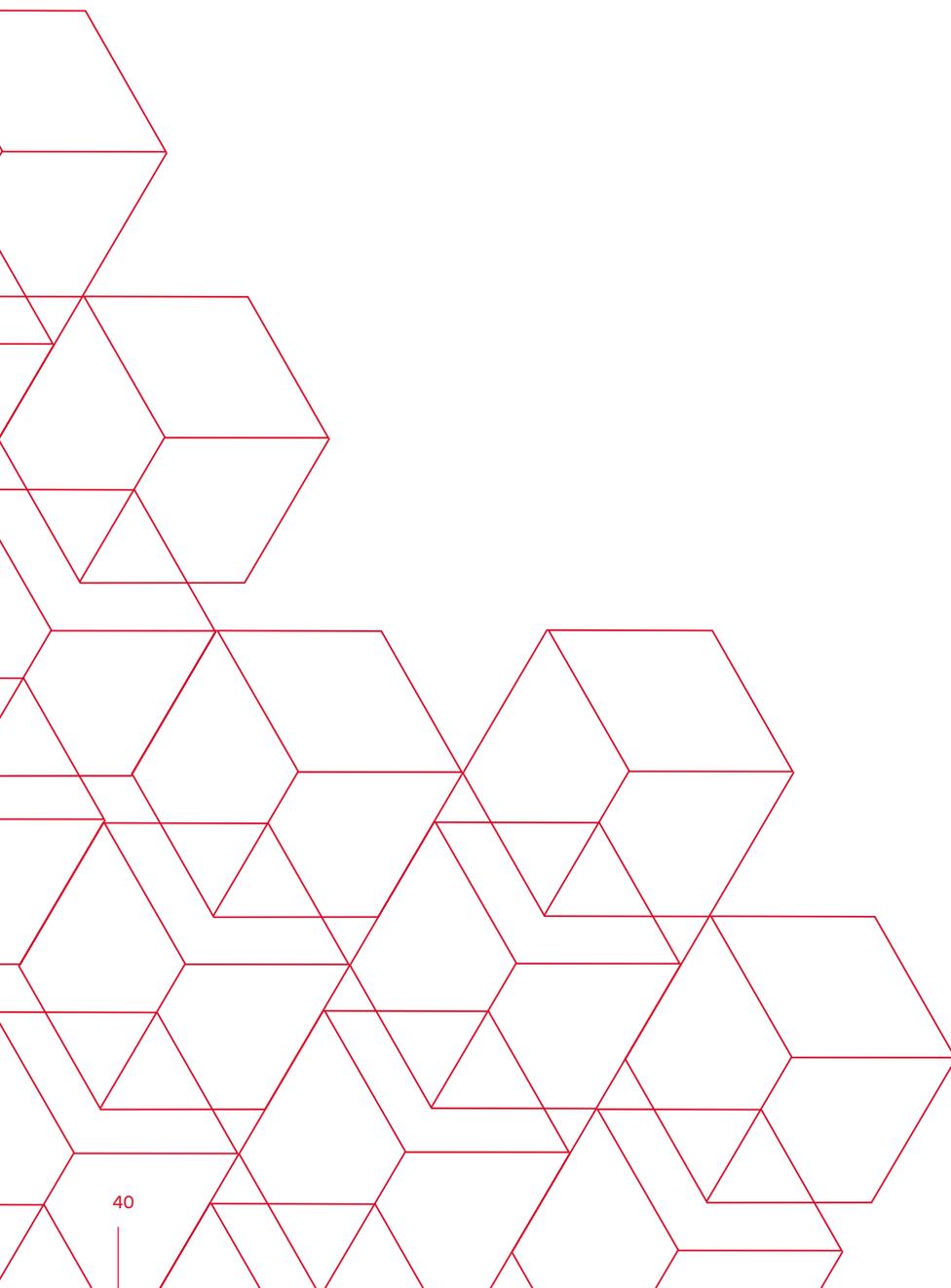
Por su lado, el artículo 2.17 del SFDR define las inversiones sostenibles como *“inversiones en una actividad económica que contribuyan a un objetivo medioambiental, medido, por ejemplo, a través de indicadores clave de eficiencia de recursos relativos al uso de la energía, de la energía renovable, consumo 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

<sup>1</sup> 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.

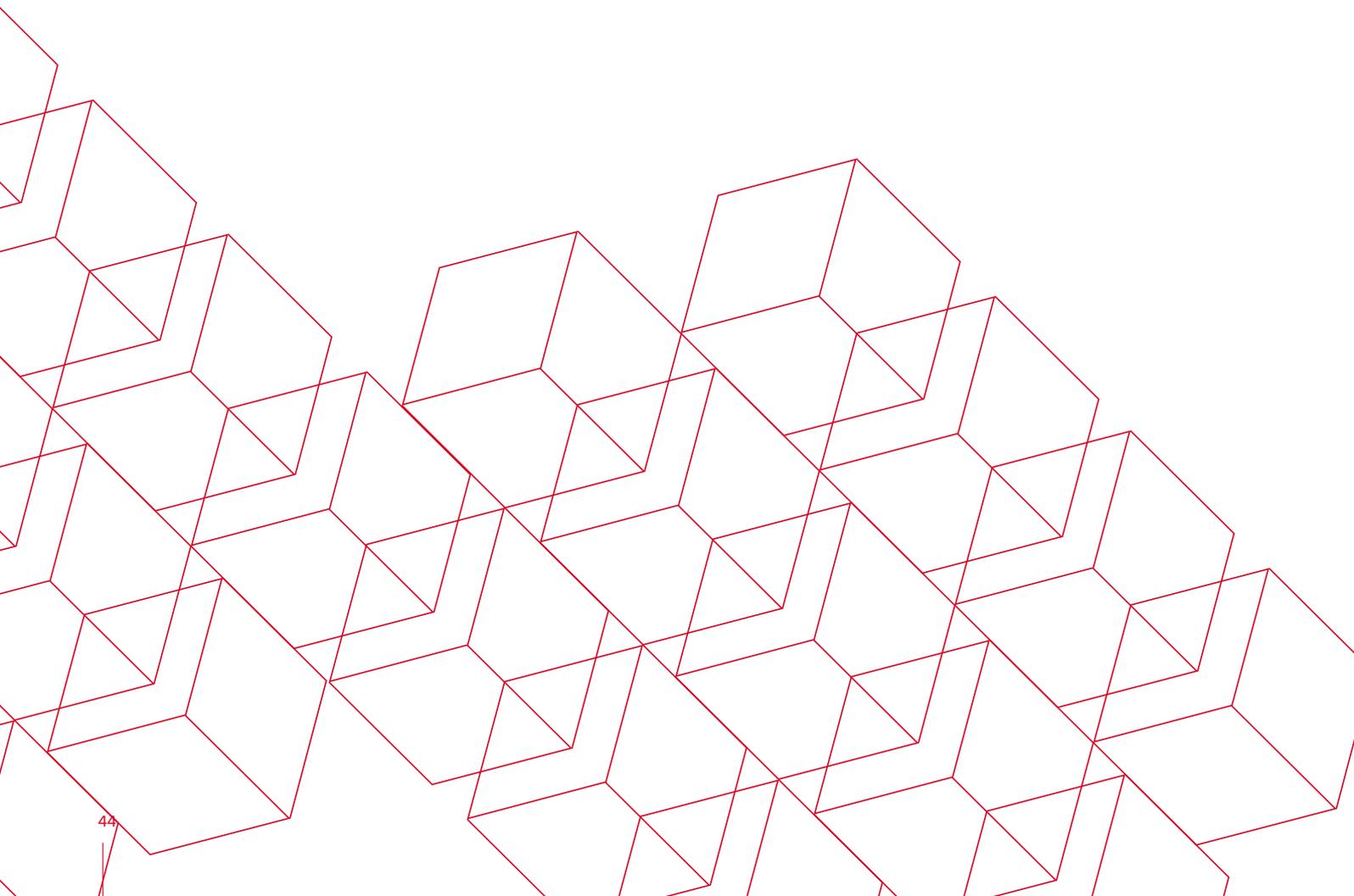
#### 5. Actualmente, los FESE no pueden considerarse fondos del art. 9 del SFDR per se

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.



